

## Carta de Charlie Munger de Berkshire Hathaway

En 2015 se celebró el 50º aniversario de que Warren Buffett haya tomado las riendas de una simple compañía textil moribunda hasta convertirla en un conglomerado con inversiones en diferentes industrias y una de las compañías más valiosas en la actualidad.

Para festejar los cincuenta años, en la carta a los accionistas de 2015 se apreció la colaboración de Charlie Munger, aquel entonces vicepresidente de Berkshire Hathaway.

Titulada “*Vice Chairman’s Thoughts – Past and Future*”, esta carta nos ofrece una ventana única a la mente y métodos detrás de uno de los conglomerados más exitosos del mundo. Munger reflexiona sobre los 50 años de excepcional éxito de Berkshire bajo la dirección de Warren Buffett.

En un análisis detallado y profundamente personal, Munger no solo describe el sistema de gestión y las políticas que permitieron a una pequeña empresa textil transformarse en el poderoso Berkshire de hoy, sino que también comparte *insights* sobre cómo estas estrategias se desarrollaron y evolucionaron con el tiempo.

A través de sus palabras, descubrimos los principios fundamentales que han guiado a Berkshire Hathaway: desde la autonomía extrema de los CEOs de sus subsidiarias hasta la enfática aversión a una burocracia excesiva en la sede central. Munger va más allá y examina el impacto de estas políticas en el éxito continuado de Berkshire, incluso considerando el futuro de la compañía en la eventual ausencia de Buffett. Esta carta no es solo un testimonio del viaje de Berkshire; es una clase magistral sobre liderazgo, inversión y la construcción de una cultura empresarial duradera.

En este post encontrarás la traducción al español de la carta. Y, al final, encontrarás el link para que descargues tanto esta traducción como la carta original en inglés.

### **Pensamientos del vicepresidente: pasado y futuro**

A los accionistas de Berkshire Hathaway Inc.:

Seguí de cerca la historia de 50 años del éxito poco común de Berkshire bajo Warren Buffett. Y ahora parece apropiado que yo complementé de manera independiente cualquier comentario celebratorio que provenga de él. Intentaré hacer cinco cosas.

- (1) Describir el sistema de la gestión y las políticas que hicieron que un pequeño negocio de textiles, condenado irremediablemente al fracaso, se transformara en el poderoso Berkshire que ahora existe;
- (2) Explicar cómo se crearon el sistema de gestión y las políticas;
- (3) Explicar, hasta cierto punto, por qué Berkshire tuvo tanto éxito;
- (4) Predecir si los resultados anormalmente buenos continuarían si Buffett se fuera pronto, y;
- (5) Considerar si los maravillosos resultados de Berkshire en los últimos 50 años tienen implicaciones que podrían resultar útiles en otros lugares.

El sistema de gestión y las políticas de Berkshire bajo Buffett (denominados en conjunto como “el sistema Berkshire”) se establecieron tempranamente y se describen a continuación:

- (1) Berkshire sería un conglomerado difuso, adverso únicamente a actividades sobre las cuales no podría hacer predicciones útiles.
- (2) Su empresa principal realizaría casi todos sus negocios a través de subsidiarias incorporadas de manera independiente cuyos CEOs operarían con una autonomía extremadamente amplia.
- (3) En la sede del conglomerado habría casi nada excepto una pequeña suite de oficinas que incluiría un presidente, un CFO y algunos asistentes que principalmente ayudarían al CFO con auditorías, control interno, etc.
- (4) Las subsidiarias de Berkshire siempre incluirían prominentemente aseguradoras de accidentes. Se esperaría que esas aseguradoras, como grupo, produjeran, a su debido tiempo, ganancias de suscripción confiables mientras también generaran un “float”<sup>1</sup> sustancial (proveniente de pasivos de seguros no pagados) para inversión.
- (5) No habría un sistema significativo de personal a nivel de toda la compañía, sistema de opciones sobre acciones, otro sistema de incentivos, sistema de jubilación o similares, porque las subsidiarias tendrían sus propios sistemas, a menudo diferentes.
- (6) El Presidente de Berkshire reservaría solo algunas actividades para sí mismo.
  - (i) Él gestionaría casi todas las inversiones en valores, las cuales normalmente residirían en las aseguradoras de accidentes de Berkshire.
  - (ii) Él elegiría a todos los CEOs de las subsidiarias importantes, fijaría su compensación y obtendría de cada uno una recomendación privada para un sucesor en caso de que fuera necesitado repentinamente.
  - (iii) Él asignaría la mayor parte del efectivo no necesario en las subsidiarias después de que hubieran incrementado su ventaja competitiva, siendo la asignación ideal el uso de ese efectivo para adquirir nuevas subsidiarias.
  - (iv) Él se haría disponible de manera pronta para casi cualquier contacto solicitado por cualquier CEO de una subsidiaria, y requeriría casi ningún contacto adicional.
  - (v) Él escribiría una carta larga, lógica y útil para incluir en su informe anual, diseñada como él desearía que fuera si él fuera solo un accionista pasivo, y estaría disponible durante horas para responder preguntas en las reuniones anuales de accionistas.
  - (vi) Intentaría ser un ejemplo en una cultura que funcionaría bien para los clientes, accionistas y otros ocupantes durante mucho tiempo, tanto antes como después de su partida.
  - (vii) Su primera prioridad sería reservar mucho tiempo tranquilo para la lectura y el pensamiento, particularmente aquellos que pudieran avanzar en su aprendizaje determinado, sin importar cuán viejo se volviera; y

(viii) También dedicaría mucho tiempo a admirar con entusiasmo lo que otros estaban logrando.

(7) Las nuevas subsidiarias usualmente se comprarían con efectivo, no con acciones recién emitidas.

(8) Berkshire no pagaría dividendos mientras se estuviera creando más de un dólar de valor de mercado para los accionistas por cada dólar de ganancias retenidas.

(9) Al comprar una nueva subsidiaria, Berkshire buscaría pagar un precio justo por un buen negocio que el Presidente pudiera entender bastante bien. Berkshire también querría un buen CEO en el puesto, uno que se esperara permaneciera por mucho tiempo y que gestionara bien sin necesidad de ayuda de la sede central.

(10) Al elegir CEOs de subsidiarias, Berkshire trataría de asegurar confiabilidad, habilidad, energía y amor por el negocio y las circunstancias en las que el CEO se encontraba.

(11) Como un asunto importante de conducta preferida, Berkshire casi nunca vendería una subsidiaria.

(12) Berkshire casi nunca trasladaría al CEO de una subsidiaria a otra subsidiaria no relacionada.

(13) Berkshire nunca obligaría al CEO de una subsidiaria a jubilarse por el mero hecho de la edad.

(14) Berkshire tendría poca deuda en circulación ya que trataría de mantener (i) una solvencia prácticamente perfecta bajo todas las condiciones y (ii) una fácil disponibilidad de efectivo y crédito para utilizar en momentos que presenten oportunidades inusuales.

(15) Berkshire siempre sería amigable para un vendedor potencial de un gran negocio. Una oferta de tal negocio recibiría atención pronta. Nadie más que el Presidente y uno o dos más en Berkshire sabrían sobre la oferta si no llevase a una transacción. Y nunca le contarían a terceros sobre ella.

Tanto los elementos del sistema Berkshire como su tamaño recolectado son bastante inusuales. Ninguna otra gran corporación que conozco tiene la mitad de dichos elementos en su lugar.

¿Cómo consiguió Berkshire una personalidad corporativa tan diferente de la norma?

Bueno, Buffett, incluso cuando sólo tenía 34 años, controlaba alrededor del 45% de las acciones de Berkshire y era de total confianza por todos los demás accionistas mayoritarios. Podía instalar cualquier sistema que quisiera. Y así lo hizo, creando el sistema de Berkshire.

Casi todos los elementos fueron elegidos porque Buffett creía que, bajo su mando, ayudaría a maximizar la posición de Berkshire. No estaba tratando de crear un sistema único para otras corporaciones. De hecho, las subsidiarias de Berkshire no estaban obligadas a utilizar el sistema de Berkshire en sus propias operaciones. Y algunas florecieron mientras usaban diferentes sistemas.

¿Qué pretendía Buffett al diseñar el sistema Berkshire?

Bueno, a lo largo de los años diagnosticué varios temas importantes:

- (1) En particular, quería la maximización continua de la racionalidad, las habilidades y la devoción de las personas más importantes en el sistema, empezando por él mismo.
- (2) Quería resultados de *ganar-ganar* en todas partes: ganar lealtad dándola, por ejemplo.
- (3) Quería decisiones que maximizaran los resultados a largo plazo, solicitándolos de los tomadores de decisiones que generalmente permanecen en su lugar el tiempo suficiente para soportar las consecuencias de sus decisiones.
- (4) Quería minimizar los efectos negativos que casi inevitablemente vendrían de una gran burocracia en la sede central.
- (5) Quería contribuir personalmente, como el profesor Ben Graham, a la difusión de la sabiduría alcanzada.

Cuando Buffett desarrolló el sistema Berkshire, ¿previó todos los beneficios que vendrían después? No. Buffett tropezó con algunos beneficios a través de la evolución de la práctica. Pero, cuando vio consecuencias útiles, fortaleció sus causas.

¿Por qué a Berkshire bajo Buffett le fue tan bien?

Sólo se me ocurren cuatro grandes factores:

- (1) Las peculiaridades constructivas de Buffett,
- (2) Las peculiaridades constructivas del sistema Berkshire,
- (3) Buena suerte y;
- (4) La devoción extrañamente intensa y contagiosa de algunos accionistas y otros admiradores, incluidos algunos en la prensa.

Creo que los cuatro factores estuvieron presentes y fueron útiles, pero la pesada carga la llevaban las peculiaridades constructivas, la extraña devoción y sus interacciones.

En particular, la decisión de Buffett de limitar sus actividades a unas cuantas y maximizar su atención en ellas, y seguir haciéndolo durante 50 años, fue un *lollapalooza*. Buffett tuvo éxito por la misma razón que Roger Federer se volvió bueno en el tenis: en efecto, Buffett estaba utilizando el método ganador del famoso entrenador de baloncesto John Wooden, quien ganaba con mayor regularidad después de haber aprendido a asignar prácticamente todo el tiempo de juego a sus siete mejores jugadores. De esa manera, los oponentes siempre se enfrentaban a sus mejores jugadores, en lugar de a los segundos mejores. Y, con el tiempo extra de juego, los mejores jugadores mejoraron más de lo normal.

Y Buffett superó con creces a Wooden, porque en su caso el ejercicio de la habilidad se concentraba en una persona, no en siete, y su habilidad mejoró y mejoró a medida que crecía durante 50 años, en lugar de deteriorarse como lo hace la habilidad de un jugador de baloncesto.

Además, al concentrar tanto poder y autoridad en los CEOs de importantes subsidiarias, a

menudo con muchos años de servicio, Buffett también estaba creando allí fuertes efectos de tipo Wooden. Y tales efectos mejoraron las habilidades de los CEOs y los logros de las subsidiarias.

Luego, a medida que el sistema de Berkshire otorgó la tan deseada autonomía a muchas subsidiarias y a sus CEOs, y Berkshire se volvió exitosa y reconocida, estos resultados atrajeron a Berkshire a más y mejores subsidiarias, y también a mejores CEOs.

Y las mejores subsidiarias y CEOs requirieron menos atención por parte de las oficinas centrales, creando lo que a menudo se llama un *“círculo virtuoso”*.

¿Qué tan bien funcionó para Berkshire incluir siempre a las aseguradoras de accidentes como subsidiarias importantes?

Maravillosamente bien. Las ambiciones de Berkshire eran irrazonablemente extremas y, aun así, consiguió lo que quería.

Las aseguradoras de accidentes a menudo invierten en acciones ordinarias con un valor que equivale aproximadamente al capital de sus accionistas, al igual que las filiales de seguros de Berkshire. Y el índice S&P 500 produjo un retorno de alrededor del 10% anual, antes de impuestos, durante los últimos 50 años, creando un importante viento de cola.

Y, en las primeras décadas de la era Buffett, las acciones ordinarias de las filiales de seguros de Berkshire superaron ampliamente al índice, exactamente como esperaba Buffett. Más tarde, cuando tanto el gran tamaño de las acciones de Berkshire como las consideraciones relativas al impuesto sobre la renta hicieron que la parte de los rendimientos que superaba el índice se desvaneciera hasta convertirse en insignificancia (tal vez no para siempre), llegaron otras ventajas mejores. Ajit Jain creó de la nada un inmenso negocio de reaseguros que produjo a la vez un enorme *“float”* y una gran ganancia de suscripción de seguros. Además, todo GEICO entró en Berkshire, seguido de una cuadruplicación de la participación de mercado de GEICO. Y el resto de las operaciones de seguros de Berkshire mejoraron enormemente, en gran parte gracias a la ventaja reputacional, la disciplina de suscripción de seguros, la búsqueda y permanencia en buenos nichos y la contratación y retención de personas destacadas.

Luego, más tarde, cuando la personalidad corporativa casi única y bastante confiable y el gran tamaño de Berkshire se hicieron bien conocidos, sus subsidiarias de seguros obtuvieron y aprovecharon muchas oportunidades atractivas, no disponibles para otros, para comprar valores emitidos de forma privada. La mayoría de estos títulos tenían vencimientos fijos y produjeron resultados sobresalientes.

El maravilloso resultado de Berkshire en materia de seguros no fue un resultado natural. Normalmente, una aseguradora contra accidentes produce resultados mediocres, incluso cuando está muy bien gestionada. Y esos resultados son de poca utilidad. El mejor resultado de Berkshire fue tan sorprendentemente grande que creo que Buffett ahora no lograría recrearlo si regresara a una base pequeña manteniendo su inteligencia y recuperando su juventud.

¿Berkshire sufrió por ser un conglomerado difuso? No, sus oportunidades se vieron ampliadas útilmente por una zona de operación más amplia. Y las habilidades de Buffett evitaron los efectos negativos, comunes en otros lugares.

¿Por qué Berkshire prefirió comprar empresas con efectivo, en lugar de con sus propias

acciones? Bueno, era difícil conseguir algo a cambio de acciones de Berkshire que fuera tan valioso como lo que se entregó.

¿Por qué la adquisición por parte de Berkshire de compañías ajenas al negocio asegurador funcionó tan bien para los accionistas de Berkshire cuando el resultado normal de tales adquisiciones es malo para los accionistas del adquirente?

Bueno, Berkshire, por diseño, tenía ventajas metodológicas para complementar sus mejores oportunidades. Nunca tuvo el equivalente a un 'departamento de adquisiciones' bajo presión para comprar. Además, nunca dependió del consejo de 'ayudantes' que seguramente estarían predispuestos a favor de las transacciones. Buffett mantuvo a raya el autoengaño y subestimaba su experiencia, sabiendo mejor que la mayoría de los ejecutivos corporativos qué funcionaba y qué no en los negocios, ayudado por su larga experiencia como inversor pasivo. Finalmente, incluso cuando Berkshire estaba obteniendo oportunidades mucho mejores que la mayoría, Buffett mostraba a menudo una paciencia casi inhumana y rara vez compraba. Por ejemplo, durante sus primeros diez años al mando de Berkshire, Buffett vio cómo una empresa (la textil) estaba al borde de la muerte y dos nuevas compañías surgían, con una ganancia neta de una.

¿Cuáles fueron los grandes errores cometidos por Berkshire durante el liderazgo de Buffett? Bueno, si bien los errores de comisión eran comunes, casi todos los errores graves se debían a no realizar una compra, incluida la de no comprar acciones de Walmart cuando seguramente eso funcionaría enormemente bien. Los errores de omisión fueron de mucha importancia. El patrimonio neto de Berkshire sería ahora al menos US\$50 mil millones más alto si hubiera aprovechado varias oportunidades que no fue lo suficientemente inteligente como para reconocerlas como cosas prácticamente seguras.

La penúltima tarea de mi lista era: predecir si continuarían los resultados anormalmente buenos en Berkshire si Buffett se marchara pronto.

La respuesta es sí. Berkshire tiene en sus filiales mucho impulso empresarial basado en muchas ventajas competitivas duraderas.

Además, sus filiales ferroviarias y de *utilities* ofrecen ahora una oportunidad muy deseable para invertir grandes sumas en nuevos activos fijos. Y muchas subsidiarias ahora están comprometidas en realizar adquisiciones "*bolt-on*" inteligentes.

Siempre que la mayor parte del sistema de Berkshire siga vigente, el impulso y la oportunidad combinados que ahora se presentan son tan grandes que es casi seguro que Berkshire seguirá siendo una compañía mejor de lo normal durante mucho tiempo, incluso si: (1) Buffett se fuera mañana; (2) sus sucesores fueron personas de capacidad moderada; y (3) Berkshire nunca volvió a comprar una compañía grande.

Pero, bajo esta suposición de que Buffett se marchará pronto, sus sucesores no serían "sólo de capacidad moderada". Por ejemplo, Ajit Jain y Greg Abel son artistas probados que probablemente no se describirían como de "clase mundial". "Líder mundial" sería la descripción que elegiría. En algunos aspectos importantes, ambos son mejores ejecutivos de negocios que Buffett.

Y creo que ni Jain ni Abel (1) abandonarían Berkshire, sin importar lo que alguien más ofreciera o (2) desearían muchos cambios en el sistema de Berkshire.

Tampoco creo que las compras deseables de nuevos negocios terminarían con la partida de

Buffett. Ahora que Berkshire es tan grande y la era del activismo se acerca, creo que surgirán algunas oportunidades de adquisición deseables y que los US\$60 mil millones en efectivo de Berkshire disminuirán de manera constructiva.

Mi tarea final fue considerar si los grandes resultados de Berkshire en los últimos 50 años tienen implicaciones que puedan resultar útiles en otros lugares.

La respuesta es claramente sí. En sus primeros años con Buffett, Berkshire tenía una gran tarea por delante: convertir un pequeño tesoro en una empresa grande y útil. Y resolvió ese problema evitando la burocracia y confiando en gran medida en un líder reflexivo durante mucho, mucho tiempo mientras seguía mejorando y atrayendo a más personas como él.

Compárese esto con un sistema típico de gran corporación con mucha burocracia en las oficinas centrales y una larga sucesión de CEOs que llegan alrededor de los 59 años, se detienen poco después para pensar tranquilamente y pronto son obligados a dimitir por una edad de jubilación fija.

Creo que las versiones del sistema de Berkshire deberían probarse más a menudo en otros lugares y que los peores atributos de la burocracia deberían tratarse mucho más a menudo como los cánceres a los que tanto se parecen. Un buen ejemplo de arreglar la burocracia lo creó George Marshall cuando ayudó a ganar la Segunda Guerra Mundial al obtener del Congreso el derecho a ignorar la antigüedad en la elección de generales.

Atentamente,

Charles T. Munger

\* \* \*

---

<sup>1</sup> El “float” es el dinero que una empresa, especialmente una aseguradora, recibe en forma de primas de seguros pero que aún no ha sido utilizado para pagar reclamaciones. Este dinero puede ser invertido por la empresa durante el período que transcurre entre la recepción de las primas y el momento en que se pagan las reclamaciones. Esencialmente, el float actúa como un préstamo sin interés que la empresa puede usar para generar ingresos adicionales. Berkshire Hathaway aprovecha el float generado por sus operaciones de seguros, como GEICO y otras aseguradoras de propiedad y accidentes, para financiar inversiones en una variedad de activos y empresas.