

LAS INVERSIONES DE WARREN BUFFETT

Veinte grandes ejemplos

YEFEI LU

Prólogo de

JAVIER RUIZ

Director de inversiones y socio de Horos Asset Management



Las inversiones de Warren Buffett

Veinte grandes ejemplos

YEFEI LU

Traducción de Nieves Cumbreiras



EDICIONES DEUSTO

La lectura abre horizontes, iguala oportunidades y construye una sociedad mejor. La propiedad intelectual es clave en la creación de contenidos culturales porque sostiene el ecosistema de quienes escriben y de nuestras librerías. Al comprar este libro estarás contribuyendo a mantener dicho ecosistema vivo y en crecimiento.

En **Grupo Planeta** agradecemos que nos ayudes a apoyar así la autonomía creativa de autoras y autores para que puedan continuar desempeñando su labor. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Título original: *Inside the Investments of Warren Buffett: Twenty Cases*

© Yefei Lu, 2016

© del prólogo, Javier Ruiz Ruiz, 2024

© de la traducción, Nieves Cumberas, 2024

Value School agradece especialmente la contribución de las siguientes personas a la edición de esta obra: Ana Rosa Alejano, Manuel Franch Personat, Borja Lissén Arbeloa, Federico Castro-Rial Schuler, Francisco Lodeiro, Carlos Galán, Rubén Pérez Martínez, Nicolás Albert, Manuel Pérez Segado, Miguel Ángel Martín Ollero y Rafael Rodríguez Cabrero.

© Centro de Libros PAPF, SLU., 2024

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Diseño de la colección: Sylvia Sans Bassat

Primera edición: octubre de 2024

Depósito legal: B. 15.429-2024

ISBN: 978-84-234-3786-3

Composición: Realización Planeta

Impresión y encuadernación: CPI Black Print

Printed in Spain - Impreso en España



Sumario

Prólogo, de Javier Ruiz Ruiz	11
Introducción	19

PRIMERA PARTE

Los años de las sociedades (1957-1968)

1. 1958: Sanborn Map Company	27
2. 1961: Dempster Mill Manufacturing Company	45
3. 1964: Texas National Petroleum Company	61
4. 1964: American Express	69
5. 1965: Berkshire Hathaway	95

SEGUNDA PARTE

La etapa intermedia (1968-1990)

6. 1967: National Indemnity Company	117
7. 1972: See's Candies	121
8. 1973: <i>The Washington Post</i>	129
9. 1976: GEICO	149
10. 1977: <i>The Buffalo Evening News</i>	159
11. 1983: Nebraska Furniture Mart	165
12. 1985: Capital Cities/ABC	175

13. 1987: Salomon Inc.: Inversiones en valor preferidas.	199
14. 1988: Coca-Cola.....	213

TERCERA PARTE
La última etapa (1990-2014)

15. 1989: US Air Group.....	237
16. 1990: Wells Fargo	255
17. 1998: General Re	271
18. 1999: MidAmerican Energy Holdings Company.....	297
19. 2007-2009: Burlington Northern.....	315
20. 2011: IBM.....	341

CUARTA PARTE
Las lecciones aprendidas

21. Evolución de la estrategia inversora de Buffett	365
22. ¿Qué podemos aprender de Buffett?	373
Apéndice A	385
Apéndice B	387
Agradecimientos	391
Bibliografía seleccionada	395

Primera parte

Los años de las sociedades (1957-1968)

La carrera de Warren Buffett como inversor comenzó en serio en 1957, año en que creó su primera sociedad de inversión. Después de dos años trabajando como analista de valores en la Graham-Newman Corporation y tras la experiencia de estudiar en la Columbia Business School bajo la tutela de Benjamin Graham, estableció Buffett Partnership Limited (BPL). Esta sociedad fue financiada por algunos amigos, familiares y socios cercanos.³

Si bien los detalles del proceso mental de Buffett como inversor están mucho más documentados en etapas posteriores de su carrera, se pueden discernir algunos temas evidentes durante sus años como socio. Ante todo, destaca su perspectiva de querer comprar a buen precio. En su carta de 1962 dirigida a los socios, Buffett afirma que la piedra angular de su filosofía como inversor es adquirir activos a precio de ganga, en sintonía con el punto de vista tradicional de Benjamin Graham sobre el precio bajo

3. Buffett Partnership Limited se compondría pronto de numerosas sociedades individuales, entre ellas Buffett Associates, Buffett Fund, Dacee, Emdee, Glenoff, Mo-Buff y Underwood entre 1956 y 1969.

frente a la valoración intrínseca; es decir, una evaluación fundamental de la capacidad de una empresa para generar flujo de efectivo o el valor de una empresa en activos. En segundo lugar, Buffett adopta una visión firme de un mercado en movimiento; el señor Mercado puede sobrevalorar o infravalorar una empresa, pero a largo plazo reconoce su valor intrínseco. En tercer lugar, Buffett también presta atención a la psicología del inversor en lo que concierne a quién invierte en el mercado y a las repercusiones de esa forma de pensar. En concreto, menciona varias veces la idea de que los inversores deben tener mano firme frente a las manías y fluctuaciones de las distintas épocas.

En ese período, mientras gestionaba su sociedad, Buffett mantuvo en secreto sus participaciones y adoptó una estrategia llamada de «caja negra» con sus socios comanditarios. En el apéndice de la carta de cierre del ejercicio de 1963 dirigida a los socios, afirma:

No podemos hablar de nuestras inversiones actuales. Adoptar la costumbre de hablar de ello abiertamente jamás serviría para mejorar nuestros resultados y, en algunos casos, podría llegar a perjudicarnos gravemente. Por esta razón, si alguien, incluidos los socios, nos pregunta si estamos interesados en algún valor, debemos acogernos a la quinta enmienda.

Durante este período, las inversiones más significativas de Buffett fueron una combinación de apuestas por el valor y movimientos corporativos. A veces, BPL invertía hasta un 35 por ciento de sus activos netos en una sola empresa, y cuando se presentaba la oportunidad, adquiría una participación mayoritaria en esa misma empresa.

Cuando, a finales de los años cincuenta y a lo largo de los años sesenta, Buffett dirigía su sociedad, Estados Unidos disfrutaba de una economía relativamente estable y próspera. Después de la guerra de Corea en los años cincuenta y en plena Guerra Fría a principios de los sesenta, la economía estadounidense era menos convulsa que la política. En la década de 1950, el índice Dow Jones pasó de alrededor de 200 puntos en 1950 a unos 600 pun-

tos en 1960 (es decir, una subida del 200 por ciento). Aunque a principios de los años sesenta se produjo una pequeña recesión que llevó al Dow Jones a retroceder a 530 puntos en 1962 desde un máximo de 730 puntos a finales de 1961 (o sea, un descenso del 27 por ciento), el Dow llegaría a superar los 900 puntos en 1965, lo que representa un aumento del 70 por ciento desde el mínimo. Durante los años de Kennedy, la economía continuó prosperando y los primeros indicios de preocupación no surgieron hasta finales de los sesenta, cuando las tasas de inflación empezaron a aumentar cada vez más deprisa. Cuando Buffett cerró su sociedad de inversión en 1968, la prosperidad económica era tal que le resultaba cada vez más difícil encontrar las inversiones de valor que buscaba. De hecho, ésa fue una de las principales razones por las que, a pesar de estar en pleno rendimiento, decidió poner fin a su sociedad.

Las cinco inversiones analizadas en la primera parte de este libro son las que he considerado más significativas e interesantes de los años de asociación de Buffett.

1958: Sanborn Map Company

La historia de la Sanborn Map Company es fascinante. En la década de 1860, la compañía de seguros Aetna contrató a un joven topógrafo llamado D. A. Sanborn para que elaborara varios mapas de la ciudad de Boston. Aetna utilizaba estos mapas para evaluar el riesgo de incendio en edificios específicos de las zonas inspeccionadas con vistas a los seguros contra incendios. Los mapas tuvieron tanto éxito que D. A. Sanborn fundó su propia empresa, que pasó a conocerse como Sanborn Map Company.

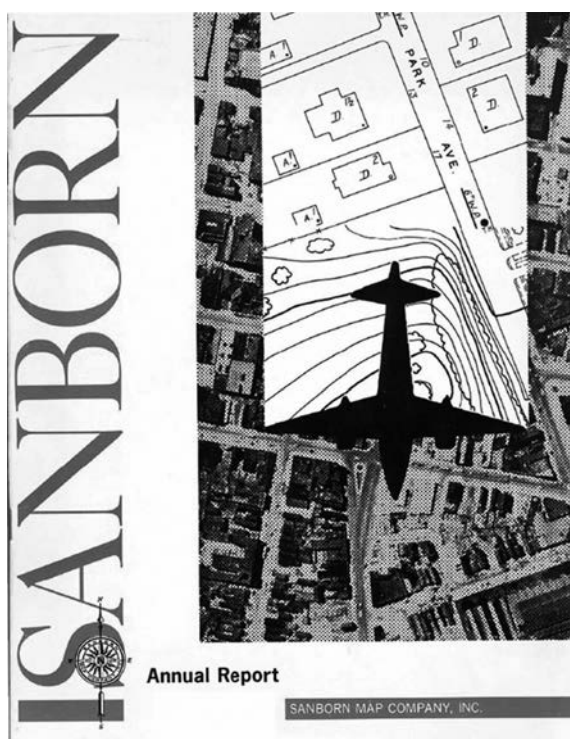
A lo largo de las décadas de 1860 y 1870, Sanborn se expandió regionalmente, y hacia finales de esa misma época ya había cartografiado más de cincuenta ciudades.⁴ En la década de 1920, Sanborn Map ya se había consolidado como el líder del mercado de la cartografía para los seguros contra incendios en Estados Unidos.

Para entender mejor a qué se dedicaba Sanborn Map, es importante comprender el sector de los seguros contra incendios. Este tipo de seguros surgió en Inglaterra tras el gran incendio de Londres de 1666, que destruyó más de trece mil casas y dejó sin hogar a aproximadamente el 20 por ciento de sus ha-

4. Sanborn Map, *Informe anual del año fiscal 1966*, 1-2.

bitantes. Durante los siglos XVIII y XIX, esta industria se trasladó a Estados Unidos, administrada en principio por compañías británicas que tenían el privilegio real para explotar este negocio y, más tarde, por empresas estadounidenses que se convirtieron en pioneras en el sector a escala local. Hacia finales del siglo XIX, el negocio de los seguros contra incendios ocupaba ya un lugar destacado en las urbes más grandes como Boston o Filadelfia (imagen 1.1).

Imagen 1.1



Tras inspeccionar el edificio en cuestión, estas compañías calculaban los riesgos y determinaban el precio del seguro teniendo en cuenta factores como el tipo de construcción, los materiales empleados, el número de ventanas y otros aspectos estructurales, así como la presencia de edificios circundantes. La

metodología utilizada requería que un topógrafo profesional inspeccionara el terreno. Dado que este trabajo era muy laborioso y costoso, una empresa que se dedicaba a producir mapas detallados que permitían evaluar de manera precisa el riesgo de incendio tenía ventajas evidentes. Por un lado, en lugar de examinar los edificios de uno en uno, era mucho más eficaz trabajar con una manzana o incluso con un barrio completo; pero lo más importante era que los mapas se hacían a escala, por lo que, una vez elaborados, la información generada no la usaba en exclusiva una compañía aseguradora, sino que también muchas otras podían evaluar el riesgo subyacente del mismo grupo de edificios.⁵ Es algo similar a la industria moderna de exploración sísmica, sector en el que las compañías generan la cartografía necesaria para que las empresas petroleras hagan perforaciones en busca de petróleo en alta mar. Por ejemplo, empresas como TGS-Nopec se benefician de economías de escala similares. TGS-Nopec lleva a cabo estudios en 2D y 3D del fondo marino en regiones como el golfo de México y luego vende esa información a grandes compañías petroleras interesadas en perforar en la zona. En el contexto de su época, la cartografía de Sanborn Map también estaba muy en consonancia con la práctica del seguro múltiple. Era bastante habitual que las edificaciones industriales más grandes estuvieran aseguradas por varias compañías de seguros, cada una de las cuales asumía una parte del riesgo.

Aunque el coste inicial de producir mapas tan detallados era extremadamente alto, una vez que Sanborn había invertido ese importe para cartografiar una ciudad, se necesitaba mucho menos capital para continuar trabajando en esa misma zona. A menudo, continuar el trabajo sólo requería que unos cuantos topógrafos supervisaran los cambios que se habían producido en las carreteras y edificios y enviaran esa información al departamento de cartografía de la sede central de Sanborn para editar los mapas. Esto implicaba que, con el tiempo, Sanborn obten-

5. Wrigley, Robert L., «The Sanborn Map as a source of land use information for city planning», *Land Economics*, 25, 2, (1949), pp. 216-219.

dría unos márgenes muy atractivos. Sin embargo, si el mercado en esa ciudad se fragmentaba y Sanborn obtenía menos beneficios debido a que parte de los ingresos se los llevaba la competencia, la inversión inicial ya no estaría justificada. Por lo tanto, cuando Sanborn terminaba de cartografiar una ciudad, nadie más podía ingresar en ese mercado concreto. Esto allanó el camino para la consolidación del sector.

Teniendo en cuenta este trasfondo, no es difícil entender por qué tuvo tanto éxito una empresa bien gestionada como Sanborn Map, que se centraba de manera meticulosa en capacitar a su personal para producir mapas precisos y de alta calidad y que era agresiva en su expansión tanto orgánica como, más tarde, a través de adquisiciones. A pesar de que a finales del siglo XIX había otros negocios de cartografía, incluidos la Jefferson Insurance Company, Hexamer & Locher, Perris & Brown (que se fusionó con Sanborn en 1889) y la Dankin Map Company, Sanborn Map era la dominante en la década de 1920.⁶ Un último factor que contribuyó en gran medida a esta transformación fue la necesidad de que las compañías de seguros se estandarizaran. Dado que, en general, las aseguradoras preferían capacitar a sus suscriptores en un estándar único, una empresa que garantizara un proceso de inspección sistemático a escala nacional jugaba con ventaja.

En 1958, cuando Warren Buffett invirtió en ella, Sanborn llevaba varias décadas siendo la empresa líder en su sector. Para hacernos una idea del producto que elaboraba Sanborn, véase, en las imágenes 1.2 y 1.3, la reproducción de uno de los mapas de Sanborn para la ciudad de Boston, fechado en 1867.⁷

Fieles a su propósito original de ayudar a las compañías de seguros a estimar el riesgo de incendios, los mapas de Sanborn incluían detalles no sólo de las calles y casas de una ciudad, sino también de elementos como el diámetro de las tuberías de agua bajo las calles, el número de ventanas, los huecos de los ascenso-

6. <<http://www.lib.umd.edu/NTL/Sanbornhistory.html>>.

7. D. A. Sanborn, *Insurance map of Boston*, mapa, en *Sanborn Map Collections*, Biblioteca del Congreso, Estados Unidos, 1867.

Imagen 1.2. Leyenda del mapa Sanborn de la ciudad de Boston (1867)

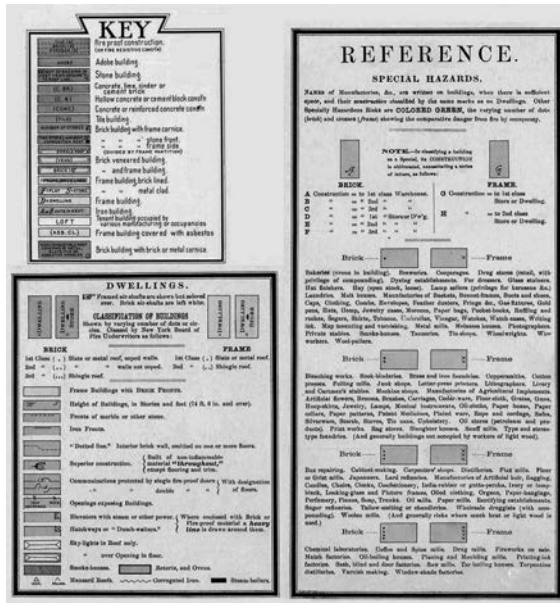
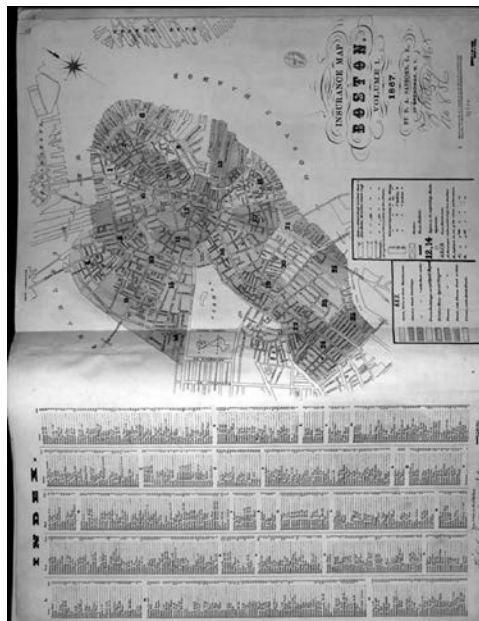


Imagen 1.3. Mapa Sanborn de la ciudad de Boston (1867)



res, los materiales de construcción de los edificios y las líneas de producción de las instalaciones industriales. El producto que Sanborn vendía a sus clientes solía consistir en una colección de mapas de gran tamaño que pesaba aproximadamente unos veinticinco kilos y cubría al detalle el trazado de una ciudad específica. Además del coste inicial por el volumen de los mapas, para mantener los mapas actualizados Sanborn cobraba a sus clientes una tarifa en concepto de suscripción anual, que ascendía a unos 100 dólares para una ciudad de tamaño medio como Omaha. Aunque los usos de estos mapas tan detallados se habían ampliado y ahora incluían servicios públicos, compañías de préstamos hipotecarios y administraciones tributarias, se sabía que hasta 1950, el 95 por ciento de los ingresos de Sanborn aún provenían de un núcleo de alrededor de treinta compañías de seguros.⁸

En líneas generales, Sanborn fue un buen negocio hasta la década de 1950. Prestaba un servicio esencial a sus clientes y, a cambio, obtenía ingresos recurrentes estables y jugosos. Por desgracia, en la década de 1950 surgió una nueva tecnología que amenazaba con reemplazar los mapas tradicionales. En lugar de depender de los mapas para evaluar los riesgos basándose en los edificios y el entorno, las compañías de seguros comenzaron a confiar en algoritmos basados en datos económicos, como los costes de construcción. Esta metodología se denominó *carding*, y Sanborn se encontró con que cada vez más compañías de seguros recurrían a este sistema. En 1958, cuando Buffett empezó a invertir en Sanborn, los márgenes de beneficio habían ido disminuyendo drásticamente durante varios años y el precio de la acción había experimentado una caída notable, a alrededor de 45 dólares desde los 110 dólares que cotizaba en 1938 (representaba una caída de casi el 60 por ciento).⁹ Según queda reflejado en la carta anual de Buffett a los accionistas de BPL, esta tendencia negativa coincidió con un período en el que el índice industrial Dow Jones experimentó un aumento consi-

8. Robert L. Wrigley, *op. cit.*

9. Warren Buffett a Buffett Partnership Limited, 30 de enero de 1961, 10.

derable, pasando de alrededor de 120 a unos 550 puntos, lo que equivale a un aumento del 360 por ciento.

Si alguien se hubiera planteado invertir en Sanborn Map en el momento en que lo hizo Buffett, es probable que su evaluación hubiera sido la siguiente: Sanborn fue un negocio casi perfecto durante mucho tiempo, proveedor exclusivo de un servicio crucial con altos rendimientos de capital. Sin embargo, en los años anteriores a 1958, se vio desafiado por una tecnología más moderna, y esto erosionó claramente su principal fuente de ingresos en el sector de los seguros contra incendios. A pesar de su sólida historia, a un analista que estudiara el negocio en ese momento le habría parecido que estaba pasando por un declive estructural evidente. Al examinar los datos económicos detallados (véase el documento 1.1) de la Sanborn Map Company (rebautizada en 1959 First Pelham Corporation) que figuran en el *Manual industrial* original de Moody's de 1960, se observa que en el período de 1950 a 1958 tanto el beneficio bruto como los ingresos netos habían disminuido aproximadamente un 10 por ciento al año.

No obstante, un análisis más meticuloso habría llevado a una conclusión diferente, como sin duda hizo Buffett. Y es que si bien en declive, Sanborn Map distaba de ser un negocio moribundo.

Documento 1.1.

Datos económicos de Sanborn Map Co. seleccionados del *Manual* de Moody's de 1960.

First Pelham Corp.

Historia: Constituida en Nueva York el 8 de febrero de 1876 como Sanborn Map and Publishing Co. En 1899 cambió su nombre a Sanborn-Perris Map Co. y en diciembre de 1901 a Sanborn Map Co.; el nombre actual fue adoptado el 31 de diciembre de 1959, véase «Reorganización» a continuación.

Reorganización: El cambio de nombre fue aprobado por los accionistas el 15 de diciembre de 1959 y entró en vigor el 31 de diciembre, lo que proporcionó la transferencia del negocio de mapas a una nueva empresa de Nueva York conocida como Sanborn Map Co., Inc.; el cambio de razón social a First Pelham Corp. y la modificación de los estatutos para ampliar los poderes y propósitos de la empresa a fin de incluir el comercio de acciones, bonos y valores de otras compañías. Como resultado, la empresa pasó a dedicarse únicamente a la gestión de sus activos de inversión, incluidas 315.000 acciones ordinarias de la nueva Sanborn Map recibidas por los activos operativos.

Actividad: Desde el 31 de diciembre de 1959 invierte en todo tipo de valores. Posee la totalidad de las acciones de Sanborn Map Co., Inc., que explota el antiguo negocio de mapas y propiedades.

Filial: Sanborn Map Co., Inc., de propiedad absoluta, realiza levantamientos topográficos y publica mapas de seguros contra incendios y bienes inmuebles de ciudades y pueblos de todo Estados Unidos y algunos de sus territorios. Vende principalmente a compañías de seguros contra incendios e intereses afines. También ofrece servicios cartográficos para planificación comunitaria, registro de servicios públicos y análisis de mercado. La planta editorial y la oficina principal se encuentran en Pelham (Nueva York). Tiene sucursales en Chicago y San Francisco y oficinas de ventas en Nueva York y Atlanta.

Cargos: C. P. Herbell, presidente; H. E. Oviatt, vicepresidente y secretario; R. E. Kellner y C. F. Doane, vicepresidentes; C. H. Carr, vicepresidente adjunto; F. H. Kleist, tesorero; D. G. Dobbins, secretario adjunto.

Directores: D. R. Ackerman, Esmond Ewing, H. H. Flag, C. P. Herbell, H. W. Miller, H. E. Oviatt, W. B. Rearden, J. S. Taber, W. C. Ridgway Jr., W. L. Nolen, J. A. North, L. A. Vincent, P. S. Brown, W. E. Buffett.

Accionistas: A 31 de diciembre de 1959, 1.475.

Empleados: A 31 de diciembre de 1959, 350.

Auditores: Child, Lawson & Leonard.

Sede: 629 Quinta Avenida, Pelham (Nueva York).

Capital social: 1. Acciones comunes de First Pelham Corp.: pagaderas 25 \$.

ACCIONES EN CIRCULACIÓN: 105.000; valor nominal 25 \$ (cambiado de 100 \$ de valor nominal, en octubre de 1934, se emitieron cinco acciones de 25 \$ por cada acción de 100 \$).

Tabla 1.1. Cuenta de resultados, ejercicios cerrados a 31 de diciembre

	1959	1958
Beneficio bruto	665.693 \$	706.168 \$
Gastos operativos	533.573	542.765
Beneficio de explotación	132.120	163.403
Otros ingresos, netos	228.013	242.862
Total ingresos	360.133	406.265
Impuesto federal renta	77.608	103.400
Ingresos netos	282.526	302.866
Ganancias retenida 1-1	1.664.749	1.659.351
Dividendos	267.750	283.500
Impuestos a/c ejerc., netos	1.752	<i>Crédito</i> 1.465
Otras deducciones	—	5.735
Ganancias de valores vendidos	8	<i>Débito</i> 9.698
Ganancias retenidas, 12-31	1.681.281	1.664.749

Tabla 1.2. Beneficios, años hasta el 31 de diciembre

	BENEFICIO BRUTO (\$)	INGRESOS NETOS (\$)	ACCIONES	BENEFICIOS EN ACCIONES COMUNES
1959	665.693	282.526	105.000	2,69
1958	706.168	302.866	105.000	2,88
1957	774.785	372.185	105.000	3,54

.../...

.../...

	BENEFICIO BRUTO (\$)	INGRESOS NETOS (\$)	ACCIONES	BENEFICIOS EN ACCIONES COMUNES
1956	800.890	418.980	105.000	3,99
1955	1.151.648	537.078	105.000	5,12
1954	1.196.199	550.998	105.000	5,25
1953	1.170.047	513.223	105.000	4,89
1952	1.152.705	511.873	105.000	4,87
1951	1.216.617	537.742	105.000	5,12
1950	1.344.170	679.935	105.000	6,48

DIVIDENDOS (siguen los pagos desde 1934):

En el momento de la escisión de 4 por 1 en 1934, se pagó una acción extra, en títulos.

AGENTE DE TRANSFERENCIAS Y REGISTRADOR: Marine Midland Trust Co., Nueva York.

Fuente: Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities (1960), 915.

Tabla 1.3. Balance a 31 de diciembre

	1959	1958
Activo:		
Efectivo	425.831 \$	227.852 \$
Ctas. por cobrar	444.430	414.860
Inventarios	830.331	1.068.785
Gastos anticipados	4.726	6.404
Corriente total	1.705.319 \$	1.717.902 \$
Inmovilizado, neto	154.356	155.540
Inversiones, coste*	2.601.873	2.592.706
Gastos diferidos	6.000	—

.../...

.../...

	1959	1958
Total	4.467.547 \$	4.466.148 \$
Pasivo:		
Salarios por pagar	8.494 \$	6.908 \$
Cuentas por pagar	29.610	19.814
Impuesto federal renta	77.608	100.987
Otros impuestos acumulados	45.555	43.140
Corriente total	161.267 \$	170.850 \$
Ingresos diferidos	—	5.550
Capital social (\$25)	2.625.000	2.625.000
Ganancias retenidas	1.681.281	1.664.749
Total	4.467.547 \$	4.466.148 \$
Activo corriente neto	1.544.052 \$	1.547.052 \$
Valor neto tangible por acción	41.01 \$	40.85 \$

* Valor de mercado: 1959, 7.349.323 \$; 1958, 6.972.884 \$.

Tabla 1.4

1935-36	5,00 \$	1937-39	6,00 \$	1940	7,00 \$
1941	5,00	1942-43	4,00	1944	4,25
1945	4,00	1946-47	4,50	1948-51	5,00
1952-55	4,50	1956	4,00	1957	3,50
1958	2,70	1959	2,55	1960*	0,60

* A 16 de abril.

Tabla 1.5

INTERVALO DE PRECIOS	1959	1958	1957	1956	1955
Alto	65	54 ¼	54	70	75
Bajo	52	37 ½	36	57	64

Si revisamos los datos financieros y los servicios prestados a los clientes que están disponibles en los recuadros siguientes, notaremos que si bien más a mediados de la década de 1960 que en 1958 el negocio se vio afectado de manera negativa por la aparición de la nueva tecnología (*carding*), no es menos cierto que:

- a. Incluso en ese momento, una parte del negocio continuaba dedicándose a los servicios cartográficos tradicionales dirigidos a las compañías de seguros; la cartografía convencional no desapareció de la noche a la mañana. De hecho, seguían solicitándose revisiones y actualizaciones de los mapas.
- b. La topografía elaborada por Sanborn Map siempre tuvo numerosos usos alternativos que no se vieron afectados por el fenómeno del *carding*.

Servicios a los clientes

Sanborn

Con el fin de familiarizar a nuestros accionistas con el tipo de servicios que presta la empresa, en los párrafos siguientes se mencionan algunos ejemplos típicos de encargos:

Diseño y producción para el Comando de Ingeniería de Instalaciones Navales de Filadelfia (Pensilvania) de un atlas de refugios comunitarios del condado de Lancaster (Pensilvania). Se trata de un inventario gráfico de las ubicaciones de las edificaciones identificadas en la actualidad en el Programa de Defensa Civil.

El inventario de uso del suelo y los mapas de uso del suelo correspondientes a las 149 millas cuadradas que comprenden el condado de Floyd (Indiana).

Mapas de los distritos electorales de la ciudad de Nueva York como resultado de una redistribución.

Las prospecciones de riesgo de incendio forestal en las colinas de San Rafael y en las montañas Verdugo, en el área de Los Ángeles, han requerido la inspección y catalogación de 16.000

edificios; y en otra zona de más de 125 millas cuadradas que se extiende desde San Bernardino hasta Santa Bárbara (California). Hasta la fecha, se han inspeccionado y catalogado más de 30.000 edificios.

Mapas originales de las nuevas instalaciones de la Bethlehem Steel Company en la planta de acero Burns Harbor y en Pinole Fabricating Works en Richmond (California), así como revisión de los mapas existentes de Bethlehem Steel Company en Bethlehem, Johnstown y Lebanon (Pensilvania).

Recuento de bloques que conforman más de cuatro millones de hogares en las áreas metropolitanas de Nueva York, Chicago, Dallas, Fort Worth, Houston y San Antonio. Estos recuentos se registran en mapas específicos que se utilizarán para determinar los territorios de los concesionarios de Avon Products, Inc.

El servicio anual de revisión del uso del suelo y de recuento de hogares para la Comisión de Planificación de la ciudad de Nueva York.

El servicio de revisión del uso del suelo y los cálculos de superficie de los cambios de uso del suelo en Filadelfia para la Comisión de Planificación de la ciudad de Filadelfia.

Bocetos de unas 50 localidades para un servicio de televisión.

Mapas de sistemas de distribución compilados y elaborados para American Water Works, Inc., y otras compañías de agua que desarrollan su actividad en los estados de Nueva York, Nueva Jersey, Pensilvania y Kentucky.

Conversión de los doce volúmenes de la serie Portland (Oregón) de mapas de seguros a formato blanco y negro; incorporación de descripciones de bienes inmuebles a las hojas de los mapas existentes y levantamiento topográfico de 120 hojas adicionales.

Medición por encargo y publicación de 30 hojas de los mapas de Sanborn en Sioux City (Iowa); 25 hojas en Detroit (Míchigan) y otras hojas en Richmond y Coronado (California).

Nuestro servicio de diagramación continuó expandiéndose durante el año. En el ámbito educativo, estamos diagramando los nuevos planes de las universidades de Princeton y Yale. Tam-

bién hemos aumentado el número de clientes que utilizan nuestros servicios de diagramación para seguros y otros fines relacionados.

Fuente: Sanborn Map, Informe anual del año fiscal 1966, p. 3.

Por el momento, las fusiones entre las compañías de seguros y las innovaciones implantadas en los procedimientos de suscripción han reducido, el uso de los mapas en el sector de los seguros. Esto nos ha obligado a ser cada vez más selectivos con respecto a los servicios de actualización de mapas de seguros contra incendios para que cumplan con los requisitos actuales. Como consecuencia, nuestros ingresos procedentes de este sector han disminuido, pero, por otro lado, la demanda de servicios de inspección y servicios cartográficos personalizados en categorías no relacionadas con el sector de los seguros ha ido en aumento y continuará haciéndolo en el futuro. Según nuestros estudios, parece inconcebible que las compañías de seguros no sigan necesitando nuestros servicios de una forma u otra en los años venideros. Investigaremos de manera activa todas las posibilidades en este sentido.

Fuente: Sanborn Map, Informe anual del año fiscal 1966, p. 4.

En su carta general a los accionistas al cierre del ejercicio de 1960, el propio Buffett señaló que las empresas que utilizaban mapas de seguros contra incendios seguían contratando primas por un valor de 500 millones de dólares y que a pesar de que su margen de ingresos netos hubiera disminuido considerablemente con los años, Sanborn aún era rentable. Si hacemos referencia de nuevo al documento de Moody's (véase documento 1.1), podemos apreciar que en 1959 los ingresos por explotación del negocio histórico de Sanborn habían caído a un poco más de 100.000 dólares, pero esta cifra parecía estar estabilizándose. En concreto, un posible inversor habría visto que se trataba de un negocio

central estabilizado que generaba alrededor de 100.000 dólares al año y alguna fuente de ingresos por inversiones de alrededor de 200.000 dólares anuales. La clave parece ser que en el momento de la inversión de Buffett, la Sanborn Map Company seguía siendo claramente rentable.

La segunda parte del análisis se centra en la valoración. Con un precio de mercado de 45 dólares por acción y 105.000 acciones en circulación, la capitalización bursátil de Sanborn Map Co. era en total de 4,73 millones de dólares. Incluso teniendo en cuenta la considerable inflación registrada desde 1960, estábamos con toda claridad ante una empresa de pequeña capitalización o *small cap*. Sobre la base de las cifras facilitadas en la carta a los socios y las mencionadas anteriormente (100.000 dólares de ingresos de la empresa en activo y unos beneficios de aproximadamente 2 millones de dólares),¹⁰ las acciones de Sanborn se valoraron en 2,4 veces los beneficios sin ajustar y en cuarenta y siete veces los ingresos anuales de todo el año 1959. Para una empresa en declive terminal, esto no habría parecido barato basándose sólo en su capacidad de generar beneficios. De hecho, tendríamos que suponer que los ingresos netos tendrían que volver casi a su nivel de 500.000 dólares de 1938 para que la acción cotizara a un múltiplo de beneficios de diez veces (a un precio de 45 dólares por acción), que yo consideraría más razonable para una acción con semejante riesgo estructural. Incluso con esa valoración, sin tener en cuenta ninguna otra consideración, un inversor promedio no optaría por invertir en una empresa cuya estructura está en declive. Esto indica que Buffett pudo haber identificado algún aspecto en los fundamentos del negocio que lo hizo parecer bastante más atractivo.

10. Supongo unos ingresos netos de 100.000 dólares partiendo de la base de aplicar el tipo impositivo del 27 por ciento, pagado por Sanborn Map Company en 1959, a sus ingresos de explotación de 132.120 dólares de su negocio operativo y redondeando. Con el fin de mostrar la capacidad de generar ingresos sólo del negocio operativo, he excluido los ingresos procedentes de las inversiones. En su carta de 1960 a los socios, Buffett hablaba de «beneficios después de impuestos del negocio de los mapas... por debajo de 100.000 dólares en 1958 y 1959».

En su carta anual de 1961 a los socios, Buffett alude a la posibilidad de mejorar la gestión de la empresa, ya que percibe que la dirección había descuidado su actividad principal, la cartografía. A él le parece factible revitalizar y reutilizar la vasta cantidad de información que ha recopilado Sanborn Map para ofrecer a los clientes un producto actualizado y más útil que representaría una oportunidad nueva para el negocio. Sin duda, la percepción de Buffett difiere considerablemente de la que tendría un analista que hubiera evaluado de forma superficial a Sanborn. Él había descartado la idea de que fuese un negocio moribundo por culpa de la tecnología del *carding*.

Pero en el caso de la inversión en Sanborn Map, lo más destacado no residía en su actividad operativa. Lo que Buffett vio con claridad y los demás no tuvieron en cuenta se encontraba en el balance de Sanborn Map de 1959.¹¹ Dicho balance revelaba que Sanborn había acumulado una cartera de valores, compuesta por bonos y acciones, por un valor de 7 millones de dólares, cifra que superaba el valor de toda la empresa. En su carta a los socios, Buffett menciona un negocio con potencial para ser reestructurado y que cotizaba a un valor negativo si se tomaba en cuenta el valor de la cartera de inversiones. Destaca que se trataba de la misma empresa que veinte años antes cotizaba a un PER de aproximadamente dieciocho veces o 90 dólares por acción, excluyendo su cartera de inversiones en ese momento.

Al final, Buffett decidió que merecía la pena darle la oportunidad. En un momento determinado, había invertido alrededor del 35 por ciento del valor neto de los activos de BPL en Sanborn. Lo que me pareció en particular interesante del análisis de Buffett fue que comprendió de manera detallada la fal-

11. Si examinamos de nuevo el cuadro de datos económicos de Sanborn Map, el documento de Moody's, alguien de la época con interés en invertir en la empresa habría podido confirmar la presencia de esa cartera de inversiones, pero sólo si esa persona era de las que se fijan hasta en el último detalle. De hecho, las cifras del balance se limitan a mostrar unos activos de inversión de 2,6 millones de dólares al coste. Es necesario leer la nota al pie, que hace referencia al valor de mercado de estos activos de 7,3 millones de dólares.

ta de objetivos por parte del consejo de administración y que éste estaba desalineado con la dirección operativa. En este caso, creo que Buffett conocía mucho mejor a las principales partes interesadas de la empresa que la mayoría de los analistas de inversiones. En concreto, parecía identificar ciertas palancas operativas con las que impulsar el negocio fundamental de la cartografía que la dirección no había investigado simplemente porque el consejo de administración se resistía al cambio. Esto se evidencia en el siguiente comentario:

Antes de mi ingreso en el consejo, de los catorce consejeros, nueve eran figuras destacadas del sector de los seguros que poseían, entre todos, 46 acciones de la empresa de un total de 105.000 acciones en circulación... El décimo consejero era el abogado de la compañía, que tenía 10 acciones. El undécimo era un banquero con 10 acciones que reconocía los problemas de la empresa, los señalaba y luego aumentaba sus participaciones... Los directivos eran personas competentes y conscientes de los problemas del negocio, pero el consejo de administración los relegaba a un papel servil.

Para alcanzar este objetivo y desbloquear el valor de la cartera de inversiones, Buffett pasó a una posición mayoritaria al adquirir su participación en Sanborn entre 1958 y 1961. En 1961 concluyó su inversión al lograr separar con éxito Sanborn Map Co. en dos entidades distintas. En primer lugar, puso en funcionamiento medidas concretas para separar el restrictivo consejo de administración de la empresa de la cartografía, su actividad principal, lo que permitió que esta última buscara mejoras operativas por su cuenta. Además, esta entidad recibió un fondo de reserva de 1,25 millones de dólares en acciones y bonos como capital adicional para respaldar el proceso de reestructuración. En segundo lugar, el valor restante de la cartera de inversiones se obtuvo mediante un canje de valores de la cartera de acciones de Sanborn Map, eso supuso aproximadamente el 72 por ciento de las accio-

nes en circulación de Sanborn Map. Como último incentivo, la operación también incluyó una hábil estructuración fiscal que permitió a los accionistas ahorrar un millón de dólares en concepto de impuestos sobre las ganancias de capital.

Al resumir esta inversión, parece que los factores clave que la propiciaron fueron dos. El factor evidente fue el claro valor del activo presente en la cartera de valores, que sólo requería una forma de materializarse. Además, no se puede obviar que aunque se encontrara en un estado de declive estructural, la actividad principal no estaba muerta ni perdía liquidez de manera constante, como suele suceder en las empresas que cotizan por debajo de su valor en efectivo. De hecho, es probable que Buffett se diera cuenta de que se trataba de un negocio con potencial para mejorar de inmediato y puede que para recuperarse por completo. En este caso, para poder rentabilizar la inversión, Buffett tuvo que asumir una posición mayoritaria, y esto requería también, como es natural, de su capacidad para negociar acuerdos.

La historia de Sanborn Map no concluyó en los años sesenta. De hecho, durante las décadas siguientes, la empresa consiguió expandir sus servicios históricos de cartografía de seguros contra incendios para crear varias líneas de negocio diferentes y sobrevivir como entidad operativa. Sin que la mayoría de los inversores lo supieran, Sanborn Map todavía existía en 2015 y funcionó hasta 2011 como filial del conglomerado de medios británico DMGT, año en que fue vendida a su equipo directivo en una operación de *management buyout*. En la actualidad, algunos de los principales servicios de Sanborn incluyen la visualización de datos geoespaciales, cartografía en 3D, fotografía aérea, recogida de datos de campo, servicios informáticos relacionados con las aguas pluviales, gestión de inventarios forestales y evaluación de riesgos aseguradores como incendios forestales.¹² De hecho, muchos de estos servicios están directamente relacionados con el negocio tradicional de Sanborn: la cartografía y la recopilación y análisis de datos.

12. <<http://www.sanborn.com>>.