

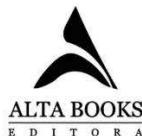
# BERKSHIRE ALÉM DE BUFEETT

Amostra

# **BERKSHIRE ALÉM DE BUFFETT**

O VALOR DURADOURO DOS VALORES

**Lawrence A. Cunningham**



## Berkshire Além de Buffett

Copyright © 2026 STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.

Alta Books é uma Editora do Grupo Editorial Alta Books.

Copyright © 2014 Lawrence A. Cunningham

ISBN: 978-85-508-2845-9

*Translated from original Berkshire Beyond Buffett © 2014 Lawrence A. Cunningham. ISBN 978-023-1170048. This Portuguese edition is a complete translation of the U.S. edition, specially authorized by the original publisher, Columbia University Press. PORTUGUESE language edition published by Starlin Alta Editora e Consultoria Eireli, Copyright © 2026 by STARLIN ALTA EDITORA E CONSULTORIA LTDA.*

Impresso no Brasil – 1ª Edição, 2026 – Edição revisada conforme o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 2009.

### Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

C972b  
Cunningham, Lawrence A.  
Berkshire além de Buffett : o valor duradouro dos valores / Lawrence A. Cunningham 1. ed. - Rio de Janeiro: Alta Books, 2026.  
392 p.; il. 16 x 23 cm.  
  
Título original: *Berkshire Beyond Buffett: The Enduring Value of Values*  
ISBN 978-85-508-2845-9  
1. Berkshire Hathaway - Administração. 2. Buffett, Warren. 3. Empresas - Cultura organizacional. Investimentos - Administração. 5. Governança corporativa.

CDD 658.421

### Índice para catálogo sistemático:

1. Administração de empresas - Cultura organizacional 658.421

Todos os direitos estão reservados e protegidos por Lei. Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida. A violação dos Direitos Autorais é crime estabelecido na Lei nº 9.610/98 e com punição de acordo com o artigo 184 do Código Penal.

O conteúdo desta obra fora formulado exclusivamente pelo(s) autor(es).

**Marcas Registradas:** Todos os termos mencionados e reconhecidos como Marca Registrada e/ou Comercial são de responsabilidade de seus proprietários. A editora informa não estar associada a nenhum produto e/ou fornecedor apresentado no livro.

**Material de apoio e erratas:** Se parte integrante da obra e/ou por real necessidade, no site da editora o leitor encontrará os materiais de apoio (download), errata e/ou quaisquer outros conteúdos aplicáveis à obra. Acesse o site [www.altabooks.com.br](http://www.altabooks.com.br) e procure pelo título do livro desejado para ter acesso ao conteúdo.

**Suporte Técnico:** A obra é comercializada na forma em que está, sem direito a suporte técnico ou orientação pessoal/exclusiva ao leitor.

A editora não se responsabiliza pela manutenção, atualização e idioma dos sites, programas, materiais complementares ou similares referidos pelos autores nesta obra.

**Produção Editorial:** Grupo Editorial Alta Books

**Diretor Editorial:** Anderson Vieira

**Editor da Obra:** J. A. Ruggeri

**Vendas Governamentais:** Cristiane Mutus

**Produtor Editorial:** Tentáculos Editorial

**Revisão Técnica:** Carlos Bacci Jr.



Rua Viúva Cláudio, 291 – Bairro Industrial do Jacaré

CEP: 20.970-031 – Rio de Janeiro (RJ)

Tels.: (21) 3278-8069 / 3278-8419

[www.altabooks.com.br](http://www.altabooks.com.br) – [altabooks@altabooks.com.br](mailto:altabooks@altabooks.com.br)

Ouvidoria: [ouvidoria@altabooks.com.br](mailto:ouvidoria@altabooks.com.br)

Editora  
afilada à:



*Para minhas três amadas garotas:  
Stephanie, Rebecca e Sarah,  
fontes de valor eterno.*

Amostra

Amostra

# SUMÁRIO

Prefácio	1
Prólogo	7
Introdução	11
Parte I	19
1. Origens	21
2. Diversidade	35
3. Cultura	51
Parte II	57
4. Consciência Orçamentária e Seriedade	59
5. Reputação	75
6. Relação Familiar	91
7. Desbravadores	107
8. Gestão Descentralizada	129
9. Astúcia de Investidor	147
10. Negócios Elementares	169
11. Negócios Permanentes	187
12. Todos em Um	199
13. Portfólio da Berkshire	213
Parte III	233

14. Sucessão	235
15. Desafios	257
16. A Essência da Berkshire	269
Epílogo	279
Apêndice	283
Agradecimentos	301
Notas	305
Bibliografia Selecionada	377
Índice	381
Notas	385

Amostra

# PREFÁCIO

*Nota do Autor: Após a reunião anual da Berkshire Hathaway em 2014, perguntei a Warren Buffett quem deveria escrever o prefácio deste livro. Ele imediatamente sugeriu Tom Murphy, um empresário lendário que, segundo Warren, ele tentou tomar como modelo. Warren depois acrescentou uma explicação adicional: “A maior parte do que aprendi sobre gestão, aprendi com Murph. Eu me arrependo de não ter aplicado isso muito antes.” Quando relatei isso a Tom, ele modestamente recusou qualquer ideia de ser um modelo para Warren, mas concordou em escrever o prefácio mesmo assim, e me sinto honrado por isso.*

L.A.C

**É** difícil lembrar de uma época em que Warren Buffett não era amplamente conhecido. Mas em 1986, quando uma pequena empresa de TV e jornal chamada Capital Cities comprou a gigante da radiodifusão ABC, poucas pessoas reconheceram o nome do homem que financiou 18% do negócio. Um número reduzido de investidores conhecia seu histórico, e Wall Street estava começando a aprender. Mas o público em geral ainda não havia sido apresentado a esse analista discreto de Omaha, um homem que se tornaria o maior professor dos Estados Unidos em tudo que diz respeito a negócios, atraindo uma legião internacional de seguidores na mídia ansiosos por suas percepções. Warren Buffett um dia ajudaria a tornar o mundo dos negócios comprehensível para o cidadão comum, ao mesmo tempo que conquistaria a atenção e o respeito das mentes financeiras mais sofisticadas do país.

Mas isso era 1986, e ninguém poderia prever o que estava por vir para Warren. Nas décadas seguintes, ele construiria uma empresa de US\$300 bilhões, uma aquisição de cada vez — um feito que impressionaria até mesmo aqueles de nós que o conhecem há muito tempo. O livro de Larry Cunningham é um

exame abrangente de muitas das lições que podem ser extraídas da experiência de Warren na construção de uma organização estruturada para prosperar por muito tempo no futuro.

Conheci Warren em 1969, por meio de um amigo da Harvard Business School que investia com ele. Soube na hora o quão afortunado eu era: Warren era a pessoa mais inteligente que eu já havia conhecido. Não demorou para que eu voasse até Omaha e o convidasse para integrar o conselho da Capital Cities Communications. Essa foi uma venda que não consegui fechar. Ele me disse que meu múltiplo era alto demais; eu disse que não era. Ele afirmou que não aceitaria ser conselheiro, mas se ofereceu, em vez disso, para ser um interlocutor, caso eu precisasse de alguém com quem trocar ideias. Acabei, então, com o melhor dos dois mundos possíveis: tinha o conselheiro mais valioso — que não era conselheiro. Quão sortudo alguém pode ser? E, aliás, para deixar registrado: eu estava certo sobre aquele múltiplo!

Lembro o que Warren me disse pouco antes da conclusão do negócio com a ABC. Ele me alertou de que minha vida tranquila como um empresário discreto e jogador de paddleball estava prestes a mudar. Minhas novas responsabilidades elevariam a aposta em muitos sentidos, grandes e pequenos, mas uma coisa era certa: como eu passaria a liderar uma rede de televisão, meu anonimato se tornaria coisa do passado. Estava pronto para uma mudança desse tamanho?

Ele talvez também devesse ter feito essa pergunta a si mesmo. A Capital Cities tornou-se ABC, Inc., e Warren finalmente passou a integrar nosso conselho. Sua presença mais frequente em Nova York e Washington — onde já fazia parte do conselho do Washington Post — o expôs à imprensa nacional e gerou cobertura midiática. Ele continuou recusando entrevistas e convites para palestras; mas o gênio havia saído da garrafa — e este gênio era carismático e tocava ukulele. Retrospectivamente, os que o conheciam bem compreendiam sua singularidade e seu apelo. Sua projeção nacional e o consequente interesse jornalístico não foram nenhuma surpresa.

Já se passaram quase três décadas desde que a Capital Cities adquiriu a ABC por US\$3 bilhões. Esse negócio — a maior fusão não relacionada ao setor de petróleo na época — foi ofuscado pelo tamanho das transações atuais. A base de negócios de Warren, nesse período, cresceu de forma ainda mais exponencial. A trajetória da Berkshire foi tão consistente e fluida que a própria transição profissional de Warren quase passou despercebida. O homem que começou sua vida empresarial como um precoce “caçador de ações” e investidor

se transformou no CEO de um dos maiores conglomerados empresariais do mundo. O livro de Larry Cunningham documenta esse desenvolvimento com precisão e, com os anos de experiência de Larry escrevendo sobre Warren e estudando os negócios da Berkshire, nos ajuda a entender como isso aconteceu.

As habilidades que diferenciavam Warren eram evidentes para todos nós que o conhecíamos naqueles primeiros anos. Ele havia me convidado a ligar quando precisasse de conselhos — e eu liguei. Logo passei a ter uma visão privilegiada da amplitude e da compreensão sofisticada que Warren tinha sobre o potencial de longo prazo de um negócio. Eu considerava nossas conversas uma espécie de curso de introdução a aquisições — algo que Warren poderia dar de olhos fechados. Naquela época, eu estava 100% focado no crescimento da Capital Cities. Tinha um grande parceiro, o saudoso Dan Burke, que comandava as operações da empresa, e a ajuda dele me dava tempo para sonhar. Warren fortalecia esses sonhos. Eu me dedicava a buscar estações de rádio e TV cada vez maiores, além de jornais e outros ativos que pudéssemos adquirir e melhorar. Warren fez isso em escala monumental na Berkshire, e com empresas dos mais diversos setores. Ele sempre esteve disponível quando eu precisava de uma segunda opinião. Aprendi muito com ele — e ele, generosamente, diz que também aprendeu comigo. No meu papel como membro do conselho da Berkshire Hathaway, ele continua me ensinando e me surpreendendo.

Warren é um estudioso do sucesso empreendedor e um homem que valoriza profundamente o modo como empresas são criadas e construídas — tijolo por tijolo — por pessoas com boas ideias, um impulso incalculável e caráter firme. Ambos defendemos uma filosofia de gestão descentralizada: contratar pessoas-chave com critério, delegar as decisões para os níveis mais próximos da operação e estabelecer princípios gerais, resistindo à tentação de se envolver nos detalhes. Em outras palavras, não se deve contratar um cachorro e tentar latir no lugar dele.

Descentralização, no entanto, não é uma solução mágica. Costumávamos lembrar a nós mesmos de que, no ambiente errado, caos e anarquia andam lado a lado com a descentralização. Uma contratação equivocada em nível sênior pode comprometer todas as decisões de contratação dali para frente. Todos nós já passamos por isso. Com sorte, tais erros de julgamento são poucos e rapidamente identificados. Se não forem... encerro aqui meu argumento.

A descentralização funcionou bem na Capital Cities porque a empresa era uma confederação frouxa de unidades operacionais pequenas e, em muitos casos, bastante dispersas. Mas, dadas as distâncias envolvidas, era fundamental

que os gestores soubessem exatamente o que esperávamos deles. Trabalhamos para que a consciência de custos se tornasse parte do DNA da empresa. Queríamos que os operadores tomassem suas próprias decisões e prometíamos avaliar o desempenho no longo prazo. Enfatizávamos essa filosofia básica — de autonomia do operador — em todas as reuniões de gestão, a ponto de os gerentes quase repetirem as palavras conosco. Toda grande reunião e todo relatório anual começava com o seguinte credo:

A descentralização é a pedra fundamental da nossa filosofia de gestão. Nossa objetivo é contratar as melhores pessoas que pudermos encontrar e dar a elas a responsabilidade e a autoridade de que precisam para desempenhar suas funções. As decisões são tomadas no nível local, de forma compatível com as responsabilidades básicas da gestão corporativa. Os orçamentos, definidos anualmente e revisados trimestralmente, têm origem nas unidades operacionais que por eles respondem. Esperamos muito de nossos gestores. Esperamos que sejam eternamente conscientes dos custos e que reconheçam e explorem o potencial de vendas. Mas, acima de tudo, esperamos que administrem suas operações como bons cidadãos e usem suas instalações para promover o bem-estar da comunidade.

Os princípios funcionavam na prática, e os gestores sentiam orgulho em manter os custos baixos. De fato, nas reuniões orçamentárias, era comum ver executivos competindo para ver quem era o mais eficiente em economizar. O controle de custos era a base da nossa cultura empresarial, e a partir daí construímos o restante. Dois outros elementos tornavam tudo isso possível. Um deles era o senso de propósito e o orgulho profissional que motivava nossos gestores. Eles assumiam a responsabilidade pelo resultado final e pelo sucesso e reputação de suas unidades. Levavam isso a sério e encontravam motivação na autonomia. O outro era o fato de que recompensávamos bem nossos gestores, com um sistema que reconhecia o desempenho e incentivava o compromisso de longo prazo com a empresa.

Então veio 1986 e a conclusão da fusão com a ABC. Havíamos quadruplicado o tamanho da empresa da noite para o dia. Agora, precisávamos avaliar a melhor forma de integrar as duas entidades rapidamente, cientes de que

enfrentaríamos mudanças drásticas na economia do setor. Fizemos alterações na gestão e começamos a ajustar o tamanho da força de trabalho. Iniciamos esse processo reunindo, poucos dias após o fechamento do negócio, os principais executivos das duas empresas em um encontro fora do escritório.

Warren participou e reforçou nossa filosofia de gestão em uma sessão de perguntas e respostas que se tornaria uma tradição anual. Cerca de duzentos gestores começaram a compreender as habilidades e características que distinguem o modo de pensar de Warren. Ele é um professor talentoso, capaz de tornar simples até os temas mais complexos. Os executivos ficaram impressionados com sua genialidade, seu senso de humor e sua capacidade de contextualizar questões e eventos na história. Perceberam que ele é pragmático e realista, mas, no fundo, um otimista. E sabia usar o humor com grande eficácia.

Ao falar sobre contratação, por exemplo, ele costumava dizer aos nossos executivos: “Vocês devem procurar três qualidades: integridade, inteligência e energia.” E o golpe final: “Se a primeira não estiver presente”, ele dizia, “as outras duas vão destruir você.”

A mensagem de Warren nesse aforismo é que o caráter dos colaboradores é essencial para construir uma empresa — e nós compartilhávamos essa visão. Ele compreendia que as mensagens essenciais precisam vir do topo, para que todos saibam o que é esperado. Estávamos alinhados, e uma das formas que escolhemos para comunicar isso foi por meio da leitura do nosso credo. O texto, que começava com “A descentralização é a pedra fundamental da nossa empresa...”, terminava com este pensamento:

Vocês ouviram muito sobre lucros. Vocês podem não cumprir o orçamento. Podem cometer erros, mas apenas erros honestos. Não há segunda chance na Capital Cities/ABC se vocês desonrarem a si mesmos e à empresa com ações ou atividades antiéticas ou desonestas.

Se eu fosse um jovem — homem ou mulher — este é o tipo de empresa para a qual eu gostaria de trabalhar e com a qual gostaria de crescer. Espero que vocês sintam o mesmo.

Os valores que buscamos cultivar na Capital Cities e na ABC são semelhantes àqueles que tendem a caracterizar a Berkshire Hathaway e suas subsidiárias. À distância, pode parecer que os negócios diversificados da

Berkshire são muito diferentes entre si. Mas, como o livro de Larry mostra, embora atuem em setores variados, essas empresas são unidas por certos valores fundamentais, como autonomia gerencial, espírito empreendedor, frugalidade e integridade. Isso não é por acaso.

Warren quer trabalhar com pessoas que ele respeita e admira. Isso é muito importante para ele. Acima de tudo, ele busca empresas cujas lideranças compartilhem seus valores — e tem solidificado esses valores por toda a organização da Berkshire Hathaway.

Essa conquista, como demonstra este livro, contribui significativamente para a solidez da empresa e sua durabilidade ao longo do tempo.

Tom Murphy

# PRÓLOGO

Comecei a pesquisar para escrever este livro depois que os elogios generalizados a Warren Buffett passaram a soar paradoxais: seu objetivo sempre foi construir a Berkshire Hathaway como uma corporação duradoura, e ainda assim até mesmo seus maiores admiradores afirmam que a empresa não sobreviverá sem ele.<sup>1</sup> O tema foi discutido na reunião anual da Berkshire Hathaway de 2013. Como acionista da Berkshire há duas décadas e editor de *The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*, publicado pela primeira vez em 1997, eu tinha conhecimento suficiente para acreditar no futuro da Berkshire, mas fiquei intrigado com aqueles que o questionavam.

Embora muito já tenha sido escrito sobre Buffett como pessoa e como investidor, há pouquíssimo material tratando da Berkshire como instituição. Minha hipótese era a de que a Berkshire possui características próprias e uma cultura corporativa sólida que sobreviverá a Buffett. Entendi que, para identificar e explicar essa cultura, seria necessário ir além da superfície já conhecida da filosofia de Buffett — adquirir empresas excelentes geridas por executivos excepcionais. Eu precisaria começar pelo topo, mas examinar também cada parte, em especial as cinquenta subsidiárias diretas mais relevantes da Berkshire.<sup>2</sup>

Também comprehendia que talvez não encontrasse o que procurava. Talvez não houvesse uma cultura Berkshire, nem pontos em comum entre as subsidiárias. Conglomerados não têm, necessariamente, culturas corporativas discerníveis — especialmente quando cada subsidiária opera de forma independente ou quando a lógica do grupo para aquisições é tão simples quanto comprar um bom negócio por um preço justo.

Cultura corporativa pode ser um mistério mesmo nas empresas mais simples; no caso da Berkshire, entendê-la pode parecer algo tão complexo quanto explicar os anéis de Saturno. No início do trabalho, enfrentei esse desafio

examinando minuciosamente as publicações da Berkshire e de Buffett em busca de vestígios de cultura corporativa. Vasculhei os relatórios anuais da empresa e as cartas de Buffett aos acionistas, especialmente aquelas que tratam das subsidiárias, suas histórias e lideranças. Examinei também todos os comunicados de imprensa da Berkshire, principalmente os que anunciam aquisições, além das declarações que, há décadas, figuram em todos os relatórios anuais da empresa sobre seu credo (chamado de “princípios empresariais voltados ao acionista”) e seus critérios de aquisição. Esses materiais me forneceram os primeiros contornos da cultura da Berkshire vista do nível da controladora.

Depois, voltei-me às subsidiárias. Para aquelas que já haviam sido companhias abertas, analisei os documentos apresentados à Securities and Exchange Commission, com atenção especial às informações sobre sua venda para a Berkshire. Li livros que perfilam as subsidiárias, seus fundadores e executivos seniores. Entre esses estavam autobiografias, biografias e históricos institucionais elaborados pelas próprias empresas. Estudei dezenas de verbetes encyclopédicos elaborados por arquivistas independentes, além de perfis dispersos em capítulos de uma dúzia de livros de referência sobre Buffett. Complementei toda essa pesquisa — que incluía tanto perspectivas elogiosas quanto críticas — com entrevistas e questionários escritos com dezenas de executivos e conselheiros atuais e antigos das subsidiárias da Berkshire, bem como com centenas de acionistas.

As pistas logo começaram a se acumular e um padrão emergiu: ao analisar cada subsidiária, os mesmos traços passaram a aparecer repetidamente — no total, nove. Nem toda subsidiária apresentava os nove, mas muitas apresentavam todos, e a maioria revelava ao menos cinco desses traços.<sup>3</sup> Além disso, os traços compartilhavam uma característica comum: todos eram valores intangíveis que os gestores conseguiam transformar em valor econômico. Um retrato da cultura da Berkshire se cristalizou. Trata-se de uma cultura distintiva, duradoura — e exclusiva da Berkshire. E mais: acredito que é justamente essa cultura que permitirá à empresa continuar existindo após a saída de Buffett.

Aqui está um roteiro do conteúdo deste livro. A introdução traça um panorama geral da cultura da Berkshire e descreve o que chamo de “o valor dos valores” — a prática de transformar valores intangíveis em valor econômico. A Parte I retorna às origens pouco promissoras da Berkshire, a primeira década que lançou as bases para a cultura que seria formada. Em seguida, destaca a extraordinária diversidade atual da Berkshire e revisita o conceito de cultura

corporativa que sustenta essa diversidade. Ao longo do caminho, encontramos perfis culturais de algumas subsidiárias da Berkshire.

Na Parte II, cada traço é analisado e ilustrado, apresentando as histórias culturais das subsidiárias da Berkshire e mostrando como elas se encaixam na cultura mais ampla da empresa. A maioria desses capítulos destaca várias subsidiárias e histórias relacionadas para exemplificar um único tema. No entanto, traços comuns e disseminados não podem ser suprimidos, e por isso cada capítulo sugere temas que são desenvolvidos explicitamente em outros. As histórias ilustram desafios e retrocessos, lado a lado com forças e conquistas associadas a determinados traços. Juntas, demonstram o valor econômico singular da cultura da Berkshire — um valor que seria tolice desperdiçar.

Os capítulos finais da Parte II apresentam outras empresas icônicas que continuaram existindo mesmo após a saída de fundadores idolatrados. O penúltimo capítulo traça uma analogia entre a Berkshire e sua subsidiária Marmon Group — outro conglomerado construído por personalidades singulares (os irmãos Jay e Robert Pritzker) e que muitos acreditavam que não sobreviveria após a morte de seus fundadores. O último capítulo da Parte II examina algumas das empresas de capital aberto nas quais a Berkshire possui participação minoritária — menos significativas do ponto de vista econômico e cultural, mas que merecem ser observadas para entendermos o que suas culturas revelam sobre a cultura da própria Berkshire. Muitas delas demonstram como grandes instituições podem transcender as personalidades que as definiram — como o Walmart após Samuel Walton ou a Washington Post Company após Katherine Graham.

A Parte III enfatiza que mesmas culturas corporativas fortes raramente se sustentam sozinhas — portanto, será necessário um reinvestimento contínuo na cultura da Berkshire. Buffett construiu uma instituição que *pode* sobreviver a ele, desde que seus sucessores a preservem.

Segundo um plano de sucessão em várias etapas, o espólio de Buffett continuará, por muitos anos, sendo o acionista controlador da Berkshire, transferindo gradualmente suas ações para organizações filantrópicas; somado a um grande bloco de acionistas da Berkshire com mentalidade semelhante, esse modelo de propriedade ajudará a sustentar a empresa, resistindo a pressões por resultados de curto prazo.

Os investimentos e as operações serão geridos por líderes escolhidos entre executivos atuais da Berkshire, todos competentes e experientes, embora assumam funções mais desafiadoras do que aquelas enfrentadas por Buffett

— considerando seu envolvimento direto em cada passo da construção da empresa.

A Parte III extrai aprendizados para os sucessores de Buffett e apresenta lições da experiência da Berkshire para quem está fora dela — incluindo empresas que gostariam de seguir o modelo da Berkshire.

As pessoas questionam a capacidade de continuidade da Berkshire pelas razões erradas. A força da cultura da Berkshire oferece segurança interna mais que suficiente para sua perpetuação. A maior ameaça à sua permanência como um conglomerado de capital aberto excepcional é externa — principalmente o foco no curto prazo. Pressões dessa natureza existiriam independentemente de Buffett ter se aposentado ontem ou continuar trabalhando para sempre.

Este livro é, em essência, um testemunho da construção de uma cultura corporativa admirável — concluído com novas questões sobre forças externas que podem colocá-la em risco.

Nova York, Nova York  
Outubro de 2014

# INTRODUÇÃO

**A** Berkshire Hathaway é um “acaso”. Ninguém a planejou. Nunca houve um plano estratégico. Com muitas características incomuns — de sua governança à sua filosofia —, a Berkshire é única na história corporativa. E, partindo de origens modestas em 1965, tornou-se uma das maiores corporações que o mundo já conheceu.

A empresa e seu líder icônico, Warren E. Buffett, ficaram famosos por sua astúcia em selecionar ações ao longo dos anos 1990, adquirindo participações minoritárias lucrativas em companhias de capital aberto como American Express, Coca-Cola, The Washington Post Company e Wells Fargo. Hoje, a Berkshire é um enorme conglomerado com empresas de capital fechado atuando em todos os ramos do comércio, finanças e indústria. Por exemplo, a Berkshire é dona da segunda seguradora de automóveis mais popular dos Estados Unidos (GEICO), de uma das maiores ferrovias transcontinentais da América do Norte (Burlington Northern Santa Fe), de duas das maiores resseguradoras do mundo (Gen Re e National Indemnity), de uma fornecedora global de energia (Berkshire Hathaway Energy, anteriormente chamada MidAmerican Energy) e de líderes em setores tão distintos quanto diamantes e casas móveis.

Se a Berkshire fosse um país e suas receitas representassem seu produto interno bruto (PIB), estaria entre as cinquenta maiores economias do mundo, rivalizando com Irlanda, Kuwait e Nova Zelândia. Se fosse um estado norte-americano, a Berkshire ocuparia a trigésima posição, ao lado de Iowa, Kansas e Oklahoma. Suas subsidiárias empregam mais de 300 mil pessoas — aproximadamente a população de Pittsburgh. Entre as corporações americanas, a Berkshire Hathaway só é superada por um punhado de gigantes do porte da ExxonMobil e do Walmart (ambos com participações minoritárias detidas pela própria Berkshire). Somente o caixa da empresa — US\$40 bilhões ou mais nos

últimos anos — supera o total de ativos de todas as corporações americanas, excetuando-se apenas as cem maiores.

A Berkshire superou o desempenho do mercado acionário mais amplo em 80% do tempo, muitas vezes com margens de dois dígitos. Até 2013, seu ganho médio anual foi de 19,7%, mais do que o dobro do índice Standard & Poor's 500, um indicador representativo das ações de companhias abertas. Com um valor de mercado de US\$300 bilhões, a Berkshire gerou uma riqueza considerável — direta e indiretamente — para funcionários, clientes, fornecedores e outros terceiros interessados. Graças à Berkshire, Buffett tornou-se um megabilionário, e seus companheiros acionistas em multimilionários e bilionários.<sup>1</sup> As subsidiárias da Berkshire também foram responsáveis por milhares de novos milionários — e não apenas entre fundadores ou executivos seniores.<sup>2</sup> Cidadãos comuns acumularam grandes fortunas graças às diversas oportunidades de negócios que essas empresas proporcionam: distribuidores de tintas Benjamin Moore, gerentes de centrais de vendas da Clayton Homes,<sup>3</sup> franqueados dos restaurantes Dairy Queen,<sup>4</sup> consultoras de cozinha da Pampered Chef<sup>5</sup> e vendedores diretos dos produtos fabricados pelas empresas do grupo Scott Fetzer, como os aspiradores Kirby, enciclopédias World Book e facas Ginsu.

Apesar das conquistas expressivas da Berkshire, permanece o mistério de como ela funciona com tanto sucesso, considerando sua composição extremamente diversa de subsidiárias. À primeira vista, parece não haver qualquer traço comum entre elas. Além de seu portfólio de participações minoritárias em dezenas de companhias abertas, a Berkshire é proprietária integral de cinquenta subsidiárias diretas significativas, que, por sua vez, controlam outras duzentas empresas. O império corporativo da Berkshire abrange mais de quinhentas entidades envolvidas em centenas de ramos de atividade diferentes (uma lista completa encontra-se no apêndice deste livro).

A maioria é de baixa tecnologia, como a Acme Brick, que fabrica e distribui tijolos, enquanto outras são de alta tecnologia, como a FlightSafety, que utiliza simuladores de voo sofisticados para treinar pilotos comerciais, e a MiTek, que fabrica dispositivos de engenharia avançada para a indústria da construção. Algumas, como Gen Re e National Indemnity, oferecem serviços financeiros sofisticados a corporações multinacionais como a Ford Motor Company e a PepsiCo, enquanto outras, como a Clayton Homes, concedem empréstimos simples para americanos de classe média adquirirem casas pré-fabricadas.

Dentro da Berkshire, há vários conglomerados internos, como o Marmon Group e a Scott Fetzer — o primeiro atuando em mais de cem ramos de atividade —, além de muitas empresas familiares de pequeno porte, como a Fechheimer Brothers, que fabrica uniformes policiais e também uma linha de roupas esportivas da Berkshire Hathaway.

Por mais diversas que sejam, um exame atento das subsidiárias da Berkshire e dos objetivos da empresa ao adquiri-las revela traços comuns distintos. O filtro mais importante que a Berkshire aplica ao avaliar uma possível aquisição é se a empresa possui mecanismos para proteger sua capacidade de gerar lucros. Especialistas em gestão chamam isso de “barreiras à entrada”, que dificultam que concorrentes ganhem participação de mercado. O professor Michael Porter cunhou o termo *sustainable competitive advantage* (vantagem competitiva sustentável) para expressar uma ideia semelhante sobre a durabilidade do valor de um negócio.<sup>6</sup> Buffett recorre a uma imagem medieval, comparando uma empresa a um “castelo” e essas barreiras e vantagens a “moats”, os fossos com água cavados ao redor dos castelos para protegê-los contra invasores. Um traço comum dominante nas subsidiárias da Berkshire é que todas têm um moat.

Na Berkshire, as barreiras à entrada são fortes em empresas como a Burlington Northern Santa Fe Railway e a Berkshire Hathaway Energy, cujas operações são tão caras de replicar que configuram verdadeiros “monopólios naturais” — aqueles em que a sociedade se beneficia mais se o serviço for prestado por um único operador, dado que o investimento necessário é enorme em relação ao retorno. Outras empresas da Berkshire mantêm vantagens competitivas por meio de relacionamentos estreitos com os clientes. Por exemplo, os químicos da Lubrizol colaboram com fabricantes de equipamentos e clientes do setor petrolífero no desenvolvimento de novos produtos, enquanto os especialistas em logística da McLane, atacadista e distribuidora, atuam lado a lado com seus clientes do varejo na operação das lojas. A lealdade à marca é o moat da Brooks (tênis de corrida), Fruit of the Loom (roupas íntimas), Justin (botas country), NetJets (serviços de propriedade compartilhada de aeronaves) e See’s (balas e chocolates).

Todo negócio precisa de um moat para sobreviver e prosperar. A Berkshire também precisa ter um para superar concorrentes em aquisições e investimentos. Se cada subsidiária da Berkshire deve ter um moat, a pergunta inevitável é: qual é o moat da Berkshire? Uma resposta tentadora é: Warren Buffett. O argumento que apresentarei neste livro, porém, é que há muito mais

do que isso. Faz sentido: a mortalidade impede que uma pessoa seja um moat, pois isso não constituiria uma vantagem durável.

Alguns veem a identidade de Buffett como um fator negativo para o futuro da Berkshire. Por exemplo, a agência de classificação de risco Fitch há muito tempo aponta como um risco o fato de Buffett ser um “homem-chave” e de que a “capacidade da Berkshire de identificar e adquirir empresas operacionais atrativas está intimamente ligada a Buffett”.<sup>7</sup> Quando não se consegue separar a identidade de uma empresa de seu líder, a durabilidade da empresa torna-se questionável.<sup>8</sup>

Pelo contrário — uma empresa muitas vezes comprova sua sustentabilidade justamente ao prosperar por meio da sucessão de líderes seniores, mesmo daqueles considerados icônicos. A Burlington Northern Santa Fe (BNSF), uma fusão cuja origem remonta a 1849, é um exemplo disso. Um de seus primeiros líderes foi o magnata ferroviário do século XIX James J. Hill, que defendia que uma empresa só alcança “valor permanente” quando “deixa de depender da vida ou do trabalho de qualquer indivíduo em particular”.<sup>9</sup>

Exemplos não faltam entre a dúzia de empresas familiares multigeracionais que fazem parte das subsidiárias da Berkshire. Elas incluem empresas já em sua quinta ou quarta geração, e muitas em sua terceira ou segunda. Trata-se de uma concentração impressionante de longevidade, considerando que a maioria dos negócios familiares fracassa: apenas 30% chegam à segunda geração, 15% à terceira e só 4% à quarta.<sup>10</sup>

As transições de liderança não precisam ser suaves para atestar a durabilidade de uma empresa. Diversas subsidiárias da Berkshire tiveram alta rotatividade no cargo principal, tanto antes quanto depois de serem adquiridas. Em tempos recentes, sob a propriedade da Berkshire, houve diversas trocas abruptas de CEOs num intervalo de poucos anos em empresas como Benjamin Moore, Gen Re e NetJets, entre outras. Citando um executivo mais recente da BNSF, ao refletir sobre as provações enfrentadas pela companhia ao longo de um século e meio: “É uma empresa maravilhosa, e o fato de ter sobrevivido a tanta coisa e ainda ocupar a posição em que está é um tributo a quão boa ela realmente é às pessoas que a compõem.”<sup>11</sup>

Portanto, o moat da Berkshire não pode ser Warren Buffett. Uma possibilidade tentadora, então, seriam o poder e os recursos financeiros das seguradoras da Berkshire. Elas, de fato, contam com moats consideráveis — a GEICO por ser a seguradora de automóveis com menor custo, e a Gen Re e a National Indemnity por sua reputação em subscrição prudente de riscos e

imensa solidez financeira. Todas elas geram volume de prêmios bem acima dos sinistros pagos. Isso produz recursos disponíveis para investimento a custo zero — chamados de *float*, já que os prêmios ficam em posse da seguradora até que os sinistros sejam pagos.

Por outro lado, nenhuma seguradora está imune a catástrofes, e tanto a GEICO quanto a Gen Re já enfrentaram dificuldades graves em suas histórias. Ainda assim, as seguradoras são impressionantes, e o float que geram fornece capital abundante para investir tanto em outras subsidiárias da Berkshire quanto em ações de outras empresas. Mas as seguradoras *contribuem* para o moat da Berkshire — elas não o definem.

Da mesma forma, os investimentos em ações da Berkshire ampliam seu moat, mas não o constituem, pois, mesmo sem eles, a Berkshire ainda seria formidável. Suas expressivas participações de longo prazo em ações ordinárias já representaram uma grande parcela de sua estrutura financeira, mas hoje correspondem apenas a uma fração (um quinto dos ativos, um décimo das receitas).<sup>12</sup> Além disso, apesar da permanência de muitas dessas posições, a Berkshire não controla essas investidas como controla suas subsidiárias. A Berkshire ainda mantém todas as subsidiárias adquiridas desde 1970; entre as centenas de ações que já figuraram em seu portfólio ao longo dos anos, algumas nem existem mais (como a F. W. Woolworth), outras foram incorporadas (como a Beatrice Foods e a General Foods), e muitas posições acionárias foram vendidas (como Freddie Mac, McDonald's e The Walt Disney Company). Os investimentos robustecem a fortaleza da Berkshire, mas, assim como ocorre com as seguradoras, são apenas parte da história.

Qual é, então, o moat da Berkshire? A resposta: sua cultura corporativa distinta. Nas últimas cinco décadas, a Berkshire adquiriu um grupo de subsidiárias integralmente controladas, de uma variedade estonteante, mas unidas por um conjunto de valores essenciais e distintivos. O resultado é uma cultura corporativa como nenhuma outra. E este é o moat da Berkshire.

A cultura da Berkshire agrega valor em suas aquisições empresariais, o que reforça sua posição competitiva frente a outros compradores. Um exemplo, entre muitos, ocorreu em 1995, quando a Berkshire adquiriu a RC Willey, uma varejista de móveis de propriedade familiar, por um preço 12,5% inferior ao de uma oferta concorrente; a Berkshire pagou US\$175 milhões, *vencendo* propostas que ultrapassavam US\$200 milhões.<sup>13</sup> Os proprietários escolheram a Berkshire por seus valores culturais, incluindo a reputação de integridade, a

forma como concede autonomia operacional aos gestores e o compromisso de manter para sempre as subsidiárias que adquire.<sup>14</sup>

A troca de valores é uma via de mão dupla. Em 2011, a Berkshire adquiriu a Burlington Northern Santa Fe Railway, então uma empresa de capital aberto amplamente distribuído e integrante do índice S&P 500 (substituída pela Berkshire após a aquisição). Pagou US\$100 por ação, embora Buffett afirmasse que o valor justo era mais próximo de US\$95.<sup>15</sup> Muitos observadores ficaram perplexos, mas o valor dos valores explica essa diferença de 5%. Quando compradores e vendedores valorizam um mesmo conjunto de intangíveis — como fazem a Berkshire e suas subsidiárias —, a consequência é uma faixa de preço mais ampla dentro da qual a transação pode ser realizada.<sup>16</sup>

É comum, em aquisições corporativas, alcançar um acordo sobre preço por meio da compreensão cuidadosa dos objetivos de cada parte. Se as duas partes não conseguem concordar com o preço, por exemplo, o vendedor pode propor reter certas obrigações contingentes, ou o comprador pode sugerir excluir determinados ativos de propriedade intelectual (como patentes). Dadas as diferentes avaliações desses elementos — diferentes apetite por risco e perfil de retorno —, esse tipo de barganha pode viabilizar o acordo sobre o preço.<sup>17</sup>

A Berkshire, por outro lado, cria cenários em que intangíveis substituem o dinheiro. Benjamin Graham — patriarca intelectual de Buffett e autor de renomadas obras sobre investimentos — ensinou a Buffett a buscar investimentos cujo preço estivesse significativamente abaixo do valor, proporcionando uma margem de segurança.<sup>18</sup> Preço é o que se paga; valor é o que se recebe, geralmente medido por lucro ou patrimônio líquido.

No caso da Berkshire, é preciso ampliar o lado do valor na equação, indo além dos lucros e patrimônio líquido, para incluir os traços culturais intangíveis. As pessoas atribuem valores diferentes a essas coisas — assim como compradores e vendedores avaliam de forma distinta passivos contingentes ou tecnologias patenteadas.

A Berkshire merece reconhecimento por essa conquista na criação de valor. É como se Buffett tivesse percebido que aplicar a equação preço–valor com margem de segurança, nos moldes de Graham, deixava um universo pequeno de aquisições possíveis. Então, ele aperfeiçou um modelo de negócios no qual o componente *valor* é ampliado. Isso permite à Berkshire pagar um preço menor por um determinado valor ou aceitar pagar um prêmio, dependendo do apetite relativo e do perfil de risco-retorno.

Embora Buffett tenha aperfeiçoado esse modelo na Berkshire, o valor desses valores transcende qualquer indivíduo. As subsidiárias da Berkshire também se beneficiam economicamente de seus valores intangíveis, como demonstram suas histórias neste livro, e os valores compartilhados entre elas formam uma cultura corporativa distinta e duradoura na Berkshire.

Amostra

Amostra

# PARTE I

Amostra

Amostra

## ORIGENS

**E**m 1956, Warren Buffett, então com vinte e seis anos, fundou a Buffett Partnership Ltd., uma firma de investimentos operando a partir de sua cidade natal, Omaha. Sua filosofia era encontrar empresas cujo preço estivesse abaixo do valor patrimonial contábil; tais oportunidades de barganha eram comuns naquela época e geravam ganhos, embora várias dessas empresas acabassem fracassando por não possuírem vantagens competitivas duráveis. Uma dessas empresas, da qual Buffett assumiu o controle em 1965, foi a Berkshire Hathaway, Inc.

Na época da aquisição, a Berkshire Hathaway era uma fabricante têxtil da Nova Inglaterra. Era resultado de uma fusão ocorrida em 1955 entre duas empresas com origens no final do século XIX — a Berkshire Fine Spinning Associates, uma aglutinação de empresas têxteis realizada em 1929, incluindo a Berkshire Cotton Manufacturing Company, fundada em 1889, e a Hathaway Manufacturing, fundada em 1888. Com a fusão de 1955, o controle da Berkshire Hathaway passou a ser compartilhado por duas famílias, os Chace e os Stanton, que haviam sido proprietários das empresas originais por gerações.

Essas empresas foram, em tempos anteriores, fabricantes têxteis de destaque, mas enfrentavam ataques competitivos crescentes, em grande parte devido ao menor custo da mão de obra — primeiro no sul dos Estados Unidos e, depois, no exterior. A Berkshire Hathaway sobreviveu cortando custos, o que incluiu o fechamento de instalações e a demissão de trabalhadores. Os Stanton, especialmente os irmãos Otis e Seabury, brigavam entre si e entravam em conflito com os Chace quanto à estratégia, como por exemplo o quanto reinvestir em um negócio em dificuldades.

Suas ações, com baixa liquidez no mercado, eram negociadas por um valor entre um terço e metade do valor patrimonial contábil; em 1965, esse valor

patrimonial era de US\$19,24 por ação, ou US\$22 milhões para a empresa inteira.

Buffett ouviu falar pela primeira vez da Berkshire uma década antes, enquanto trabalhava para seu mentor, Benjamin Graham, na firma de investimentos Graham-Newman. Buffett adquiriu uma participação pessoal na Berkshire Hathaway em 1962, e corretores o alertaram sobre oportunidades de comprar blocos maiores de ações a preços abaixo de US\$8 por ação. A Berkshire recomprou ações periodicamente, e Buffett imaginou que poderia comprar um bloco dessas ações com desconto e lucrar revendendo a um preço mais alto quando a Berkshire voltasse a recomprar. Quando a ação era negociada por menos de US\$10, Seabury Stanton perguntou por quanto Buffett venderia seu bloco; Buffett respondeu US\$11,50. Seabury pediu que Buffett prometesse vender se a empresa fizesse uma oferta nesse valor, e Buffett concordou. Achando que haviam fechado um acordo, Buffett parou de comprar ações. Portanto, quando pouco tempo depois a empresa ofereceu US\$11,38, Buffett se sentiu ludibriado.

Como resposta, Buffett virou o jogo: comprou mais ações e convenceu Otis Stanton e, por fim, Seabury Stanton a venderem para ele também. Nesse ponto, Buffett decidiu conhecer melhor seu investimento. Visitou as fábricas da Berkshire, fez um tour pelas instalações e entrevistou os gestores — práticas convencionais entre compradores de empresas, mas que Buffett raramente repetiria ao longo de sua carreira. Ele aprendeu sobre manufatura têxtil e passou a admirar o talento de seu guia, o vice-presidente de manufatura Kenneth V. Chace (cujo sobrenome é coincidência; ele não tinha relação com os antigos proprietários da família Chace). Quando a Buffett Partnership obteve participação majoritária nas ações da Berkshire, os Stanton renunciaram à gestão. Buffett foi eleito diretor, e o conselho nomeou Ken Chace como presidente.

A imprensa local retratou a aquisição da Berkshire Hathaway por Buffett como uma tentativa de aquisição hostil, alimentando rumores de que ele era um *takeover artist* (especialista em assumir o controle de empresas) disposto a acelerar a liquidação da empresa em dificuldades. Buffett rejeitava a reputação de liquidante e fez questão de não agir como tal. Ainda assim, as operações têxteis da Berkshire continuaram a declinar por anos, à medida que as forças da globalização pressionavam o setor. Concorrentes transferiam a produção para o exterior, onde os custos de mão de obra eram baixos e o transporte de exportação barato, graças aos contêineres intermodais cada vez mais versáteis.

Mesmo com cortes de custos corporativos e aceitando prejuízos para os acionistas, a Berkshire foi forçada a reduzir gradualmente suas operações ao longo dos anos 1970, até que Buffett finalmente encerrou de vez as fábricas em 1985.

A aquisição da Berkshire foi uma grande experiência de aprendizado para Buffett — aprendizado sobre o que *não* fazer. A partir de então, ele estabeleceu como política da Berkshire nunca realizar aquisições hostis e prometeu jamais liquidar uma subsidiária adquirida. Como regra, a Berkshire só adquiriria empresas com uma gestão de alto nível já instalada, para evitar ter de reorganizar a liderança. Acima de tudo, a Berkshire buscaria negócios com valor econômico de longo prazo, e estaria disposta a pagar um preço justo por eles. A angústia de encerrar as operações têxteis consolidou o compromisso de Buffett com a permanência. Em meados da década de 1980, a Berkshire se desfaria de alguns outros negócios fracassados que a Buffett Partnership havia adquirido no início — como as redes de lojas de departamento Diversified Retailing, Associated Retail Stores e Hochschild Kohn —, mas depois disso renunciaria definitivamente a essa prática.

Buffett diz que teria saído muito mais lucrativo se jamais tivesse ouvido falar da Berkshire Hathaway. Mas as lições aprendidas com essa primeira aquisição deixaram uma marca indelével naquilo que a empresa viria a se tornar.

Embora a operação têxtil da Berkshire Hathaway continuasse a se deteriorar após 1965, Buffett, ao mesmo tempo, estava construindo o que se tornaria uma força na indústria de seguros, uma fortaleza no campo dos investimentos e o conglomerado mais incomum da história. Em 1967, a Berkshire adquiriu duas companhias de seguros com sede em Omaha — a National Indemnity Company (NICO) e a National Fire & Marine Insurance Company — por um total de US\$8,5 milhões. Essas operações de seguros forneciam uma fonte de capital, já que os clientes pagam prêmios que a seguradora mantém até serem necessários para cobrir sinistros. Como investidor, Buffett valorizava intensamente essa fonte de capital, conhecida como *float*. Nas cinco décadas seguintes, a Berkshire utilizaria o *float* de três maneiras: para reinvestir e expandir as operações de seguros, para comprar participações minoritárias em grandes empresas e para adquirir subsidiárias integralmente.

Durante os anos 1970, a Berkshire utilizou grande parte do *float* gerado pela NICO e outras seguradoras para expandir suas operações de seguros, incluindo a aquisição de uma participação minoritária na Government Employees Insurance Company (GEICO). Para reforçar sua base de capital e ampliar sua

presença no mercado de apólices, a Berkshire fundou ou adquiriu diversas outras companhias de seguros — todas as quais permanecem ativas até hoje.<sup>1</sup>

Mas o setor de seguros não era o único interesse de Buffett. Entre as primeiras aquisições não relacionadas a seguros feitas pela Berkshire estava a Sun Newspapers of Omaha, Inc., um grupo de jornais semanais da região, adquirido em 1969. O comando da empresa ficou a cargo de Stanford Lipsey, também morador de Omaha e amigo da família Buffett. Embora a empresa jamais tenha sido financeiramente relevante, trouxe prestígio à Berkshire.<sup>2</sup> Em 1973, a Sun conquistou o Prêmio Pulitzer por uma série de reportagens sobre a Boys Town, o orfanato nos arredores de Omaha imortalizado pelo filme homônimo de 1938, estrelado por Spencer Tracy no papel de seu fundador visionário, o padre Edward J. Flanagan.

O orfanato ocupava um extenso campus de internato, viabilizado por campanhas de arrecadação incansáveis que promoviam tanto a nobre missão da instituição quanto sua suposta pobreza crônica. Em 1972, muitos conheciam seu excelente programa educacional, mas poucos faziam ideia de que o fundo patrimonial da escola superava US\$200 milhões.<sup>3</sup> O público só tomou conhecimento dessa realidade — e da má gestão associada a ela — graças ao trabalho investigativo do *Sun Newspapers*.

O setor de jornais também esteve entre os primeiros investimentos da Berkshire em ações ordinárias (também chamadas de Classe A). Em 1973, a Berkshire adquiriu uma participação minoritária na Washington Post Company, uma holding controlada pela família Graham e nomeada a partir do jornal metropolitano que possuía. A matriarca da família, Katherine (“Kay”) Graham, havia aberto o capital da empresa em 1971 com a venda de ações Classe B, em grande parte adquiridas por seus funcionários.

Comprando blocos dessas ações no mercado aberto, Buffett assegurou a Graham que respeitava as tradições da família e sua gestão, e que não desejava interferir em nenhuma delas.<sup>4</sup> Nas décadas seguintes, os dois desenvolveram uma relação que pode ser vista como um modelo entre um acionista astuto e uma gestora orientada ao longo prazo. Graham buscava os conselhos de Buffett, e ele respaldava suas decisões.<sup>5</sup>

Em etapas ao longo do início da década de 1970, a Berkshire fez outro investimento importante e definidor ao adquirir a maioria das ações da Blue Chip Stamps. A empresa tinha algo em comum tanto com o negócio têxtil da Berkshire quanto com suas companhias de seguros. Como as seguradoras, gerava *float*; como o negócio têxtil, estava em processo de decadência.

Os selos comerciais eram uma estratégia de marketing popular nas décadas de 1950 e 1960. Empresas como a Sperry & Hutchinson (S&H) Green Stamps e a Blue Chip vendiam selos para varejistas — como postos de gasolina e supermercados —, que os distribuíam aos clientes proporcionalmente ao valor das compras. Os clientes acumulavam os selos e depois os trocavam por uma seleção de bens de consumo, como cafeteiras e torradeiras. As empresas de selos recebiam dinheiro dos varejistas antecipadamente, mas só arcavam com os custos dos prêmios no momento da troca, o que gerava um *float* disponível para investimento.

Um grupo de varejistas da Califórnia fundou a Blue Chip como uma alternativa à S&H, e logo monopolizou o mercado do estado. Concorrentes, incluindo a própria S&H, moveram ações por perdas e danos, e o governo obrigou a empresa a vender boa parte de sua participação acionária para terceiros não relacionados. Isso transformou a Blue Chip em uma oportunidade de investimento para muitos, incluindo não apenas Buffett, mas também o gestor de uma firma de investimentos californiana, Charles T. (“Charlie”) Munger — um polímata que, em 1962, também cofundou um escritório de advocacia sediado em Los Angeles, hoje o respeitado Munger, Tolles & Olsen.<sup>6</sup>

Buffett, por meio da Berkshire e de outros veículos, tornou-se o maior acionista da Blue Chip, sendo a sociedade de Munger o segundo maior acionista da empresa.<sup>7</sup>

Graças aos respectivos investimentos na Blue Chip, Buffett e Munger tornaram-se parceiros funcionais de negócios e iniciaram uma amizade para a vida toda. Munger, nascido em Omaha e então residente em Pasadena, Califórnia, contribuiu para a cultura da Berkshire desde o início. Incentivou Buffett a adotar uma visão de longo prazo para oportunidades de negócios, em vez da abordagem de caça a pechinchas que Buffett praticava em sua carreira inicial. Munger aconselhava que era melhor comprar um bom negócio por um preço justo do que um negócio mediano por um bom preço. Além disso, Munger adotava uma abordagem mais qualitativa ao investimento do que Buffett até então, levando em conta não apenas a análise estatística dos números do balanço e dos lucros, mas também fatores intangíveis, como empreendedorismo, integridade e reputação.

Os retornos sobre os investimentos na Blue Chip foram razoáveis nos primeiros anos, depois que as ações judiciais foram resolvidas, e a empresa continuou a gerar um *float* modesto.<sup>8</sup> Mas o modelo de negócios foi perdendo

força à medida que os gostos dos consumidores e o ambiente econômico mudavam. As pessoas perderam o interesse por colecionar e resgatar selos,<sup>9</sup> enquanto a inflação galopante e os preços da gasolina levavam os varejistas a focar em preços mais baixos, e não em benefícios caros.<sup>10</sup> Com o tempo, o negócio da Blue Chip foi encerrado conforme os varejistas deixavam de comprar selos, embora a empresa tenha permanecido aberta por décadas para permitir que os clientes resgatassem os selos pendentes. A Berkshire incorporou a Blue Chip à sua estrutura corporativa por meio de uma fusão, e ela se tornou uma relíquia da história americana — e da história da própria Berkshire. Mas, enquanto esteve ativa, a Blue Chip desempenhou um papel fundamental em um trio de aquisições que lançaria as bases da cultura da Berkshire: See's Candies, Wesco Financial e o *Buffalo News*.

\*\*\*

Em 1971, um executivo da Blue Chip Stamps, William Ramsey, ligou para Buffett com uma possível candidata à aquisição: a See's Candies.<sup>11</sup> Buffett pediu que Ramsey ligasse para Munger, que gostou da ideia de adquirir uma empresa de chocolates com marca consolidada e clientes fiéis ao longo de todo o estado da Califórnia.

O negócio familiar, então em sua terceira geração, remontava a 1921, quando Charles A. See se mudou do norte do Canadá para o sul da Califórnia em busca de uma vida melhor.<sup>12</sup> Um incêndio havia destruído sua farmácia, e uma breve passagem como vendedor de chocolates o convenceu a tentar a sorte no ramo de doces. Com sua mãe, Mary; sua esposa, Florence; e seus dois filhos pequenos, ele se estabeleceu em Los Angeles e fez amizade com um empresário local, James W. Reed. Juntos, o grupo fundou a See's Candies, Inc. em 1922.

A loja, projetada para se parecer com a cozinha da casa de Mary See, produzia e vendia caixas de bombons, muitos deles feitos com receitas secretas de Mary, usando apenas ingredientes frescos e de alta qualidade. O rosto de Mary — com seus óculos, cabelos grisalhos e aparência de avó — tornou-se o rosto da empresa. O logotipo da companhia traz o sorriso acolhedor de Mary See no centro de um design simples em preto e branco, transmitindo a sensação de qualidade caseira e à moda antiga que Charles valorizava.

As entregas eram feitas em motocicletas Harley-Davidson com sidecars, estampadas com o logotipo. Outra inovação de marketing oferecia chocolate

a granel com grandes descontos para igrejas, clubes e outras entidades, que revendiam os doces com lucro em campanhas de arrecadação. Mary See faleceu em 1939, aos oitenta e cinco anos, mas seu espírito — o espírito da empresa — permaneceu vivo.

Nessa época, a empresa já contava com uma dúzia de lojas, uma fábrica em Los Angeles e havia expandido para São Francisco, onde logo abriu mais nove lojas e outra unidade fabril. O filho de Charles, Laurance, entrou para o negócio nesse período e, quando Charles faleceu em 1949, assumiu a presidência.

A década de 1950 marcou o auge da suburbanização nos Estados Unidos, e Laurance liderou a expansão da See's Candies para os novos shoppings centers que se multiplicavam pela Califórnia. Em 1960, a rede já contava com 124 lojas. Durante os anos 1960, a See's se expandiu para o Arizona, Oregon e Washington, chegando a 150 lojas. Com lucros sólidos, a See's superava concorrentes locais e rivalizava com marcas nacionais como Hershey, Russell Stover e outras.

Em 1969, Laurance faleceu. Seu irmão mais novo, Harry — acionista e membro do conselho — deveria assumir, mas estava dividido quanto à sucessão, pois também administrava um vinhedo em outra região do estado. Relutante, a família See, que possuía 67% das ações, decidiu vender. Em um movimento que depois seria considerado inusitado para os padrões das aquisições da Berkshire Hathaway, Buffett e Munger visitaram pessoalmente a fábrica de Los Angeles em 1969.<sup>13</sup>

A família See pediu US\$30 milhões pelo negócio (teoricamente US\$40 milhões, mas a empresa possuía mais de US\$10 milhões em caixa). No entanto, Buffett notou que o lucro antes do imposto de renda era de apenas US\$4 milhões e que o balanço patrimonial mostrava patrimônio líquido de apenas US\$7 milhões. Ele ainda não havia adotado o hábito de pagar prêmios por valores intangíveis.<sup>14</sup> Mas Munger o convenceu dos aspectos qualitativos do negócio, e juntos decidiram que sua melhor e mais alta oferta seria de US\$25 milhões. A família See aceitou.

Anos depois, Buffett reconheceria que essa oferta foi muito baixa — algo que ele atribuiu à sua ignorância, na época, sobre o valor de franquias.<sup>15</sup>

Mas por que a família See, com três gerações de experiência à frente de sua franquia, aceitou essa oferta tão baixa? Autonomia não parece ser a razão, já que a família See deixaria a gestão da empresa. No entanto, Buffett e Munger escolheram pessoalmente o novo presidente da companhia, Charles N. Huggins, e todos compreenderam que Huggins — que estava na See's desde

1951 (e permaneceria até 2005) — teria como missão preservar as tradições da See's, e não transformar a empresa. E de fato, poucas mudanças ocorreram: a companhia continuou operando como vinha fazendo nos cinquenta anos anteriores — chocolate feito e vendido de forma artesanal e tradicional. *A permanência* — ao menos em retrospecto — parece ter feito parte do acordo. Em meados da década de 1990, a See's vendia mais bombons em caixas do que qualquer empresa no mundo, exceto a Russell Stover,<sup>16</sup> e hoje gera US\$80 milhões em lucro anual.<sup>17</sup>

Se a aquisição da See's envolveu pagar um preço abaixo do valor, o oposto aconteceu na segunda aquisição do trio que deu origem à cultura da Berkshire. Entre 1972 e 1973, a Blue Chip adquiriu 8% da Wesco Financial Corporation, uma empresa na qual a sociedade de Munger já havia investido. Sediada em Pasadena, a Wesco foi fundada pela família Casper. Seu principal negócio era uma associação de poupança e empréstimo (*mutual savings and loan*), voltada para veteranos militares e bem-sucedida graças ao compromisso com custos baixos.

Em 1973, a gestão da Wesco propôs uma fusão com a Financial Corporation of Santa Barbara (FCSB), na qual os acionistas da Wesco receberiam ações da FCSB. Mas os acionistas da Wesco discordaram quanto à adequação do valor dessas ações. Buffett e Munger acreditavam que as ações da Wesco estavam subvalorizadas, enquanto as da FCSB estavam supervalorizadas. Por isso, se opuseram à fusão.

Munger propôs comprar ações suficientes da Wesco para barrar o acordo, enquanto Buffett achava melhor aceitar as perdas. Em vez de seguir qualquer uma dessas vias, Munger apelou diretamente ao CEO da Wesco, Louis R. Vincenti, para que ele abortasse a fusão. Munger indicou que a Blue Chip teria interesse em adquirir a Wesco, mas Vincenti respondeu que essa era uma decisão para os acionistas da Wesco, não para ele.

Então, Buffett se reuniu com Elizabeth (“Betty”) Casper Peters, uma das principais acionistas e líder do bloco familiar. Ele explicou os possíveis benefícios de a Wesco ser controlada pela Blue Chip, incluindo valores intangíveis — especialmente uma orientação compartilhada como coproprietários. Peters, que desejava ver o negócio da família crescer, apoiou a decisão de cancelar a fusão.

A fusão não foi adiante, e o preço das ações da Wesco caiu — como normalmente ocorre nesses casos — de um pico de US\$18 para US\$11. A Blue Chip poderia então ter começado a adquirir ações pelo preço baixo

de mercado que a própria interferência de Buffett e Munger na fusão havia provocado. Embora desejassem adquirir a Wesco, não consideravam justo pagar esse preço reduzido após terem contribuído diretamente para sua queda. Por isso, instruíram seus corretores a comprar ações por valores de até US\$17, e posteriormente fizeram uma oferta pública formal de aquisição por US\$15 por ação. A Blue Chip acabou adquirindo o controle majoritário da Wesco, e Munger convenceu Vincenti a permanecer no cargo.

Quem acompanhava a aquisição ficou perplexo. Por que a Blue Chip pagaria um preço mais alto do que o necessário? A Securities and Exchange Commission (SEC) abriu uma investigação<sup>18</sup> (aparentemente por provocação da FCSB).<sup>19</sup> As autoridades suspeitavam que o pagamento acima do valor de mercado poderia indicar que a Blue Chip havia manipulado ilegalmente o preço das ações da Wesco ou violado leis que regulam a negociação de ações por parte de proponentes de ofertas públicas de aquisição. Os investigadores estavam intrigados, pois acreditavam que empresários racionais sempre pagam o menor preço possível e cobram o maior preço que o mercado permitir. A curiosidade foi estimulada, em parte, pela relação ambígua entre Buffett e Munger e pela estrutura confusa e complexa das várias empresas nas quais estavam envolvidos.

Era difícil para as pessoas entenderem o que Buffett e Munger levaram um ano para explicar: eles pagaram um preço mais alto para demonstrar integridade. Além disso, esse *premium* tinha valor econômico, pois integridade representa uma vantagem reputacional que outros considerariam em negociações futuras. Buffett e Munger enfatizaram tanto o valor imediato de conquistar o respeito de Vincenti quanto o valor de longo prazo da “reputação geral de negócios” da Blue Chip.<sup>20</sup> As autoridades acabaram sendo convencidas.<sup>21</sup> A Blue Chip adquiriu 80% da Wesco, que permanece parte da Berkshire e é integralmente controlada desde 2011.<sup>22</sup>

A terceira das aquisições definidoras iniciais de Buffett e Munger acrescentou o elemento não convencional que passaria a caracterizar a abordagem da Berkshire nos negócios: o *Buffalo Evening News*. Fundado em 1881, o *News* ajudou a consolidar a tradição dos jornais na formação do debate cívico nos Estados Unidos. O crédito vai para Edward H. Butler Sr., fundador do jornal.<sup>23</sup> Uma biografia descreve Butler como “emblemático dos novos jornalistas do final do século XIX que construíram a imprensa moderna ao arrancar o discurso cívico de suas raízes partidárias estreitas e criar para os jornais novos e vitais papéis culturais, sociais, econômicos e políticos”.<sup>24</sup> Após a morte de

Butler em 1913, seu filho, Edward Jr., dedicou sua vida a comandar o jornal segundo os princípios do pai. Com a morte de Edward Jr. em 1956, sua esposa, Kate Butler, assumiu a liderança.<sup>25</sup>

Conselheiros já haviam sugerido há tempos que Kate Butler tomasse providências para minimizar os impostos que seriam devidos após sua morte, transferindo bens ainda em vida.<sup>26</sup> Alertaram que, caso contrário, isso poderia forçar a venda do jornal a “preço de liquidação” para arcar com os tributos. Ela faleceu em agosto de 1974 sem ter seguido os conselhos. Como resultado, seus executores acabaram colocando o jornal à venda. Em dezembro de 1976, o espólio ofereceu o jornal à Washington Post Company, cujo conselho incluía Buffett.<sup>27</sup> Buffett comentou com Kay Graham que, se o *Post* não quisesse comprar o *News*, talvez ele se interessasse. Com a recusa do *Post*, Buffett e Munger seguiram adiante com a negociação.

Na época, Buffalo tinha dois jornais: o *News* e o *Buffalo Courier-Express*. O *News* gerava mais receita com publicidade do que o *Courier* e tinha maior circulação nos dias de semana. No entanto, havia cedido os fins de semana ao *Courier*, pois não publicava uma edição dominical desde a década de 1920. Em vez disso, lançava aos sábados à tarde a edição Week-End, uma versão mais leve do que os jornais do país inteiro publicavam aos domingos — artes, quadrinhos, opinião, guia de televisão.

Buffett, em suas análises periódicas da indústria de jornais, já havia notado que os segundos jornais estavam desaparecendo na maioria das cidades e previa a continuação dessa tendência. Ele enxergou uma oportunidade com o *News* e, sem realizar *due diligence*, concordou em adquiri-lo do espólio da família Butler por um preço negociado de US\$35,5 milhões.<sup>28</sup>

Buffett e o editor executivo do jornal, Murray B. Light, rapidamente começaram a agir no front competitivo. O *News* reformulou sua edição Week-End, transferindo sua publicação para a manhã de domingo, e lançou uma edição aos sábados de manhã, semelhante à dos dias úteis. Antes da mudança, o jornal promoveu uma campanha: ofereceu aos assinantes cinco semanas do novo programa pelo valor antigo, o que, na prática, significava entregar gratuitamente a nova edição de domingo. Com os exemplares gratuitos garantidos por cinco semanas de entrega, a empresa aumentou a receita publicitária ao assegurar aos anunciantes a circulação dominical durante esse período.

Duas semanas antes da estreia do novo formato, o *Courier*, percebendo que a iniciativa representava uma ameaça competitiva, processou o *News*,

alegando tentativa ilegal de monopolizar o mercado de jornais local. Sustentava que a campanha de distribuição gratuita do *News* demonstrava uma intenção predatória de arruinar o *Courier*. Em campanhas públicas para conquistar o apoio dos moradores locais, o *Courier* retratou Buffett como um liquidante monopolista prestes a destruir Buffalo como cidade de dois jornais. No tribunal, seus advogados atacaram Buffett por nunca ter visitado a gráfica nem contratado consultores de aquisição para avaliar o negócio.

Um juiz federal de primeira instância, Charles Brieant, concordou com o *Courier*. Sugeriu que no máximo dois exemplares gratuitos seriam válidos. Em seguida, caricaturou o caso e as personalidades envolvidas, retratando Buffett como um invasor de fora e acusando-o de usar “truques e artifícios anticompetitivos”.<sup>29</sup> Brieant reforçou sua visão de Buffett como monopolista predatório citando o fato de que ele não havia realizado *due diligence*. Um tribunal de apelação, liderado por Henry Friendly, rejeitou a decisão de Brieant por considerá-la juridicamente e factualmente falha.<sup>30</sup> Mas o processo levou dois anos para ser resolvido, gerou milhões em honorários advocatícios e atrasou o lançamento da nova edição dominical do *News*.

Para ajudar a lidar com a crise, Buffett convenceu Stan Lipsey — que havia vendido o *Sun Newspapers* para a Berkshire — a assumir a direção do *News*. Lipsey constatou que o jornal estava em excelente forma editorial, mas em péssima situação financeira. Trabalhou a partir de seus pontos fortes e, após vários anos de prejuízo, tornou o jornal lucrativo em 1980. O *News* superou o *Courier*, que acabou sendo extinto. Lipsey permaneceu no comando até 2012, consolidando o *Buffalo News* (como passou a ser chamado) enquanto a Berkshire adquiria dezenas de jornais locais naquele ano e no seguinte — notavelmente, o *Omaha World-Herald*.<sup>31</sup>

\*\*\*

Durante as disputas por controle corporativo nos anos 1980, muitas empresas transferiram blocos de ações para mãos amigas como medida defensiva. Em várias ocasiões, a Berkshire assumiu esse papel amigo — apelidada de *white squire* (escudeiro branco) ou *white knight* (cavaleiro branco), dependendo de estar comprando um bloco minoritário ou de controle. Uma dessas empresas foi a Salomon Brothers, Inc., um banco de investimento.

Em 1987, o maior acionista da Salomon, a Minorco, se opôs à recente expansão da empresa e percebeu divergências entre os principais diretores quanto à estratégia de negócios.<sup>32</sup> Insatisfeita com a resposta da gestão, a Minorco começou a negociar a venda de sua participação de 12% para Ronald O. Perelman, um *corporate raider* (agressivo praticante de tentativas de aquisição hostil) que havia assumido o controle da gigante de cosméticos Revlon, Inc. por meio de uma oferta de aquisição hostil. Os executivos da Salomon, liderados por John Gutfreund, temiam que sua empresa fosse o próximo alvo de Perelman.

Entre diversas ações defensivas — incluindo a recompra do bloco da Minorco —, Gutfreund convidou a Berkshire para atuar como *white squire*. Buffett impôs condições favoráveis: ações preferenciais que pagavam 9% de dividendo, que poderiam ser convertidas em ações ordinárias pela Berkshire ou resgatadas pela Salomon em parcelas anuais entre 1995 e 1999. Em contrapartida, essas preferenciais não poderiam ser vendidas em bloco para um único comprador; além disso, antes de qualquer venda, a Berkshire deveria oferecer sua parte à própria Salomon para recompra. A Berkshire também concordou em não adquirir mais de 20% das ações da Salomon por pelo menos sete anos.<sup>33</sup>

A importância cultural desse investimento para a Berkshire ficou evidente quatro anos depois, quando a Salomon se viu envolvida em um escândalo envolvendo tentativas ilegais de alguns funcionários de manipular o mercado de títulos. Reguladores e promotores estavam preparados para indicar a Salomon — uma medida extremamente grave contra qualquer empresa —, o que destruiria sua reputação. O estigma levaria à debandada de clientes e funcionários abalados, uma fuga que poderia decretar o fim da Salomon. Para evitar esse destino, o conselho da empresa fez uma limpa na gestão e convidou Buffett para assumir o cargo de presidente interino.

Em uma entrevista à imprensa em maio de 1991, Buffett declarou de improviso uma diretriz ao pessoal da Salomon que se tornaria parte do DNA da Berkshire: não faça nada que você não ficaria feliz em ver um repórter inteligente, porém hostil, publicar na primeira página de um jornal. Ele repetiu esse alerta em depoimento ao Congresso sobre o caso e o tem reiterado com frequência aos CEOs das subsidiárias da Berkshire.<sup>34</sup>

Buffett assumiu conscientemente o compromisso de transformar a cultura corporativa da Salomon. A empresa tinha a reputação de operar estritamente dentro da letra da lei, enquanto Buffett promovia a conduta bem dentro dos