

*La fórmula definitiva para  
encontrar inversiones excelentes*

EL PEQUEÑO LIBRO



QUE  
GENERA  
RIQUEZA



PAT DORSEY

DEUSTO

[Índice](#)

[Portada](#)

[Prólogo](#)

[Introducción. El plan de juego](#)

[Capítulo uno. Fosos económicos](#)

[Capítulo dos. Fosos defensivos que no lo son](#)

[Capítulo tres. Activos intangibles](#)

[Capítulo cuatro. Costes de sustitución](#)

[Capítulo cinco. El efecto red](#)

[Capítulo seis. Ventajas de costes](#)

[Capítulo siete. La ventaja del tamaño](#)

[Capítulo ocho. Fosos que se erosionan](#)

[Capítulo nueve. Encontrar fosos](#)

[Capítulo diez. El gran jefe](#)

[Capítulo once. Donde la rueda pisa el asfalto](#)

[Capítulo doce. ¿Cuánto vale un foso?](#)

[Capítulo trece. Herramientas para la valoración de fosos](#)

[Capítulo catorce. Cuándo vender](#)

[Conclusión. Más que números](#)

[Agradecimientos](#)

[Notas](#)

[Créditos](#)

## Prólogo

CUANDO EN 1984 fundé Morningstar, mi objetivo era ayudar al ciudadano de a pie a invertir en fondos de inversión. Por aquel entonces, muy pocas publicaciones financieras contenían datos de rentabilidades y eso era prácticamente todo lo que había. Al proveer de información de alta calidad a precios asequibles, pensé que podríamos satisfacer una necesidad creciente.

Pero tenía también otro objetivo. Quería construir un negocio con un foso económico. Warren Buffett acuñó este término, que se refiere a las ventajas competitivas duraderas que protegen a una compañía frente a sus competidores, igual que un foso protege un castillo. Descubrí a Buffett a principios de los años ochenta del siglo XX y estudié los informes anuales de Berkshire Hathaway. Allí, Buffett explicaba el concepto de foso y pensé que podía utilizar este descubrimiento para lograr construir un negocio. Los fosos económicos eran tan importantes para mí que ese concepto fue el cimiento sobre el que fundé Morningstar y nuestro análisis de valores. Cuando fundé Morningstar, vi una clara necesidad de mercado, pero también quería un negocio con un potencial para desarrollar un foso económico. ¿Por qué gastar tiempo, dinero y energía para después ver cómo la competencia se lleva a nuestros clientes?

El negocio que había imaginado sería difícil de replicar para un competidor. Quería que el foso económico de Morningstar incluyera una marca de confianza, grandes bases de datos financieros, analíticas patentadas, un equipo de analistas grande y profesional, y una amplia y fiel base de clientes. Con mi bagaje en el mundo de la inversión, una necesidad de mercado creciente y un modelo de negocio con un potencial para desarrollar un gran foso defensivo, decidí embarcarme en mi camino.

Durante los últimos veintitrés años, Morningstar ha conseguido un éxito considerable. La empresa tiene unos ingresos que superan los 400 millones de dólares, con una rentabilidad superior a la media del sector.

Hemos trabajado duro para hacer que nuestro foso defensivo sea más amplio y profundo, y a la hora de hacer nuevas inversiones, en nuestra empresa siempre mantenemos esto presente.

Sin embargo, al invertir en acciones, los fosos defensivos son también la base del enfoque de análisis de Morningstar. Creemos que los inversores deberían focalizar sus inversiones a largo plazo en empresas con amplios fosos defensivos. Estas empresas pueden ganar retornos superiores a la media durante largos períodos. Con el tiempo, dichos retornos superiores deberían verse reconocidos en el precio de las cotizaciones. Hay una ventaja adicional: puedes mantener estas acciones durante más tiempo y reducir así los costes de corretaje. Así que las empresas con amplios fosos defensivos son grandes candidatas para el esqueleto de cualquier cartera de valores.

Muchas personas invierten por reacción: «Mi cuñado me la recomendó» o «Leí sobre ello en la revista *Money*». También es fácil distraerse con los giros diarios de las cotizaciones y los expertos que pontifican sobre las fluctuaciones a corto plazo de las bolsas. Es mucho mejor tener un ancla conceptual que te permita analizar las acciones y construir una cartera coherente. Ahí es donde los fosos defensivos son impagables.

Mientras que Buffett desarrolló el concepto de foso defensivo, nosotros hemos llevado la idea un paso más allá. Hemos identificado los atributos comunes de los fosos defensivos, tales como un elevado coste de sustitución o economías de escala, y ofrecido un análisis completo de dichos atributos. Aunque la inversión sigue siendo un arte, hemos intentado que identificar empresas con fosos defensivos se convierta más en una ciencia.

Los fosos defensivos son un elemento crucial en los ratings de las acciones que Morningstar otorga. Tenemos más de cien analistas de renta variable cubriendo cerca de dos mil empresas cotizadas en más de cien industrias. Dos factores principales determinan nuestros ratings: 1) el descuento de una acción sobre la estimación de su valor estimado, y 2) el

tamaño del foso defensivo de la empresa. Cada analista construye un modelo detallado de descuento de flujos de caja para llegar al valor razonable de la acción. A continuación, sobre la base de las técnicas que aprenderás con este libro, el analista asigna al foso defensivo un rating (amplio, estrecho o nulo). Cuanto mayor sea el descuento sobre su valor real y mayor sea el foso defensivo de una empresa, mayor será el rating que le otorgará Morningstar.

Estamos buscando empresas con fosos defensivos, pero queremos comprarlas con un descuento significativo sobre su valor razonable. Esto es lo que hacen los mejores inversores; leyendas como Buffett, Bill Nygren de Oakmark Funds y Mason Hawkins de Longleaf Funds. Morningstar aplica esta metodología de manera constante en un amplio espectro de empresas. Esta amplia cobertura nos otorga una perspectiva única sobre las cualidades que pueden conferir a una empresa una ventaja competitiva duradera. Nuestros analistas de renta variable debaten con regularidad con sus colegas sobre los fosos defensivos y defienden ante la alta dirección los ratings que otorgan.

Los fosos defensivos son una parte importante de la cultura de Morningstar y el eje central de nuestros informes de analistas. En este libro, Pat Dorsey, que dirige el departamento de análisis de renta variable de Morningstar, toma prestada nuestra experiencia colectiva para compartirla contigo. Te presenta una mirada interna al meditado proceso que empleamos en Morningstar para analizar las empresas. Pat ha sido fundamental para el desarrollo de nuestro departamento de análisis de renta variable y nuestros ratings de los fosos defensivos. Es perspicaz, está bien informado y tiene experiencia. También tenemos la suerte de que Pat es un comunicador de primera categoría, tanto de forma escrita como verbal (lo verás a menudo en televisión).

Como comprobarás, Pat tiene esa rara habilidad de explicar la inversión de forma clara y al mismo tiempo entretenida. En las páginas que siguen, Pat explica por qué creemos que tomar decisiones de inversión sobre la base de los fosos defensivos es una aproximación tan inteligente a largo plazo y, lo más importante, cómo puedes usar esta idea para con el paso del tiempo crear riqueza. Te enseñará a identificar empresas con fosos

económicos y a usar herramientas para determinar cuánto vale una idea, todo de una manera accesible e interesante. A lo largo del libro, aprenderás sobre las fortalezas económicas de los fosos defensivos al estudiar cómo empresas concretas con amplios fosos han logrado generar retornos por encima de la media durante muchos años, mientras que otras carentes de esos fosos defensivos han sido a menudo incapaces de crear valor para el accionista con el paso del tiempo. Haywood Kelly, nuestro jefe de análisis de renta variable, y Catherine Odelbo, presidenta de la unidad de negocio inversor particular, también han desempeñado un papel fundamental en el desarrollo del departamento de análisis de renta variable de Morningstar. Todo nuestro departamento de analistas de Morningstar también se merece reconocimiento por realizar día a día un análisis de gran calidad sobre fosos defensivos. Este libro es corto, pero si lo lees con detenimiento, creo que desarrollarás un profundo conocimiento para tomar inteligentes decisiones de inversión. Te deseo lo mejor en tus inversiones y espero que disfrutes de nuestro «pequeño libro».

**JOE MANSUETO**

Fundador, presidente y consejero delegado  
de Morningstar, Inc.

# **Introducción**

## **El plan de juego**

EXISTEN MUCHAS MANERAS de ganar dinero en la bolsa. Puedes seguir el juego de Wall Street, vigilando muy de cerca las tendencias e intentando adivinar qué compañías batirán las estimaciones del mercado cada cuatrimestre, pero te encontrarás con mucha competencia. Puedes comprar sólidas acciones con patrones de tendencia alcista o crecimientos estratosféricos, pero correrás el riesgo de que no aparezcan compradores dispuestos a pagarte un precio superior por esas acciones. Puedes comprar acciones a precio de saldo, prestando poca atención a la calidad intrínseca del negocio, pero tendrás que compensar los retornos de las acciones que logren rebotar con las pérdidas de aquellas que dejen de existir.

O simplemente puedes comprar compañías fantásticas a precios razonables y dejar que esas compañías capitalicen el capital durante largos períodos. Es sorprendente pero no hay muchos gestores de fondos que sigan esta estrategia, pese a que sea la empleada por algunos de los inversores más exitosos del mundo (Warren Buffett es el más conocido de ellos).

El plan de juego que debes de seguir para implementar esta estrategia es simple:

1. Identificar compañías que durante muchos años puedan generar beneficios por encima de la media.
2. Esperar a que las acciones de esas empresas coticen por debajo de su valor intrínseco y entonces comprarlas.
3. Mantener esas acciones hasta que o bien se deteriore el negocio, o bien las acciones estén sobrevaloradas o bien encuentres una inversión mejor. El período de tenencia de acciones debería medirse en años, no en meses.
4. Repetir en caso de ser necesario.

Este pequeño libro versa sobre el primer paso, el de encontrar compañías fantásticas con potencial a largo plazo. Si puedes hacer esto, ya estarás por delante de la mayoría de los inversores. Más adelante en este libro encontrarás algunos consejos sobre cómo valorar acciones, así como orientación sobre cuándo debes vender una acción y avanzar hacia la siguiente oportunidad.

¿Por qué es tan importante encontrar empresas que puedan producir retornos elevados durante muchos años? Para responder a esta pregunta, da un paso atrás y reflexiona acerca del propósito de una empresa, que no es otro que tomar el dinero de los inversores y generar un retorno sobre ese dinero. Las empresas son simplemente grandes máquinas que toman el capital, lo invierten en productos o servicios, y o bien crean más capital (buenos negocios), o bien producen menos capital del que tomaron al principio (malos negocios). Una empresa que es capaz de generar durante muchos años altos retornos sobre el capital podrá capitalizar la riqueza a un ritmo prodigioso.\*

Las empresas capaces de hacer esto no son comunes, puesto que unos elevados retornos sobre el capital atraen a la competencia como la miel a las abejas. Así es como funciona el capitalismo; a fin de cuentas, el dinero busca aquellas áreas de mayores retornos esperados, lo que implica que la competencia llega con rapidez a las puertas de las empresas con pingües beneficios.

Podemos decir que los retornos sobre el capital tienden a regresar a la media. Dicho de otra forma, aquellas empresas con altos retornos sobre el capital verán cómo disminuyen a medida que la competencia aflore y, por el

contrario, aquellas empresas con unos bajos retornos sobre el capital los verán mejorar a medida que o bien se adentren en nuevas líneas de negocio, o bien la competencia abandone su mercado. No obstante, algunas empresas son capaces de resistir durante largos períodos la infatigable embestida de la competencia, y este tipo de negocios, que son auténticas máquinas capaces de capitalizar riqueza, deben ser el cimiento de tu cartera. Por ejemplo, piensa en empresas como Anheuser-Busch, Oracle y Johnson & Johnson. Son extremadamente rentables y se han enfrentado a una feroz competencia durante muchos años, y pese a ello siguen generando retornos elevados sobre el capital. Quizá simplemente tuvieron suerte, o (más probable) esas empresas tienen una serie de características especiales de las que el resto carece. ¿Cómo puede uno identificar empresas de este tipo, aquellas que no sólo son excelentes hoy, sino que es muy posible que lo sigan siendo durante muchos años en el futuro? Se presenta una, en apariencia, sencilla pregunta sobre las empresas en las que planeas invertir: «¿Qué previene a un competidor inteligente y con una sólida posición financiera de meterse en el terreno de esta empresa?».

Para responder a esta pregunta, busca características estructurales específicas llamadas ventajas competitivas o fosos económicos. Al igual que los fosos en los castillos medievales dejaban a los rivales al borde de la bahía, los fosos económicos protegen los elevados retornos sobre el capital de los que gozan las mejores empresas del mundo. Si eres capaz de identificar empresas con fosos defensivos y puedes comprar sus acciones a precios razonables, construirás una cartera de fantásticos negocios que aumentará enormemente su probabilidad de tener éxito en el mercado de valores. Entonces, ¿qué tienen los fosos defensivos que los hacen tan especiales? Ése es el contenido del capítulo 1. En el capítulo 2 te mostraré cómo identificar falsos-positivos, características que solemos creer que otorgan ventajas competitivas pero que en realidad no son tan fiables. A continuación, dedicaremos varios capítulos a escarbar en los orígenes de los fosos económicos. Éstos son las propiedades que confieren a las empresas verdaderas ventajas competitivas duraderas, así que dedicaremos un tiempo razonable entendiéndolas.

Ésa es la primera mitad del libro. Una vez que hayamos establecido unos cimientos para comprender los fosos económicos, te enseñaré cómo reconocer aquellos fosos que se están erosionando, el papel clave que desempeña la estructura de la industria creando las ventajas competitivas y cómo el equipo gestor puede crear (y destruir) fosos económicos. A continuación, dedico un capítulo entero a casos prácticos en los que aplico el análisis competitivo a algunas compañías muy conocidas. También haré un repaso sobre valoración, porque hasta una empresa con un amplio foso defensivo será una pésima inversión si sobrepagas por sus acciones.

## **Capítulo uno**

### **Fosos económicos**

#### ***Qué es un foso económico y cómo te ayudará a seleccionar acciones extraordinarias***

PARA LA MAYORÍA de las personas es de sentido común pagar más por algo que es más duradero. Desde electrodomésticos de cocina a coches o casas, los productos que tendrán una vida útil mayor pueden, por lo general, exigir precios más elevados dado que el mayor coste inicial será compensado por unos cuantos años más de uso. Honda cuesta más que Kia, las herramientas de contratistas profesionales cuestan más que las que podemos conseguir en una ferretería de barrio, y así sucesivamente.

El mismo concepto se aplica al mercado de valores. Las empresas duraderas, esto es, aquellas que tienen sólidas ventajas competitivas, son

más valiosas que las empresas que están en riesgo de pasar de la gloria al infierno en cuestión de meses por no haber tenido nunca una sólida ventaja sobre la competencia. Ésta es la razón fundamental por la cual como inversor deberían importarte los fosos defensivos: las empresas con fosos defensivos son más valiosas que las empresas que no tienen fosos defensivos. Así que si eres capaz de identificar qué empresas tienen fosos defensivos, pagarás más sólo por las empresas que realmente lo valen.

Para comprender por qué los fosos defensivos aumentan el valor de las empresas, pensemos en los factores que determinan el valor de una acción. Cada acción de una empresa le otorga al inversor una (muy) pequeña participación accionarial en la compañía. De igual manera que un bloque de apartamentos vale lo que el valor presente de las rentas futuras de los inquilinos, restando los gastos de mantenimiento; una empresa vale la suma que representa el valor presente<sup>\*</sup> de la caja que esperamos que genere a lo largo de su ciclo vital, restando todo lo que la compañía necesita gastar en mantenimiento y en expansión.

Vamos a comparar dos empresas, ambas creciendo al mismo ritmo y ambas empleando la misma cantidad de capital para generar el mismo flujo de caja. Una de las empresas tiene un foso defensivo, así que debería ser capaz de reinvertir durante una década o más esos flujos de caja a una elevada tasa de retorno. La otra empresa no tiene un foso defensivo, lo que se traduce en que es probable que los retornos sobre el capital caigan en picado tan pronto aparezca la competencia.

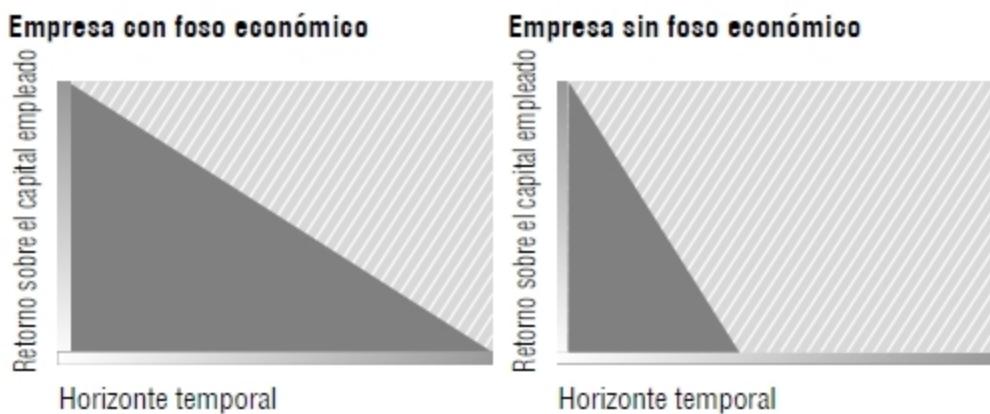
La empresa con el foso defensivo es más valiosa hoy porque generará unos beneficios durante un período mayor. Cuando compras acciones de una empresa con un foso defensivo, estás comprando unos flujos de caja protegidos de la competencia durante muchos años. Es como pagar más por un coche que podrás conducir durante una década frente a una chatarra que se estropeará en unos pocos años.

En el cuadro 1.1, el tiempo está en el eje horizontal y los retornos sobre el capital invertido están en el eje vertical. Puedes observar cómo los retornos sobre el capital para la empresa de la izquierda (la que goza de un foso defensivo) tardan mucho tiempo en descender, y lo hacen de forma muy gradual. Esto se debe a que la empresa es capaz de mantener a raya a

la competencia durante más tiempo. La empresa de la derecha, carente de una ventaja competitiva, está sometida a una competencia mucho más intensa, de manera tal que sus retornos sobre el capital descienden con mucha mayor rapidez. La zona oscura es el valor económico agregado generado por cada empresa, y puedes ver que es mucho más grande en el caso de la empresa que tiene un foso económico.

Así que un gran motivo por el que los fosos defensivos deberían importarte como inversor es que aumentan el valor de las empresas. Identificando fosos defensivos podrás dar un paso adelante a la hora de escoger qué empresas comprar y también para decidir qué precio pagar por ellas.

### **CUADRO 1.1 Empresa con foso económico frente a empresa sin foso económico**



## **Los fosos defensivos importan por muchas razones**

¿Por qué si no iban a ser los fosos defensivos una parte central de tu proceso de selección de acciones?

Pensar sobre los fosos puede proteger tu capital invertido de varias maneras. En primer lugar, te impone una disciplina inversora, haciendo que sea menos probable que sobrepagues por una empresa de moda con una ventaja competitiva débil. En última instancia, los retornos elevados sobre el capital siempre desaparecerán, y para la mayoría de las empresas —y de los inversores— la regresión es rápida y dolorosa.

Piensa en todas esas tiendas minoristas que por un tiempo estuvieron de moda y cuyas marcas ahora están más muertas que las faldas de aros, o las empresas tecnológicas de alto crecimiento cuyas ventajas competitivas desaparecieron de la noche a la mañana cuando otra empresa lanzó otro artilugio al mercado. Es fácil dejarse llevar por los grandes márgenes de beneficio y elevados crecimientos, pero lo que de verdad importa es la duración de esos grandes beneficios. Los fosos nos dan una estructura para separar las acciones del tipo «hoy están aquí y mañana se habrán ido» de las empresas con poder de consolidación.

De igual modo, si estás en lo cierto sobre el foso, las probabilidades de sufrir una pérdida permanente en tu capital —esto es, perder una gran cantidad de dinero de forma irreversible— disminuyen de manera considerable. Es más posible que con el paso del tiempo las empresas con fosos incrementen de forma constante su valor intrínseco, así que si acabas comprando sus acciones a una valoración que (a posteriori) resulta alta, el crecimiento del valor intrínseco protegerá los retornos sobre tu inversión. Es más probable que las empresas sin fosos sufran un descenso virulento y súbito de su valor intrínseco cuando choquen de frente con la competencia, y eso significa que desearás pagar menos por esas acciones.

Las empresas con fosos también tienen mayor resistencia, porque las empresas que pueden apoyarse en una ventaja competitiva estructural tienen más probabilidades de sobreponerse ante dificultades temporales. Piensa en el desastroso lanzamiento del nuevo sabor de Coca-Cola, la «New Coke», y C2 más recientemente; ambos fueron completos fracasos que costaron a la empresa mucho dinero, pero gracias a que Coca-Cola se apoya en su marca principal, ninguno de los errores acabó con la compañía.

Coca-Cola también fue muy lenta al reconocer el cambio en las preferencias de los consumidores con respecto a las bebidas no

carbonatadas como el agua y el zumo, y ésa es una razón importante que explica el crecimiento anémico de la empresa durante los últimos años. Pero gracias a que Coca-Cola controla su canal de distribución, logró recuperarse lanzando el agua Dasani y potenciando a través de su canal marcas de productos no carbonatados.

O mira atrás y observa los problemas de McDonald's al inicio de la década pasada. Los restaurantes de comida rápida son negocios altamente competitivos, por lo que cualquiera pensaría que si una empresa permitiese que la experiencia del consumidor se degradara y fracasara a la hora de atender los cambios en los gustos del consumidor estaría en serios problemas. Y de hecho, así es como la prensa financiera retrató a McDonald's en 2002 y 2003. No obstante, la emblemática marca y su enorme escala le permitieron reestructurar el negocio y recuperarse de una forma en la que un negocio sin foso no habría sido capaz de hacerlo.

Para un inversor que está buscando comprar empresas fantásticas a precios razonables, esta resiliencia de las empresas con fosos es un apoyo psicológico enorme porque las empresas de gran calidad se convierten en valiosas sólo cuando las cosas se complican. Pero si uno analiza el foso de una empresa antes de que se abarate —es decir, antes de que los titulares pasen de ser optimistas a pesimistas— tendrá más perspectiva sobre si los problemas de la empresa son temporales o permanentes.

Por último, los fosos pueden ayudarte a definir lo que se conoce como el círculo de competencia. A la mayoría de los inversores les va mejor si limitan su inversión a un área que conocen bien —empresas de servicios financieros, por ejemplo, o acciones tecnológicas— en vez de intentar abarcarlo todo. En vez de convertirte en un experto en una serie de industrias, ¿por qué no convertirte en un experto en empresas con ventajas competitivas duraderas, con independencia del negocio en el que estén? Limitarás un amplio e inabarcable universo de inversión a uno más pequeño, compuesto de empresas de gran calidad que podrás entender bien.

Estás de suerte, porque eso es exactamente lo que quiero hacer con este libro: convertirte en un experto en reconocer fosos económicos. Si puedes ver fosos donde otros no, pagarás precios irrisorios por las grandes empresas del mañana. De igual importancia, si puedes reconocer empresas

sin foso que están siendo valoradas en el mercado como si tuvieran ventajas competitivas, evitarás acciones con el potencial de dañar tu cartera.

## **Resumen**

1. Comprar una acción de una empresa significa ser propietario de una pequeña (muy pequeña, reconozcámolo) parte de dicho negocio.
2. El valor de un negocio es igual a toda la caja que generará en el futuro.
3. Un negocio capaz de generar flujos de caja positivos durante un largo período es más valioso que un negocio que sólo es rentable durante un corto tiempo.
4. El retorno sobre el capital es la mejor manera de juzgar la rentabilidad de un negocio. Mide cuán buena es una empresa tomando el dinero de los inversores y generando un retorno sobre ese capital.
5. Los fosos económicos pueden proteger de la competencia a las compañías, ayudándolas a ganar más dinero durante un largo período y, por lo tanto, haciéndolas más valiosas para un inversor.

## **Capítulo dos**

### **Fosos defensivos que no lo son**

***No te dejes engañar por estas ventajas competitivas ilusorias***

HAY UN DICHO muy común en el mundo de la inversión que reza: «Apuesta por el jinete, no por el caballo». La idea es que la calidad del equipo gestor importa más que la calidad del negocio. Supongo que en las carreras de caballos esto tiene sentido. Al fin y al cabo, los caballos de carreras son alimentados y entrenados para correr rápido, de forma tal que todos los caballos están en unas condiciones similares. Teniendo en cuenta que nunca he asistido a una carrera de caballos, tal vez esté pisando donde no debo, pero creo que es justo decir que los ponis y las mulas no compiten con purasangres.

El mundo de los negocios es diferente. En la bolsa, los ponis y las mulas compiten con purasangres, y el mejor jinete del mundo no puede hacer gran cosa si su caballo está a pocas semanas de ser jubilado para que paste. Por el contrario, es probable que montando un caballo que ha ganado el Derby de Kentucky, incluso un jinete sin experiencia lo haga mejor que la media. Como inversor, tu trabajo es centrarte en los caballos, no en los jinetes.

¿Por qué? Porque el elemento más importante que debemos recordar sobre los fosos es que son características estructurales de un negocio que es probable que persistan durante una cantidad de años, y eso es muy difícil de replicar para un competidor.

Los fosos dependen menos de un equipo gestor brillante (cómo una empresa juega las cartas que tiene) que de las cartas que la empresa tiene en primera instancia. Para llevar aún más lejos la analogía de las apuestas, con una doble pareja, los mejores jugadores de póquer del mundo tienen pocas posibilidades frente a un aficionado con una escalera de color.

Aunque en una industria difícil (piensa en Dell o Southwest Airlines) en ocasiones las estrategias inteligentes pueden crear ventajas competitivas, la cruda realidad es que simplemente unos negocios son mejores que otros. Incluso una empresa farmacéutica o un banco mal gestionados darán a largo plazo unos retornos sobre el capital empleado que dejarán en la cuneta a la mejor de todas las refinerías o fabricantes de componentes para el automóvil. Un cerdo con pintalabios sigue siendo un cerdo.

Dado que por lo general Wall Street está tan centrado en los resultados a corto plazo, es fácil confundir buenas noticias fugaces con las características de las ventajas competitivas duraderas.

Por mi experiencia, los fosos erróneos más comunes son grandes productos, grandes cuotas de mercado, gran ejecución y gran equipo gestor. Estas cuatro trampas pueden tentarte a pensar que una empresa tiene un foso defensivo cuando en realidad son altas las probabilidades de que no lo tenga.

## ¿Foso o... trampa?

Los grandes productos rara vez crean un foso defensivo, aunque sin duda los resultados pueden dar sus frutos a corto plazo. Por ejemplo, durante unos años, cuando desplegó su primer monovolumen en los años ochenta, Chrysler literalmente imprimía dinero. Por supuesto, en una industria en la que es difícil encontrarse con grandes márgenes de beneficios, su éxito no pasó desapercibido para los competidores de Chrysler y todos se apresuraron a ofrecer sus propios monovolúmenes. Ninguna característica intrínseca del mercado de automóviles impidió que otras empresas entrasen en la tarta de beneficios de Chrysler, así que acabaron con la fiesta de los monovolúmenes tan pronto como pudieron.

Compara esta experiencia con la del proveedor de componentes de automóviles Gentex, que no mucho después de que los monovolúmenes de Chrysler entrasen en escena introdujo un retrovisor con oscurecimiento automático. La industria de componentes para automóvil no es menos salvaje que la de los fabricantes de coches, pero en sus retrovisores Gentex tenía una cantidad de patentes, lo que significaba que otras empresas eran sencillamente incapaces de competir con ella. El resultado fueron pingües beneficios para Gentex durante muchos años; y más de dos décadas después de que su primer retrovisor llegase al mercado, la empresa sigue publicando retornos del 20 por ciento sobre el capital invertido.

Una vez más, con cariño: a no ser que una empresa tenga un foso económico protegiendo su negocio, la competencia llegará pronto a sus puertas y se comerá sus beneficios. Wall Street está plagada de hojas muertas de empresas que en un instante pasaron de tenerlo todo a no tener nada.

¿Recuerdan a Krispy Kreme? Unos dónuts buenísimos, pero sin ningún foso defensivo, así que fue fácil para los consumidores cambiar a una marca diferente de dónuts o reducir el consumo de dónuts. (Ésta fue una lección que tuve que aprender por las malas.) La ropa de Tommy Hilfiger acabó en el cajón de la ropa de saldo, una distribución demasiado entusiasta ensució la marca y la empresa cayó por un precipicio financiero. Y, cómo no, ¿quién puede olvidarse de Pets.com, eToys y el resto de las páginas webs de

comercio electrónico que ahora no son más que pies de página en la historia de la burbuja puntocom?

La locura del etanol ha sido un ejemplo instructivo más reciente. En 2006, una confluencia de acontecimientos, que incluían un alza en los precios del crudo, una ajustada capacidad de las refinerías, un cambio en los estándares de la gasolina y una excepcional cosecha de maíz (el principal material para producir etanol), hizo que se produjeran unos jugosos márgenes operativos del 35 por ciento para los productores de etanol más eficientes, y una sólida rentabilidad para todos los productores en general. Para desgracia de los inversores que valoraron las acciones de productores de etanol como si fuesen capaces de mantener esos elevados márgenes, Wall Street exageró al indicar que el etanol sería el próximo pelotazo. El etanol es un clásico negocio carente de fosos defensivos. Es una industria de materias primas sin ninguna posible ventaja competitiva (ni siquiera de economías de escala, ya que en realidad una gigantesca planta de etanol tendría una desventaja en costes porque recibiría maíz de zonas más alejadas, lo que aumentaría los costes de producción, y también tendría que procesar todo el excedente de residuos, lo que consume mucho gas natural). Así que puedes adivinar qué sucedió a continuación.

Un año más tarde, los precios del crudo todavía estaban altos y la capacidad de refino en Estados Unidos aún estaba ajustada, pero los precios del maíz se habían disparado, las refinerías se habían cambiado al nuevo estándar de gasolina, de forma que entraron en el mercado muchos más productores de etanol. Como resultado, los márgenes operativos se desplomaron para todos los productores de etanol e incluso fueron negativos para uno de los mayores productores. Sin un foso defensivo, los resultados financieros de una empresa pueden darse la vuelta de manera abrupta.

Para ser justos, en ocasiones es posible capitalizar el éxito de un producto o servicio estrella y transformarlo en un foso económico. Mira a Hansen Natural, que comercializa la marca de bebidas energéticas Monster, que tuvo un auge en los primeros años de este siglo. En vez de dormirse en los laureles, Hansen empleó sus éxitos para asegurarse un acuerdo de distribución a largo plazo con el gigante de bebidas Anheuser-Busch,

obteniendo una ventaja sobre sus competidores del mercado de bebidas energéticas.

Hoy en día, cualquiera que quiera competir con Monster tiene que superar la ventaja de distribución de Hansen. ¿Es imposible de conseguir? Por supuesto que no, ya que, por ejemplo, Pepsi y Coca-Cola tienen sus propias redes de distribución. Pero sí que ayuda a Hansen a proteger su flujo de beneficios haciendo que sea más difícil para la próxima advenediza de las bebidas energéticas estar frente al consumidor, y ésa es la esencia de un foso económico.

¿Y qué pasa con una empresa que haya tenido éxito durante años y ahora es un gran jugador dentro de su industria?

Claro, las empresas con grandes cuotas de mercado deben de tener fosos económicos, ¿verdad?

Por desgracia, cuando se trata de desarrollar un foso económico, ser más grande no necesariamente significa ser mejor. Es muy fácil suponer que una empresa con una cuota de mercado grande tiene una ventaja competitiva duradera. ¿Cómo si no hubiese podido hacerse con una cuota de mercado tan grande? Pero la historia nos muestra que en mercados muy competitivos el liderazgo puede ser fugaz. Kodak (fotografía), IBM (PC), Netscape (navegador web), General Motors (automoción) y Corel (software de procesador de textos) son sólo algunas de las empresas que han descubierto esto.

En cada uno de estos casos, una empresa dominante cedió una cuota de mercado significativa a uno o más contrincantes porque fracasó en construir —o mantener— un foso defensivo para su negocio.

Así que la pregunta que hay que hacerse no es si una empresa tiene una cuota de mercado grande, sino más bien cómo consiguió la empresa esa cuota, lo que te dará una percepción de cuán defendible será esa posición dominante.

Y en algunos casos, hay muy poca diferencia entre tener una alta cuota de mercado y no tenerla. Por ejemplo, en la industria de fabricantes de componentes de ortopedia —caderas y rodillas artificiales— incluso los pequeños jugadores consiguen muy sólidos retornos sobre el capital empleado, y las cuotas de mercado cambian con suma lentitud. En este

mercado, dado que los cirujanos ortopédicos no suelen decidir qué implantes utilizar sobre la base del precio, ser grande supone una ventaja relativamente pequeña.

Además, los costes de transacción son bastante altos porque cada dispositivo de la empresa se implanta de una forma ligeramente distinta, de modo que los médicos tienden a ser fieles a los productos de una empresa, y estos costes de transacción son los mismos para toda la industria, con independencia del tamaño. Por último, los avances tecnológicos son incrementales, así que no hay mucho beneficio en tener un presupuesto gigante en investigación.

El tamaño de una empresa puede ayudarla a crear una ventaja competitiva —más en el capítulo 7—, pero por sí mismo rara vez es la fuente de un foso económico. De igual forma, una alta cuota de mercado no necesariamente es un foso defensivo.

¿Qué sucede con la eficiencia operacional, en ocasiones también etiquetada como «gran ejecución»? Algunas empresas son alabadas por ser buenas bloqueando y atacando, y la experiencia muestra que algunas empresas consiguen alcanzar sus objetivos de manera más estable que los competidores. ¿Acaso trabajar de forma eficaz no es una ventaja competitiva?

Desafortunadamente no. En ausencia de alguna ventaja competitiva estructural, no es suficiente ser más eficiente que la competencia. De hecho, si el éxito de una empresa parece estar basado en ser más ligera que sus rivales, son altas las probabilidades de que opere en una industria muy dura y competitiva en la que la eficiencia sea la única manera de prosperar. Ser más eficiente que tus rivales es una buena estrategia, pero no es una ventaja competitiva duradera a no ser que se base en algún proceso propio que no sea imitable con facilidad.

El cuarto punto de nuestra lista de fosos defensivos erróneos son los directivos con talento. Un equipo gestor potente puede ayudar a una empresa a obtener un mejor desempeño, y siendo todo lo demás idéntico, sin duda preferirás tener una empresa gestionada por genios que una gestionada por segundones. Pero por una serie de motivos, tener a una persona hábil al timón de una empresa no es una ventaja competitiva

duradera. En primer lugar, los escasos estudios académicos que se han hecho intentando aislar el efecto que las decisiones ejecutivas muestran que el impacto del equipo gestor en el desempeño de la empresa no es tan grande, después del control de la industria y otra variedad de factores. Teniendo en cuenta que en la mayoría de los casos el impacto práctico que una persona puede tener en una gran organización no es tan grande, esto tiene sentido.

Más importante aún, es poco probable que seleccionar excelentes gestores sea una iniciativa útil a futuro, y al intentar identificar fosos defensivos, nuestro objetivo es tratar de ganar confianza en la sostenibilidad del rendimiento futuro de la compañía. Al fin y al cabo, los ejecutivos vienen y van, en especial en una era en la que contratar a un consejero delegado «estrella» puede disparar de inmediato el valor de mercado de una empresa en varios miles de millones de dólares. ¿Cómo sabemos que el brillante ejecutivo en cuyas manos depositamos nuestras esperanzas futuras sobre el rendimiento superior de la empresa siga en ella dentro de tres años? En términos generales, no lo sabemos. (Más sobre gestión empresarial en el capítulo 10.)

Por último, diría que es mucho más fácil evaluar la brillantez en la gestión a posteriori que a priori. Piensa por un momento en todas las prometedoras estrellas del firmamento ejecutivo que desde entonces han caído a la Tierra. La diferencia entre el consejero delegado de Cisco, John Chambers, y el de Enron, Kenneth Lay, es mucho más fácil de reconocer con el beneficio de la retrospectiva. Por este motivo en la prensa financiera no ves listas de los grandes ejecutivos de la próxima década. En cambio, todo lo que ves son informes que analizan el pasado y estudios que suponen que el rendimiento financiero o de la acción es en gran medida atribuible al consejero delegado. Sufren la misma clase de sesgo las encuestas a altos ejecutivos en las que se les pide opinión acerca de sus colegas de trabajo.

## **Los fosos que de verdad importan**

Entonces si, buenos productos, una alta cuota de mercado, eficiencia operativa y directivos talentosos son señales poco fiables de un foso económico, ¿qué debemos buscar? Aquí está tu lista:

- Una empresa puede tener activos intangibles, como una marca, patentes o licencias regulatorias, que le permitan vender productos o servicios que no pueden ser replicados por los competidores.
- Quizá los productos o servicios que vende una compañía sean imprescindibles para los clientes, lo que crea costes de sustitución que otorgan a la empresa el poder de fijar los precios.
- Algunas empresas son afortunadas y se benefician del efecto red, que es un foso económico muy poderoso que puede dejar fuera a los competidores durante un largo período.
- Por último, algunas empresas tienen ventajas en costes, cuya raíz está en los procesos, la localización, la escala o el acceso a un activo único, lo que les permite ofrecer los bienes o servicios a un coste más bajo que los competidores.

En nuestra experiencia en Morningstar, estas cuatro categorías cubren la mayoría de las empresas con foso, y utilizarlas como filtro te conducirá en la buena dirección. Durante los últimos años, hemos analizado a fondo la posición competitiva de miles de empresas a lo largo y ancho del globo, de manera que estas cuatro características se han resumido de una base de datos muy grande.

Este esquema para identificar fosos económicos difiere de mucho de lo que se ha dicho en el pasado sobre ventajas competitivas. Nosotros pensamos que simplemente algunos negocios son mejores que otros — entendiendo mejores como mayor probabilidad de generar de forma sostenida elevados retornos sobre el capital—, y hay aspectos específicos que debes mirar para ayudarte a separar las buenas empresas del resto. Éste es un mensaje que no escucharás con frecuencia leyendo libros sobre negocios y estrategia, y la razón de ello es simple.

La mayoría de las personas que escriben sobre ventajas competitivas están vendiendo sus ideas a directivos, así que se centran en cualquier

estrategia genérica que saben que cualquier compañía puede implementar para mejorar o mantener su posición competitiva. Quieren que sus ideas sean aplicables al mayor público posible, así que su mensaje típico se asemeja a: «Si sigues estos principios/ estrategias/objetivos, cualquier empresa puede convertirse en una de alto rendimiento».

Si eres un ejecutivo dinámico intentando mejorar el rendimiento de tu empresa, éas son cosas útiles. También son útiles si estás intentando vender un libro de estrategia a esos mismos ejecutivos, dado que unos principios ampliamente aplicables y un mensaje positivo convencerán a más personas para que compren tus ideas. Después de todo, no es probable que una contundente lista de las características específicas de los grandes negocios tenga éxito entre los directivos de las empresas que carecen de esas características.

Pero como inversores, no estamos atascados intentando convertir limones en limonada, tal como intentan los directivos arrastrando a las empresas hacia industrias tremadamente competitivas. En cambio, podemos rastrear todo el panorama de inversiones, buscar aquellas empresas que demuestren tener signos de fosos económicos y focalizar nuestra atención en esos candidatos prometedores. Si de forma estructural algunas industrias son más atractivas que otras, podemos dedicar más tiempo investigándolas, porque nuestras probabilidades de encontrar empresas con fosos económicos son más altas. Incluso podemos borrar por completo partes enteras del mercado si creemos que no tienen características competitivas atractivas.

Como inversores que buscan empresas con fosos económicos, lo que necesitamos saber es cómo reconocer una ventaja competitiva cuando la vemos, con independencia del tamaño, edad o industria de una empresa. Dado que se aplican a cualquier empresa, principios genéricos como «enfócate en lo principal» no son suficiente. Necesitamos características específicas que nos ayuden a separar empresas con ventajas competitivas de aquellas empresas sin ventajas competitivas.

En el libro *Empresas que sobresalen* (Ediciones Gestión, 2000), Jim Collins escribió: «La grandeza no es cuestión de las circunstancias». Con todos mis respetos, yo disiento. En mi opinión, la grandeza es en gran

medida una cuestión de las circunstancias, y empieza con una de estas cuatro ventajas competitivas. Si puedes identificarlas, estarás en clara ventaja sobre la mayoría de los inversores en la búsqueda de los mejores negocios.

## **Resumen**

1. Los fosos defensivos son características estructurales inherentes a un negocio, y la cruda verdad es que simplemente algunos negocios son mejores que otros.
2. Grandes productos, un gran tamaño, una gran ejecución y un gran equipo gestor no crean ventajas competitivas duraderas. Es bueno tenerlas, pero no son suficiente.
3. Las cuatro fuentes de ventajas competitivas estructurales son los activos intangibles, los costes de sustitución para el cliente, el efecto red y las ventajas de costes. Si puedes encontrar una empresa con un sólido retorno sobre el capital empleado y una de estas características, es probable que hayas encontrado una empresa con un foso defensivo.

## **Capítulo tres**

### **Activos intangibles**

***Puedes ponerlas en una estantería, pero sin duda  
son valiosas***

PARA CLASIFICAR LAS VENTAJAS competitivas, «activos intangibles» parece una categoría que es una caja de sorpresas, y en cierto sentido lo es. En apariencia, las marcas, patentes y licencias regulatorias tienen poco en común. Pero como fosos económicos, en esencia todos funcionan de la misma manera, estableciendo una posición única en el mercado. Cualquier empresa con una de estas ventajas tiene un minimonopolio que le permite extraer mucho valor de sus consumidores.

Lo malo es que los fosos económicos basados en activos intangibles no son tan fáciles de identificar como piensas. Las marcas pueden perder su

brillo, las patentes pueden verse desafiadas y las licencias pueden ser revocadas por el mismo gobierno que las otorgó. Vamos a abordar primero las marcas.

## **Las marcas conocidas son marcas rentables, ¿no?**

En lo que concierne a las marcas, uno de los errores más comunes que cometan los inversores es suponer que una marca muy conocida dota a su dueño de una ventaja competitiva. De hecho, no podría estar más lejos de la realidad. Una marca crea un foso económico sólo si aumenta el deseo del consumidor de pagar o la cautividad del consumidor. Después de todo, las marcas son costosas de crear y mantener, y si esa inversión no genera un retorno vía poder de fijación de precios o clientes recurrentes, entonces no está creando una ventaja competitiva.

La próxima vez que estés mirando a una empresa con una marca reconocida o una que argumente que su marca es valiosa dentro de cierto nicho de mercado, pregúntate si la empresa es capaz de cobrar una prima con relación a productos competidores similares. Si no puede hacerlo, tal vez la marca no valga mucho.

Por ejemplo, mira a Sony, que por cierto es una marca de sobra conocida. Si lo estuvieras comparando con reproductores de DVD de características similares de Philips Electronics o Samsung o Panasonic, pregúntate si pagarías más por un reproductor de DVD solamente porque tiene inscrito el nombre de Sony. Son altas las probabilidades de que no lo harías —al menos la mayoría no lo haría—, porque cuando compran productos de electrónica, para los consumidores las características técnicas y el precio son en general más importantes que las marcas.

Ahora compara a Sony con dos empresas que venden productos muy distintos, el diseñador de alta joyería Tiffany & Company y el proveedor de productos de construcción USG Corporation. Lo que estas tres empresas tienen en común es que venden productos que no son muy diferentes de los que venden sus competidores. Quita el logo de Sony y sus productos parecen los mismos que los de cualquier otro. Retira un diamante de Tiffany de su caja azul y no parece distinto de uno vendido por Blue Nile o Borsheims. Y el pladur de yeso patentado de USG es exactamente igual que el que venden sus competidores.

Pese a ello, Tiffany es capaz de cobrar a sus clientes mucho más de media por diamantes con las mismas especificaciones que aquellos que venden sus competidores, principalmente porque vienen en una preciosa caja azul. Por ejemplo, en el momento de escribir esto, un diamante de 1,08 quilates de corte ideal con color G y claridad VS1 montado sobre un anillo de platino se vende por 13.900 dólares en Tiffany. Un anillo de diamante con el mismo tamaño, color y claridad, con un corte similar y un anillo de platino se vende por 8.948 dólares en Blue Line. (¡Ésa es una caja azul cara!) La historia de USG es todavía más increíble, porque a diferencia de Tiffany, que es una marca de lujo que sería más lógico que pudiera cobrar una prima, USG vende pladur, el producto más de andar por casa que podamos imaginarnos. Más aún, en esencia, la placa para construir tabiques de USG es igual que la de sus competidores. Mira cómo describe Sheetrock (su producto de pladur) USG:

[...] yeso con núcleo revestido resistente al fuego con papel de revestimiento ciento por ciento reciclado, y en la cara trasera con acabado de papel liner ciento por ciento reciclado. El papel frontal está doblado alrededor de largos bordes para reforzar y proteger el centro y los extremos, y tiene un corte cuadrado con un acabado suave. Los largos bordes de los paneles son cónicos, permitiendo uniones reforzadas y encubiertas con el sistema de acabado interior de USG.

Ahora, compara esto con la descripción de pladur de un competidor:

[...] yeso con núcleo resistente al fuego revestido con papel ciento por ciento reciclado con acabado natural en su cara frontal y un resistente papel liner en la cara trasera. El papel frontal está doblado alrededor de largos

bordes para reforzar y proteger el centro y los extremos, y tiene un corte cuadrado con un acabado suave. Los largos bordes de los paneles son cónicos, permitiendo uniones reforzadas y encubiertas con un sistema compuesto conjunto.

Las dos descripciones son iguales, casi palabra por palabra. Pero, por lo general, Sheetrock cobra una prima de entre un 10 y un 15 por ciento porque USG se comercializa muchísimo en el sector de la construcción, y cosecha una reputación por su durabilidad y resistencia.

Si una empresa puede cobrar más que sus rivales por los mismos productos simplemente por venderlo bajo una marca, es muy probable que esa marca constituya un formidable foso defensivo. Piensa en la aspirina de Bayer, es el mismo compuesto químico que las otras aspirinas, pero Bayer puede cobrar casi el doble que las aspirinas genéricas. Eso es una marca poderosa.

Por supuesto, la habilidad para adornar con una marca un producto de tipo *commodity* es relativamente rara. La mayoría de las marcas están unidas a productos diferenciados como Coca-Cola, las galletas Oreo o los coches de Mercedes-Benz. En estos casos, la marca es valiosa porque reduce los costes de búsqueda del consumidor, pero eso no le otorga a la empresa el poder de fijar precios. En otras palabras, sabes cómo sabrá un refresco si lleva la etiqueta de Coca-Cola y sabes que un coche será lujoso y duradero porque está fabricado por Daimler AG, pero la Coca-Cola no cuesta más que Pepsi ni los Mercedes-Benz cuestan más que los BMW.

Coca-Cola y Pepsi cuestan casi lo mismo, pero su sabor es diferente. Lo mismo pasa con Oreo y las galletas Hydrox. Mercedes-Benz no puede cobrar una prima con relación a coches de similares características, pero trabaja duro para asegurarse de que sus productos hagan honor a la reputación de calidad y durabilidad que acompaña a la marca. Pero dado que producir coches que sobrepasen a la competencia cuesta dinero, es difícil argumentar que gracias a su marca Mercedes-Benz tenga una ventaja en rentabilidad.

El gran peligro de un foso económico basado en una marca reside en que si una marca pierde su «brillo», la empresa ya no será capaz de cobrar una prima en el precio. Por ejemplo, Kraft solía dominar el mercado del

queso rallado hasta que las tiendas de ultramarinos introdujeron productos de marca blanca y los consumidores se dieron cuenta de que por un precio más bajo podían tener prácticamente lo mismo —después de todo, el queso procesado es el queso procesado.

La conclusión es que las marcas pueden crear ventajas competitivas duraderas, pero en realidad importa mucho menos la popularidad de la marca que lo que esa marca afecta al comportamiento del consumidor. Si por el mero hecho de ser de esa marca los consumidores pagaran más por un producto —o lo compraran con más regularidad—, tienes pruebas contundentes de la existencia de un foso. Pero hay multitud de marcas reconocidas asociadas a productos y empresas que luchan por tener rentabilidades económicas positivas.

## **Los abogados de propiedad intelectual conducen buenos coches**

¿No sería estupendo tener protección legal y quitar por completo a tus competidores la posibilidad de vender tu producto? Eso es lo que hacen las patentes, y si bien pueden ser fuentes inmensamente valiosas de fosos económicos, no siempre son tan duraderas como uno podría imaginar.

En primer lugar, las patentes tienen una vida finita, y es una certeza absoluta que una vez que una lucrativa patente expire la competencia llegará pronto. (Pregunta a cualquier multinacional farmacéutica.) En ocasiones, las maniobras legales pueden extender la vida útil de un producto patentado, pero, por supuesto, a no ser que te especialices en derecho de propiedad intelectual, adivinar qué equipo de abogados ganará una batalla de patentes es un juego con malas probabilidades.

Las patentes tampoco son irrevocables —pueden ser impugnadas, y cuanto más rentable sea la patente, más abogados habrá intentando encontrar formas de atacarla—. Muchos fabricantes de medicamentos genéricos, por ejemplo, hacen de desafiar a las grandes farmacéuticas una actividad fundamental de su negocio. Puede que tengan éxito en sólo uno de cada diez desafíos, pero la recompensa por un desafío exitoso es tan alta que los retos siguen llegando.

En general, merece la pena ser precavido con cualquier empresa que dependa de un número pequeño de productos patentados, ya que cualquier desafío a esas patentes dañaría seriamente la empresa y es probable que sea muy difícil de predecir. Además de una amplia variedad de productos patentados, la única ocasión en la que las patentes constituyen una ventaja competitiva duradera es cuando la empresa ha demostrado un historial de innovación que estás convencido que podrá continuar. Piensa en 3M, que tiene miles de patentes en cientos de productos, o en una empresa farmacéutica grande como Merck o Eli Lilly. Estas empresas han estado produciendo patentes durante años, y su historial de éxitos da una garantía razonable de que los productos patentados en la actualidad serán reemplazados por nuevos productos patentados.

En gran medida, las marcas son como las patentes, en el sentido de que a menudo pueden parecer una ventaja competitiva casi insuperable. Pero también son un ejemplo de la manera en que el capital siempre busca los sitios de mayor retorno, por eso están bajo amenaza con tanta frecuencia. En Morningstar solemos asignar fosos sólo a las empresas con carteras de patentes diversificadas e históricas de innovación. A menudo, las empresas cuyo futuro se sostiene sobre un único producto patentado prometen retornos que suenan demasiado bonitos para ser ciertos, y lo habitual es que eso es lo que son.

## Una pequeña ayuda del hombre

Las licencias regulatorias que dificultan —o imposibilitan— a la competencia entrar en el mercado son la última categoría de activos intangibles que puede crear ventajas competitivas duraderas. Por lo general, esta ventaja es más potente cuando para operar en un mercado una empresa precisa de aprobación por parte del regulador, pero no está sujeta a supervisión sobre cómo fija los precios de sus productos. Puedes pensar en el contraste entre las empresas de servicios públicos y empresas farmacéuticas. Sin aprobación, ninguna puede vender su producto (energía o drogas) a los consumidores, pero los reguladores controlan cuánto puede cobrar la *utility*, mientras que la Agencia de Estados Unidos para la Administración de Alimentación y Drogas no tiene nada que decir sobre el precio de los fármacos. No debería extrañarnos que hoy en día las farmacéuticas sean mucho más rentables que las *utilities*.

En pocas palabras, si puedes encontrar una empresa capaz de fijar precios como un monopolio sin estar regulado como si lo fuera, es probable que hayas encontrado una empresa con un gran foso económico.

La industria de calificación crediticia de bonos es un gran ejemplo de apalancar una ventaja regulatoria hasta una posición cuasimonopolística. De cara a proporcionar una calificación crediticia de los bonos emitidos por Estados Unidos, una empresa debe obtener la designación de «organización de calificaciones estadísticas reconocida a escala nacional». Así que, de primeras, cualquier competidor en potencia sabe que si quiere competir en esa industria debe pasar una pesada inspección regulatoria. Por lo tanto, no debería sorprender que las empresas que califican bonos sean increíblemente rentables. Moody's Investors Service, por ejemplo, arroja márgenes operativos cercanos al 50 por ciento (no es una errata) y retornos sobre el capital del 150 por ciento.

Pero no necesitas calificar bonos para disfrutar de una sólida ventaja competitiva basada en una aprobación regulatoria. Mira la industria de las máquinas tragaperras, que está todo lo lejos que podrías imaginar del serio negocio de los bonos.

Como cabe esperar, las tragaperras están muy reguladas para asegurar que las máquinas no dan a los casinos más ventaja que la estipulada por la ley y evitar que gente sin escrúpulos amañe las máquinas para su propio beneficio. Que te autoricen a fabricar y vender máquinas tragaperras no es fácil, y perder esta autorización podría ser financieramente devastador. WNS Industries, uno de los jugadores más pequeños de la industria, perdió en 2001 durante un tiempo la aprobación regulatoria después de un fallo de software, y a la empresa le costó tres años recuperar los niveles de beneficio previos al fallo informático.

A pesar de ello, las barreras regulatorias son lo bastante onerosas como para que en Estados Unidos haya sólo cuatro jugadores relevantes en la industria de máquinas tragaperras, y no ha habido un nuevo competidor en muchos años. Dado que vender máquinas tragaperras es un negocio muy rentable, podrías esperar que un advenedizo utilizase los problemas de WMS como una oportunidad para penetrar en la industria, pero eso no sucedió, en parte porque las barreras regulatorias son muy altas.

Las empresas que ofrecen titulaciones de grado superior, como Strayer Education o Apollo Group, también precisan de aprobaciones regulatorias, llamadas «acreditaciones». En Estados Unidos hay diferentes niveles de acreditación, y el más valioso de todos —que facilita a los estudiantes transferir créditos a las universidades públicas— no es para nada fácil de conseguir.

Tener una acreditación es en sí mismo una ventaja competitiva enorme, porque para los estudiantes una titulación de una universidad sin acreditación vale mucho menos que una de una universidad acreditada. Más aún, sólo las universidades acreditadas pueden aceptar estudiantes subvencionados por el gobierno federal, y puesto que para la mayoría de las instituciones educativas no elitistas esto es una enorme fuente de ingresos, los competidores en potencia son puestos en una gran desventaja. En esencia, sin estar acreditado no hay forma de competir con empresas predominantes en esta industria altamente rentable, y las agencias regulatorias sólo otorgan la acreditación a regañadientes.

Moody's, la industria de las máquinas tragaperras y la industria de empresas educativas con ánimo de lucro son ejemplos de licencias únicas o

aprobaciones que otorgan a las empresas ventajas competitivas duraderas. Pero esta clase de fosos no siempre se basa en una gran licencia; a veces, una colección de autorizaciones más pequeñas y difíciles de conseguir puede construir el mismo amplio foso.

Mi ejemplo favorito de esto es lo que llamo las empresas NEMP («no en mi patio»), como las empresas de transporte de basura y los productores de agregados. Después de todo, ¿quién quiere un vertedero o una cantera de piedras en su vecindario? Casi nadie, lo que significa que los vertederos y las canteras de piedras ya existentes son extremadamente valiosos. Por lo tanto, es casi imposible conseguir que aprueben nuevos.

La basura y la gravilla pueden parecer no muy excitantes, pero el foso creado por las calificaciones de las miniaprobaciones es muy duradero. Después de todo, las empresas como las de transporte de basura y los productores de agregados dependen de cientos de aprobaciones municipales que es poco probable que desaparezcan en masa de la noche a la mañana.

Lo que de verdad hace que estos vertederos y canteras aprobados a escala local sean tan valiosos para empresas como Waste Management y Vulcan Materials es que la basura y la gravilla son por definición negocios locales. No puedes vaciar la basura a cientos de kilómetros de donde es recogida, y no puedes transportar los agregados mucho más allá de 70 u 80 kilómetros desde la cantera sin aumentar tus costes por encima del mercado. (La basura es pesada y la gravilla es aún más pesada.) Así que en estas industrias, las aprobaciones locales para los vertederos y las canteras crean minifosos.

Compara la basura y la gravilla con otra industria que tiene características de NEMP, la refinería. Aunque en Estados Unidos no se ha construido durante décadas una nueva refinería, y las aprobaciones locales para la expansión de refinerías ya existentes es bastante difícil de conseguir, la situación económica de una refinería no es tan buena como la de un vertedero o una cantera de piedras. La razón es simple: la gasolina refinada tiene una ratio valor/peso muy alta, y mediante oleoductos también puede ser desplazada con mucha rapidez.

Así que si una refinería intentase subir los precios en una zona concreta, la gasolina de refinerías más lejanas fluiría hacia esa localidad para tomar

ventaja de los precios más elevados. Como resultado, aunque hay variaciones regionales en el precio de la gasolina, las refinerías apenas logran retornos sobre el capital entre el único dígito alto y los dos dígitos bajos en un ciclo, mientras que los productores agregados y los transportistas de basura disfrutan durante muchos años de retornos sobre el capital empleado más estables de entre el 15 y el 20 por ciento.

## **Un foso menos, aún quedan tres más**

Aunque tal vez los activos intangibles sean sólo eso —no puedo arrastrar una marca o una patente de una estantería y enseñártela—, pueden ser extremadamente valiosos como fuentes de ventajas competitivas. La clave para evaluar los activos intangibles es pensar en cuánto valor pueden crear para una empresa y cuánto tiempo es probable que duren.

Una marca conocida que no confiera el poder de fijar precios o aumentar la cautividad del consumidor no es una ventaja competitiva, no importa cuán familiarizada esté la gente con ella. Y una aprobación regulatoria que no cree unos elevados retornos sobre el capital —piensa en refinerías— no es tan valiosa. Por último, una cartera de patentes que es demasiado vulnerable a desafíos legales, quizás porque no esté diversificada, o porque la empresa no tenga nada en su línea de lanzamiento de productos, en gran medida no constituye un foso. Pero si logras encontrar una marca que otorga poder de fijación de precios o una aprobación regulatoria que limita la competencia, o una empresa con una serie diversificada de patentes y un sólido historial de innovación, entonces son buenas las probabilidades de que hayas encontrado una empresa con un foso.

### **Resumen**

1. No siempre las marcas más conocidas son marcas rentables. Si una marca no logra que los clientes paguen más, puede que no cree una ventaja

competitiva.

2. Es fantástico tener patentes, pero los abogados de propiedad intelectual no son pobres. Los desafíos legales son el mayor riesgo para un foso defensivo logrado vía patente.

3. Las regulaciones pueden limitar la competencia. ¿No es agradable cuando el Estado hace algo bueno por ti? Pero antes que una gran norma que pueda ser cambiada, la mejor clase de foso regulatorio es aquel creado por un número reducido de reglas a pequeña escala.

## **Capítulo cuatro**

### **Costes de sustitución**

***Los consumidores pegajosos no son un engorro, son de oro***

¿CUÁNDO FUE LA ÚLTIMA vez que cambiaste de banco? A no ser que te hayas mudado recientemente, me apuesto a que la respuesta es «desde hace mucho», y no serías el único en estar atado a tu actual banco. Si hablas con banqueros, descubrirás que la rotación media de los depósitos es de alrededor del 15 por ciento, lo que implica que el consumidor medio conserva una media de seis o siete años su cuenta corriente con un banco.

Si piensas en ello, es un largo período. Después de todo, el dinero es la última mercancía, y las cuentas de los bancos no varían mucho en sus características. ¿Por qué las personas no cambian de banco con frecuencia

en búsqueda de mayores tipos de interés y menores comisiones? Al fin y al cabo, las personas conducirán unos kilómetros de más para ahorrarse unos centavos en cada litro de gasolina, y eso son sólo 1 o 2 dólares de ahorro por repostaje. Un banco que te cobre comisiones insignificantes por retrasos en tus pagos y similares, podría ahorrarte con facilidad mucho más que esa gasolinera alejada.

Por supuesto, la respuesta es bastante sencilla. Cambiar de la gasolinera más cercana a la más barata sólo te cuesta cinco o diez minutos extra. Eso es todo. Más aún, sabes de sobra que es el único coste, porque la gasolina es gasolina. Pero cambiar de cuenta bancaria implica llenar papeles en la nueva entidad bancaria, y es probable que tengas que cambiar todos los pagos domiciliados. Así que en definitiva el coste conocido es más que unos minutos. Y también está el lío que aún desconoces, y puede ocurrir si tu actual banco se retrasa o comete errores con el traspaso a tu nuevo banco —tu nómina podría quedar en el limbo o quizás dejes de pagar la factura de la luz.

Estoy seguro de que entiendes por qué los bancos están autorizados a imprimir dinero. El banco estadounidense medio genera un retorno sobre el capital del 15 por ciento, una rentabilidad que con claridad está por encima de la de cualquier otro tipo de compañía. Hay muchas razones para explicar esto, pero una de las mayores es que si quieren moverse de un banco a otro, los consumidores de banca incurren en un coste de sustitución o reemplazo. Hablando claro, cambiar de cuenta bancaria es un auténtico coñazo, así que la gente no lo hace muy a menudo. Los bancos saben esto, así que toman ventaja de la reticencia de los consumidores a irse, y les dan un poco menos de intereses y les cobran mayores comisiones de las que tendrían si cambiar de cuenta bancaria fuese tan sencillo como ir de una gasolinera a otra.

Como puedes ver, los costes de sustitución son una valiosa ventaja competitiva porque si es poco probable que los consumidores se vayan con un competidor, una empresa puede extraer más dinero de sus consumidores. Encuentras costes de sustitución cuando el beneficio de cambiar del producto de la empresa A al producto de la empresa B es menor que el coste de hacerlo.

A no ser que tú mismo utilices un producto —como una cuenta corriente—, las empresas que se benefician de los costes de sustitución suelen ser difíciles de encontrar porque necesitas ponerte en la piel del consumidor para entender realmente la balanza entre los costes y los beneficios. Y, como cualquier ventaja competitiva, los costes de sustitución pueden fortalecerse o debilitarse con el tiempo.

Empecemos con una empresa de software que quizás te sea familiar: Intuit, que fabrica QuickBooks y TurboTax. Durante ocho años, Intuit ha generado retornos sobre el capital cercanos al 30 por ciento, y cada uno de sus dos productos estrella ha logrado retener más del 75 por ciento de la cuota de su respectivo mercado gracias a impedir de manera exitosa que la competencia —que en más de una ocasión ha incluido a Microsoft— entrase en su negocio principal. Como el ejemplo del banco, cuando lo miramos con detenimiento esto es algo sorprendente. La tecnología cambia con rapidez, así que es poco probable que Intuit haya evitado a la competencia simplemente por tener un software con mejores prestaciones, y Microsoft no es perezosa a la hora de aplastar a la competencia. La respuesta está en los costes de sustitución.

Aunque sin duda decisiones estratégicas de Intuit, como enfocarse en la fácil usabilidad y en tener un amplio menú de versiones de software para adaptarse a diferentes consumidores, han ayudado a la compañía, una razón de peso por la que Intuit ha mantenido su cuota de mercado en estos dos productos es porque para los usuarios de QuickBooks y TurboTax hay elevados costes de sustitución.

Si estás dirigiendo una pequeña empresa y ya has introducido todos los datos de la empresa en QuickBooks, cambiarte a un programa de la competencia te costará tiempo. Este tiempo es valioso, en especial para el dueño de una pequeña empresa que es muy posible que desempeñe múltiples funciones al mismo tiempo. Aun en el caso de que un programa de la competencia ofreciera una función de importación de datos, es alta la probabilidad de que el consumidor quiera revisar los datos por sí mismo porque esa información es la esencia financiera de la empresa. Así que sin duda el coste en tiempo será bastante alto.

Y de la misma forma que cuando cambiamos de banco corremos el riesgo de que nuestras cuentas bancarias se mezclen, cambiando de QuickBooks a un programa de la competencia el dueño de un pequeño negocio corre el riesgo durante esa transición de perder parte de la valiosa información financiera. Si crees que una factura de gas sin pagar por culpa de un cambio de cuenta bancaria es un problema, imagina si el dueño de un pequeño negocio no tuviese suficiente efectivo para pagar a sus empleados porque el programa contable no envió una factura a un consumidor.

¿Y cuáles son los beneficios de cambiarse? Quizá el programa de la competencia sea un poco más barato, o tal vez tenga algunas prestaciones de las que QuickBooks carece. Pero la contabilidad básica tiene quinientos años de antigüedad, así que no es probable que un nuevo programa contable pueda revolucionar la manera en que los pequeños negocios mantienen el seguimiento de sus finanzas. Ponderando ambos lados, es difícil ver cómo los beneficios de cambiarse pueden superar los costes —que es por lo que Intuit ha dominado el mercado durante años, y es muy posible que continúe dominándolo.

Lo mismo se podría contar del programa TurboTax de Intuit, aunque de algún modo los costes de sustitución son menores porque hay menos datos personales incorporados y el código fiscal cambia cada año, lo que permite a un competidor en potencia una entrada más fácil en el mercado. Pero para convencer a la gente que ve los impuestos como una tarea anual tener que molestarte en aprender un nuevo programa para el pago de impuestos, una empresa que quiera competir todavía necesitaría ofrecer un programa significativamente más sencillo de usar, más barato o más centrado en las prestaciones. La mayoría de la gente odia llenar sus impuestos, ¿así que por qué incurría en un mayor coste de tiempo aprendiendo un nuevo programa de pago de impuestos?

## Unidos por la cadera

Intuit es un clásico ejemplo de una amplia categoría de costes de sustitución que podría hacer referencia a empresas que se benefician de la estrecha integración en los negocios de sus clientes. Las pequeñas empresas siguen utilizando QuickBooks porque se convierte en una parte más de sus operaciones diarias, y separarlo de su negocio para empezar de cero con un nuevo programa contable sería costoso y es probable que también peligroso.

Quizá éste sea el coste de sustitución más común, y lo vemos en una gran variedad de empresas. Mira Oracle, la gigante empresa de software que vende programas para grandes bases de datos que grandes compañías multinacionales usan para almacenar y recuperar enormes cantidades de datos. Dado que rara vez los datos tienen algún uso en su forma primaria, las bases de datos de Oracle normalmente necesitan conectarse a otros programas de software que analicen, presenten o manipulen esos datos primarios. (Piensa en el último artículo que adquiriste online. Es muy probable que los datos primarios sobre el producto se encontraran en una base de datos de Oracle, pero otros programas unieron esa información para mostrarte la página web desde la que hiciste la compra.)

Así que si una empresa quisiera cambiar de una base de datos de Oracle a una ofrecida por un competidor, no sólo tendría que mover todos los datos con fluidez de la vieja base de datos a la nueva, sino que también tendría que reajustar los distintos programas que extraen esos datos de Oracle. Esa alternativa requiere mucho tiempo y es costosa, por no mencionar el riesgo —la conversión puede no funcionar, lo cual puede suponer una gran interrupción del negocio—. Para que una empresa elija pagar el enorme coste de apagar sus bases de datos de Oracle e instalar otra nueva, la base de datos de la competencia tendría que ser increíblemente mejor (o más barata) que una base de datos de Oracle.

Los procesadores de datos y custodios de valores están en el mismo campo que Oracle. Empresas como Fiserv, Inc., y State Street Corporation hacen las labores de *back-office* para bancos y gestoras de fondos —en esencia, gestionan todo el procesamiento y archivo de datos que permite que los bancos y las gestoras de fondos funcionen sin contratiempos—.

Estas empresas están tan integradas en los negocios de sus clientes que a menudo arrojan tasas de retención del 95 por ciento o superiores, convirtiendo una gran parte de los ingresos de su negocio en anualidades.

Ahora imagina el caos en un banco si por la noche sus libros de contabilidad no cuadrasen, o la alteración en una empresa de gestión de patrimonios si los clientes recibiesen información incorrecta del valor de mercado de sus posiciones. En este caso, teniendo en cuenta lo descontentos que estarían los consumidores si fuese mal el procesado de datos del *back-office*, quizá el riesgo de cambiarse supera cualquier otra consideración monetaria o de tiempo. Dado que casi todos los clientes son reacios a dejar su actual custodio o procesador de datos, no es de extrañar que para estas empresas el desafío no sea hacer dinero, sino incrementar las ventas.

Por supuesto, este tipo de ventaja competitiva no está solamente limitada a empresas de servicios y fabricantes de software. Por ejemplo, hay una estupenda empresa llamada Precision Castparts que vende componentes superduros de metal, de alta tecnología, utilizados en los motores de aeronaves de reacción y en las turbinas de centrales eléctricas. Piensa por un minuto en la baja tolerancia a los fallos en este tipo de productos. Las turbinas de vapor de las centrales eléctricas pueden pesar más de 200 toneladas y girar a 3.000 revoluciones por minuto, imagina las consecuencias de una hoja de turbina agrietada. Y, por supuesto, sería algo muy malo la avería de un motor de avión a 9.000 metros de altura.

Por ello no debería sorprendernos que Precision haya estado durante más de treinta años vendiendo a algunos de sus clientes, ni que cuando diseñan nuevos productos sus ingenieros trabajen con clientes como General Electric. Mira la balanza coste/beneficio. Siempre y cuando Precision mantenga sus estándares de calidad, el único beneficio de GE de cambiar a un nuevo proveedor sería monetario. De modo que al reemplazar a Precision por otro, GE quizá sea capaz de construir turbinas y motores de reacción por menos dinero, lo que puede ayudarle a conseguir mayores márgenes de beneficio cuando vende sus productos.

Pero ¿qué pasa con el coste? Bueno, el coste explícito es muy alto —la nueva empresa tendría que dedicar tiempo para conocer los productos de GE con tanto detalle como Precision los conoce en la actualidad—, pero el

auténtico coste es el riesgo. Al fin y al cabo, basta con un accidente de gran repercusión mediática causado por el fallo de un componente metálico para dañar seriamente la reputación de GE, lo que en definitiva afectaría a sus ventas futuras.

El resultado es que Precision puede ganar unos márgenes muy grandes en los componentes que vende, en parte porque si quieren ahorrarse dinero por el cambio, sus clientes tendrían que encontrar a un proveedor fiable. (La empresa también lo hace bien controlando los costes.) Ese coste de sustitución, creado gracias a llevar años ofreciendo componentes de alta calidad a sus clientes, es lo que le da una ventaja competitiva a Precision.

## **Los costes de sustitución están en todas partes**

Lo maravilloso de los costes de sustitución es que aparecen en toda clase de industrias. Volviendo al software, el foso de Adobe también se basa en costes de sustitución. Diseñadores incipientes aprenden en la escuela con los programas Photoshop e Illustrator, y son lo bastante complejos como para que cambiar a otro programa implique formarse de nuevo. Autodesk, otra empresa de software que desarrolla AutoCAD, el software de diseño digital que se utiliza para crear desde puentes hasta edificios, está en una posición análoga. La mayoría de los ingenieros aprende AutoCAD en la universidad, y sus futuros empleadores no tienen ningún deseo de incurrir en una pérdida de productividad por tener que volver a formarlos con un nuevo software.

En los servicios financieros, las gestoras de fondos tienen costes de sustitución que de alguna manera son análogos a los de los bancos. El dinero que entra en un fondo de inversión o en una cuenta de una gestora patrimonial tiende a quedarse ahí —a esto lo llamamos activos viscosos—, y ese dinero genera comisiones durante muchos años. Por ejemplo, durante

los escándalos de *market-timing* en el mundillo de los fondos de inversión, incluso cuando algunas gestoras de fondos fueron sorprendidas haciendo cosas descaradamente ilegales, la mayoría mantuvo suficientes activos bajo gestión para permanecer rentables pese a las costas judiciales y los reembolsos a los inversores.

Aunque es probable que el coste explícito de cambiar la cuenta de un fondo de inversión de la empresa A a la empresa B sea menor que cambiarse de cuenta corriente, la mayoría de las personas percibe los beneficios como inciertos. Tienen que convencerse, en primer lugar, de que la nueva y menos conocida gestora será mejor que la gestora que han estado utilizando, lo que en esencia significa admitir que cometieron un error eligiendo su actual gestora. Esto es duro para la mayoría de las personas, así que el patrimonio tiende a quedarse donde está. Tal vez de manera explícita los costes de sustitución no sean tan grandes, pero los beneficios de cambiarse son tan inciertos que la mayoría de la gente toma el camino del mínimo esfuerzo, y simplemente se queda donde está.

En el sector energético, un negocio tan común como el de la distribución de propano tiene bastantes costes de sustitución. En muchas zonas rurales de Estados Unidos, la gente no está enganchada a una red de distribución de gas natural, así que obtienen el gas para calentarse y cocinar de tanques de propano situados cerca de sus casas. En general, estos tanques no son propiedad de los consumidores, sino que se alquilan a la empresa que suministra el propano. Así que si un nuevo proveedor de propano se acerca con un mejor precio y el consumidor llama a su proveedor existente para cancelar el servicio, el actual proveedor tendrá que sustituir el tanque por uno nuevo, lo que es una gran molestia.

Sobra decir que la gente no cambia muy a menudo de distribuidor de propano, en especial porque si se cambia a un competidor, el distribuidor actual suele cobrar una comisión. Esto da a los distribuidores un aceptable poder de fijación de precios, y la prueba financiera de ello son sus elevados retornos sobre el capital.

En la asistencia sanitaria, con frecuencia las empresas fabricantes de equipamiento de laboratorio se benefician de los costes de sustitución. Waters Corporation, por ejemplo, desarrolla máquinas sofisticadas y caras

que realizan un proceso llamado cromatografía líquida (CL), que para una mayor purificación y control de calidad separa sustancias en sus componentes químicos. Una máquina CL puede examinar el agua para detectar si está contaminada o contiene impurezas de petróleo. Una empresa que quiera cambiarse de máquinas de Waters CL a un competidor, no sólo tendría que desembolsar el elevado coste de una nueva máquina CL —entre 50.000 y 100.000 dólares—, sino que además necesitaría reciclar a un pequeño ejército de técnicos de laboratorio para usar la nueva máquina, lo que significa tiempo perdido y un descenso de la productividad. Dado que el proceso de CL requiere de un constante uso de consumibles que son extremadamente rentables para Waters, puedes ver que estos costes de sustitución ayudan a Waters a conseguir extraordinarios retornos sobre el capital de alrededor del 30 por ciento.

Notarás que no he mencionado muchas empresas orientadas al consumidor, como tiendas de comercio minorista, restaurantes, productos envasados y similares. Eso se debe a que la principal debilidad de estas compañías son sus bajos costes de sustitución. Sin ningún esfuerzo, puedes andar de una tienda de ropa a otra, o elegir en el supermercado otra pasta de dientes. Eso hace que para el comercio minorista y los restaurantes sea muy difícil crear fosos alrededor de sus negocios. Algunos, como Walmart y Home Depot, pueden hacerlo mediante las economías de escala, y otros, como Coach, pueden crear fosos construyendo poderosas marcas; pero, en general, las empresas orientadas al consumidor sufren de bajos costes de sustitución.

Los costes de sustitución pueden ser difíciles de identificar porque a menudo necesitas tener una profunda comprensión de la experiencia del consumidor —lo cual suele ser difícil si no eres el consumidor—. Pero este tipo de foso económico puede ser muy poderoso y duradero, así que merece la pena tomarse el tiempo de buscarlos. Espero que los ejemplos de este capítulo te hayan aportado elementos para la reflexión. Nuestra tercera fuente de ventajas competitivas es la materia del próximo capítulo. Aunque es defendible decir que es un tipo de coste de sustitución, el efecto red es un foso económico tan único y potencialmente poderoso que se merece su propia categoría.

## **Resumen**

1. Las empresas que se lo ponen difícil a los consumidores para usar los productos o servicios de los competidores crean costes de sustitución. Si es menos probable que los consumidores cambien de compañía, la empresa puede cobrar más, lo que ayuda a mantener los elevados retornos sobre el capital.
2. Los costes de sustitución pueden adoptar muchas formas como, por nombrar sólo unas pocas, la ajustada integración con los consumidores de un negocio, costes monetarios, costes de reentrenamiento.
3. Tu banco gana mucho dinero gracias a los costes de sustitución.

## **Capítulo cinco**

### **El efecto red**

#### ***Tan poderoso que tiene su propio capítulo***

SIEMPRE ME HAN ASOMBRADO esas personas que parece que conocen a todo el mundo. Quizá conoces a alguien así, piensa en ese amigo que sin esfuerzo charla de manera informal con todo el mundo que conoce, y gira una Rolodex del tamaño de una bola de billar (Rolodex es un archivador rotatorio empleado para archivar las tarjetas de visita). Estas personas crean enormes redes de contactos que los hacen ser amistades deseables, porque cuantas más personas conocen, mayor es el número de personas a las que pueden conectar para beneficio mutuo. Su valor social aumenta a medida que crece el número de personas de su red de contactos.

Los negocios que se benefician del efecto red son muy similares; es decir, el valor de su producto o servicio se incrementa con el número de

usuarios. Esto puede parecer demasiado simple, pero en realidad es bastante inusual. Piensa en tu restaurante favorito. Ese negocio ofrece valor proporcionando buena comida a un precio razonable. Es probable que no te importe mucho si el sitio está abarrotado o vacío, y en realidad tal vez preferirías que no estuviera abarrotado. El valor del servicio es casi completamente independiente de cuántas otras personas lo usan.

Ahora piensa en alguna empresa grande, como las que forman parte del Dow Jones Industrial Average, por ejemplo. (He incluido como un recordatorio el cuadro 5.1 con las acciones en el Dow.) ¿ExxonMobil Corporation? Un negocio fantástico, pero gana dinero vendiendo productos de energía por un precio mayor que el coste de encontrarlos. Que ExxonMobil tenga más clientes es una buena señal, pero no es algo en lo que pienses cuando estás decidiendo qué gasolinera elegir. ¿Citigroup? Las empresas no usan su banca corporativa porque sus homólogos lo hagan, usan Citi porque ofrece tipos de interés atractivos en los préstamos. ¿Walmart? Es la misma historia. Los bajos costes del gigante minorista vienen en parte de su enorme tamaño, pero la gente no compra en Walmart porque otras personas compran en Walmart, compran ahí porque las cosas son baratas.

Siguiendo con empresas del Dow Jones, ¿qué pasa con American Express? Ah, ahora sí que hemos dado con algo. Las ventajas que Amex ofrece a sus usuarios le permiten competir con otras tarjetas de crédito, pero si sus tarjetas no fuesen aceptadas en millones de comercios en los que la gente se quiere gastar dinero, Amex podría ofrecer el triple de ventajas y aun así tendría un número limitado de clientes. Lo que confiere a Amex una ventaja competitiva sobre cualquier otra empresa que quiera empezar de cero una nueva tarjeta de crédito es esa enorme red de comercios. Cuantos más sitios haya en los que puedas usar tu tarjeta Amex, más valiosa se vuelve la tarjeta para ti, lo cual en gran medida explica el reciente interés de Amex en lograr que su tarjeta sea aceptada en pequeños comercios como tiendas de conveniencia y gasolineras.

### **CUADRO 5.1 Empresas en el Dow Jones Industrial Average**

<i>Acción</i>	<i>Industria</i>	<i>Ticker</i>
IBM	Equipamiento informático	IBM

Boeing	Aeroespacial y defensa	BA
3M	Fabricación diversificada	MMM
ExxonMobil Corporation	Petróleo y gas	XOM
United Technologies	Fabricación diversificada	UTX
Caterpillar, Inc.	Maquinaria de construcción	CAT
Procter & Gamble	Productos domésticos	PG
Altria Group	Tabaco	MO
American International Group	Aseguradora	AIG
Johnson & Johnson	Fármacos	JNJ
Honeywell International, Inc.	Diversificado	HON
American Express Company	Tarjetas de crédito	AXP
Coca-Cola Company	Fabricación de refrescos	KO
McDonald's Corporation	Restaurante	MCD
Merck & Co., Inc.	Fármacos	MRK
Hewlett-Packard Company	Equipamiento informático	HPQ
Dupont El de Nemours & Co.	Química	DD
Citigroup, Inc.	Banco internacional	C
J. P. Morgan Chase & Co.	Banco internacional	JPM
Verizon Communications, Inc.	Servicios de telecomunicación	VZ
Walmart Stores, Inc.	Tiendas de descuento	WMT
AT&T, Inc.	Servicios de telecomunicación	T
General Electric	Fabricación diversificada	GE
Alcoa, Inc.	Aluminio	AA
General Motors	Fabricantes de automóviles	GM
Walt Disney	Conglomerado de medios	DIS
Home Depot, Inc.	Suministros para el hogar	HD
Microsoft Corporation	Software	MSFT
Intel Corporation	Semiconductores	INTC
Pfizer, Inc.	Fármacos	PFE

Ahora piensa cuántas redes de tarjetas de crédito hay en Estados Unidos. Las cuatro primeras —Visa, MasterCard, Amex y Discover— representan el 85 por ciento del gasto total en el país con tarjetas de crédito.

Eso es una concentración de mercado enorme, e ilustra una razón fundamental por la que el efecto red puede ser una ventaja competitiva muy poderosa: los negocios basados en redes tienden a crear monopolios naturales y oligopolios. Como ha descrito con acierto el economista y académico Brian Arthur: «De redes, habría pocas».

Esto es lógico. Si el valor de un bien o servicio se incrementa con el número de personas que lo usan, entonces los productos más valiosos basados en redes serán los que atraigan a más usuarios, creando un círculo virtuoso que expulsa a redes más pequeñas y aumenta el tamaño de las redes dominantes. Y a medida que las redes dominantes se van haciendo más grandes, también se hacen más fuertes. Ésa es una poderosa ventaja competitiva.

Por supuesto, dada la propensión de las redes a consolidarse en torno a un líder, la propia naturaleza del efecto red significa que no habrá un gran número de negocios que se beneficien del efecto red. Vamos a poner esta teoría a prueba de forma simple mirando las compañías del índice Dow Jones Industrial Average para ver cuáles de ellas se benefician del efecto red.

Resulta que dentro del Dow sólo dos empresas obtienen el grueso de su ventaja competitiva del efecto red: Amex y Microsoft. Ya hemos hablado sobre el foso de Amex y también es bastante fácil de comprender la manera en que el efecto red ayuda a Microsoft. Muchas personas utilizan Word, Office y Windows porque, bueno, muchas personas usan Word, Office y Windows.

Es difícil argumentar que Windows esté en la cumbre en cuanto a sistemas operativos para PC se refiere, pero su amplísima red de usuarios significa que para sobrevivir en la América corporativa lo básico es que sepas cómo hacer funcionar un PC con Windows. Word y Excel son similares. Aun en el caso de que un competidor se presente en escena la semana próxima con un procesador de texto o una hoja de cálculo que fuese cinco veces más sencilla de usar y a la mitad de precio, tendría dificultades en ganar cuota de mercado porque Excel y Word se han convertido (te guste o no) en el lenguaje común de los trabajadores capacitados del mundo.

Pero durante varios años ha habido en el mercado un competidor de Office llamado «OpenOffice», a un precio mucho mejor que Excel y Word —de hecho, es gratis, lo cual es un precio difícil de batir—. Los programas de procesamiento de texto y hojas de cálculo se parecen y se sienten como si fueran Word y Excel, y (en gran medida) los archivos son compatibles con sus análogos de Microsoft. He probado OpenOffice y es bastante bueno. Pero entre los negocios convencionales no ha ganado mucha cuota de mercado porque hay algunas pequeñas diferencias, y como el resto del mundo todavía utiliza Microsoft Office, la gente no se molesta en usar un programa que genera archivos que tal vez no pueda compartir con terceros.

Si un producto que es bastante bueno y no cuesta nada no puede arañar un ápice de cuota de mercado al producto de otra empresa, creo que puedes decir con seguridad que esta última empresa tiene una ventaja competitiva.

Hay otro hecho interesante que se deduce de un rápido vistazo al Dow, y es que tanto Amex como Microsoft operan en industrias relativamente nuevas. Al fin y al cabo, las tarjetas de crédito han estado presentes apenas unas décadas, y la industria del PC es todavía más joven. A medida que observes empresas basadas en redes, te darás cuenta de que no es casualidad: el efecto red es mucho más común entre los negocios basados en información o transmisión de conocimiento que entre los negocios basados en bienes físicos.

Esto es así porque la información es lo que los economistas llaman un bien no rival. La mayoría de los bienes pueden ser usados por sólo una persona al mismo tiempo —si me compro una excavadora de Caterpillar, nadie más puede usarla mientras excavo la cimentación—. (Este tipo de bienes se llaman bienes rivales.) Pero puedo utilizar la red de pagos de Amex al mismo tiempo que millones de dueños de tarjetas, de la misma forma que todas esas personas podrían usar al mismo tiempo la bolsa de Nueva York (New York Stock Exchange) para saber cuánto cuestan unas acciones de American Express. Que una persona use la red de Amex o la bolsa de Nueva York no impide a otros usar esas redes; y, de hecho, cuantas más personas utilicen esas redes más valiosas serán para otros.

El resumen es que es más probable encontrar el efecto red en negocios basados en compartir información o conectar usuarios entre sí que en

negocios que lidian con bienes (físicos) rivales. Como veremos más tarde en este capítulo, éste no siempre es el caso pero sí es una buena regla general.

Llegados a este punto, imagino que ya tienes una idea clara de por qué los efectos de red son una ventaja competitiva tan poderosa: antes de que los usuarios viesen más valor en la nueva red y se cambiase de la actual, una empresa rival tendría que replicar la red —o al menos acercarse—. En general, eso son palabras mayores. Si se dan las circunstancias apropiadas, puede suceder, como veremos más adelante en este capítulo cuando analicemos plazas financieras, pero por lo general los negocios basados en redes son bastante duraderos. Para ver por qué, echemos un vistazo a un negocio que apenas tiene una década de vida pero que ya se ha convertido en el ejemplo canónico del efecto de red: eBay.

## Redes en acción

Decir que eBay domina el mercado de subastas online de Estados Unidos es como decir que Ansel Adams tomó algunas fotografías decentes de los parques nacionales estadounidenses. Decir que domina es ser moderado. Cuando escribo esto, eBay tiene al menos un 85 por ciento de cuota de mercado del tráfico de subastas de internet en Estados Unidos, y dado que es bastante probable que los visitantes de eBay se gasten más por transacción y existen más oportunidades de que compren que los visitantes de páginas rivales, la cuota de mercado de eBay en dólares gastados en subastas online es quizá mucho mayor que un 85 por ciento. Después de la larga discusión sobre el efecto red, la razón debería ser obvia: los compradores están en eBay porque los vendedores están ahí, y viceversa.

Incluso si una página rival arrancase mañana con comisiones que fuesen una fracción de las de eBay, sería poco probable que recibiese mucho

tráfico —sin compradores ni vendedores y demás—. Y los intrépidos primeros usuarios no tendrían el beneficio del *feedback* del sistema de puntuación de eBay, diciéndoles de qué otros usuarios pueden fiarse para realizar una transacción, ni tampoco les asegurarían conseguir el mejor precio dada la escasez de otros usuarios. (Una vez pregunté a un candidato para un puesto de analista en Morningstar qué haría si yo jugase a ser un inversor de capital riesgo, le diese montones de dinero y le dijese que intentase batir a eBay en su propio juego en Estados Unidos. Lo pensó durante un minuto y contestó: «Devolvería el dinero». Buena respuesta.)

No obstante, en algunos mercados eBay no ha sido exitosa en absoluto, y examinando brevemente el porqué podemos aprender mucho del efecto red. En Japón, eBay ni siquiera tiene presencia —Yahoo! Japón tiene la mayoría del mercado de subastas online—. La razón es aún más simple de lo que cabría esperar: Yahoo! Japón ofreció servicios de subastas cinco meses antes de que eBay lo hiciera, con lo que fue capaz de acumular con rapidez un gran número de compradores y vendedores. Más aún, Yahoo! Japón tuvo la perspicacia de hacer mucha publicidad y de no cobrar comisiones iniciales, y ambos factores ayudaron a crear con mayor velocidad una masa crítica. Cuando eBay arrancó, Yahoo! Japón ya había ganado —usando el mismo efecto red que había permitido a eBay dominar el mercado en Estados Unidos—. eBay se tiró unos cuantos años intentando competir, pero al final reconoció que había sido derrotada y se retiró por completo de Japón.

Si las experiencias de eBay en Estados Unidos y Japón son ejemplos precisos de cómo una ventaja temprana puede construirse a sí misma cuando las economías de redes entran en juego, las penas de la empresa en China muestran que no siempre ser el primero es suficiente. En algunas ocasiones, incluso los fosos basados en el efecto red pueden ser vencidos. Hace unos años, en un momento eBay operaba la página de subastas online más grande de China, con una cuota cercana al 90 por ciento del tráfico. No obstante, apareció un competidor local que redujo de manera drástica sus comisiones a cero e introdujo algunas características en especial atractivas para el mercado chino. EBay perdió cuota de mercado con rapidez, y al final se retiró de ese mercado.

Aquí la lección es que en un mercado de fuerte crecimiento con preferencias de los consumidores que todavía se están formando sobre un nuevo tipo de servicio —en este caso subastas online—, el efecto red puede ser el blanco de un ataque exitoso. Por supuesto, la lenta respuesta de eBay a las amenazas de la competencia no ayudó, como tampoco lo hizo el hecho de que en esta ocasión el competidor fuera una empresa china y ganase por lo tanto cierta ventaja por ser considerada como el héroe local.

Suficiente sobre eBay, pasemos a analizar otros ejemplos de efectos de red en acción.

No es un gran salto pasar de eBay, que es simplemente un mercado online para todo tipo de bienes físicos, a un mercado financiero como el NASDAQ, la bolsa de Nueva York (NYSE) y la bolsa de Chicago (Chicago Mercantile Exchange). Las bolsas financieras se benefician del efecto red de igual forma que lo hace eBay, pero con algunas diferencias cruciales que ayudan a ilustrar cuándo las economías de red están en su punto más álgido y cuándo se pueden romper.

La mecánica del efecto red para una bolsa financiera es simple: a medida que más compradores y vendedores se agregan en la bolsa, aumentan las posibilidades de que los partícipes encuentren el activo que quieren al precio que lo quieren. En lenguaje financiero, más compradores y vendedores llevan a una mayor liquidez. La liquidez puede ser amplia, lo que significa que los partícipes comercian con una amplia variedad de activos, y puede ser profunda, es decir que los partícipes pueden negociar un gran volumen de activos sin afectar al precio de cotización.

Parece un negocio fantástico, ¿verdad? Deja que el efecto red emplee su magia para crear un buen fondo de liquidez, amplia y profunda al mismo tiempo, y verás cómo llegan los beneficios. En realidad, eso no es una mala descripción de mercados de futuros como la bolsa de Chicago (el Merc) y la bolsa de Nueva York (NYSE), que son empresas muy rentables con amplios fosos debido a su liquidez inducida por su red. Por desgracia, la historia es un poco más complicada, porque aunque cuenten con grandes fondos de liquidez, las bolsas que negocian principalmente acciones —como el NYSE y el NASDAQ— tienen ventajas competitivas mucho más débiles.

De hecho, en los últimos años los mercados de valores han visto descensos en sus retornos sobre el capital a medida que se ha introducido competencia, mientras que los mercados de futuros han mantenido unos beneficios muy sólidos. Esto se debe a que los contratos de futuros son cautivos de un mercado específico —si compras un contrato de futuros en el NYMEX o en Merc también tienes que venderlo ahí—. (La razón de esto es complicada, así que confía en mí.) Los mercados de futuros pueden extraer mucho más valor de sus partícipes porque ejercen mucho más control sobre cada transacción.

Por otro lado, las acciones pueden ser compradas y vendidas en una amplia variedad de mercados, lo que provoca una competencia de precios mucho mayor. Un inversor profesional puede comprar 1.000 acciones de IBM en el NYSE y venderlas en cualquiera de la otra media docena de mercados en los que también se negocian acciones del gigante azul si uno de esos otros mercados ofrece un precio mejor. Gracias a que el fondo de liquidez de acciones de IBM no está limitado a ningún mercado, ninguno de ellos se beneficia tanto del efecto red como lo hacen los mercados de futuros.

La lección aquí es que para que una empresa se beneficie del efecto red necesita operar una red cerrada, y cuando redes que antes eran cerradas se abren, el efecto red puede desvanecerse en un abrir y cerrar de ojos. Cuando estás evaluando si una empresa se puede estar beneficiando de economías de red, una buena pregunta para formular es: ¿cómo puede esa red abrirse a otros partícipes?

Pasando de mercados de valores y futuros a otras industrias, también vemos activo el efecto red en otras muchas áreas del mercado. La empresa de transferencia de dinero Western Union es un buen ejemplo, y el valor para los usuarios de su red se manifiesta en el hecho de que pese a que su red es tres veces más grande que la de su competidor más cercano, Western Union procesa un número de transacciones cinco veces superior. En otras palabras, Western Union genera —de media— más negocio por cada localización porque sus usuarios pueden enviar dinero a más sitios de los que podrían si usasen a la competencia.

Éste es un efecto común de los negocios basados en redes: el beneficio de tener una red mayor es no lineal, lo que significa que el valor económico de la red se incrementa a una tasa mayor que su tamaño absoluto. Puedes hacerte una idea de esto mirando los cuadros 5.2 y 5.3, que comparan el número de nodos de una red —análogo al número de localizaciones de Western Union— con el número de conexiones entre esos nodos.

Es bastante increíble ver cuán rápido crece el número de conexiones a medida que uno va añadiendo más nodos. En términos prácticos, puedes ver con claridad cuán atractivos son los aspectos económicos. Si un negocio basado en una red incrementa su capital invertido, digamos, un 50 por ciento para expandir su número de nodos de 20 a 30, aumenta el número de conexiones casi un 130 por ciento, de 190 a 435.

Por supuesto, con este tipo de análisis debes tener cuidado porque son muy altas las probabilidades de que no todas las conexiones de una red sean igual de valiosas para todos los usuarios. Siguiendo con el ejemplo de Western Union, me imagino que el gran número de sucursales de Western Union en varias partes de México hace el servicio muy valioso para personas que viven en el barrio Pilsen de Chicago, donde yo vivo, porque Pilsen es una zona en la que residen muchos inmigrantes con lazos con México. Pero no creo que en Pilsen haya muchos residentes que envíen dinero a Dubái o Dhaka, así que esas conexiones particulares, nodo a nodo, para la mayoría de los residentes en Pilsen no son tan valiosas.

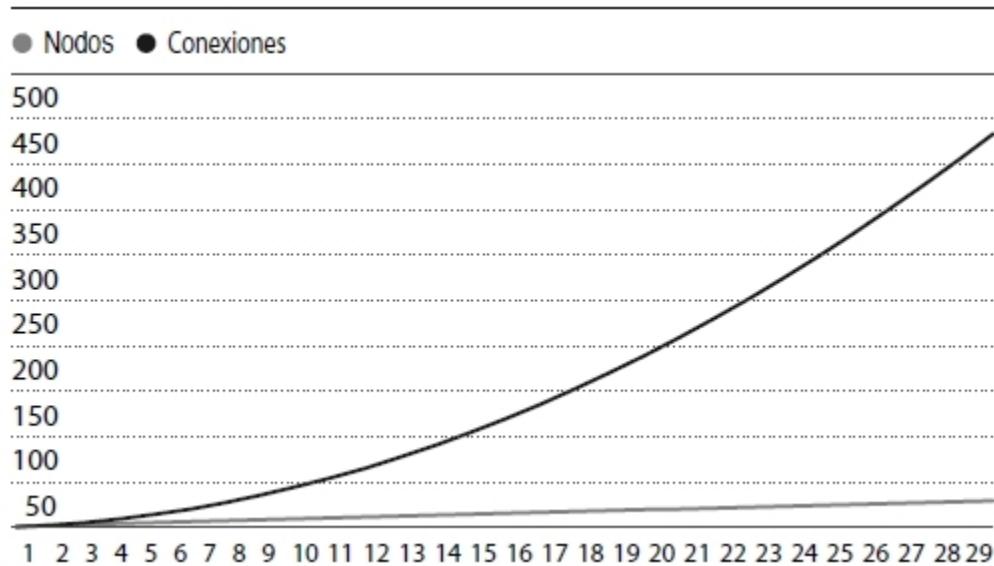
Es justo decir que para sus usuarios, el valor de una red está más ligado al número de conexiones que al número de nodos, pero es probable que a medida que el número de conexiones se vuelva extremadamente grande, disminuya la relación valor por conexión.

## **CUADRO 5.2 Unos cuantos nodos más equivalen a muchas más conexiones**

Nodos	Conexiones
2	1
3	3
4	6
5	10
10	45

20	190
30	435
40	780
50	1.225

### CUADRO 5.3 Nodos y conexiones



Nuestra siguiente serie de ejemplos del efecto red viene de una industria tremadamente rentable que no es todo lo conocida que debería: logística de terceros. Puede parecer aburrido, pero retornos sobre el capital del 40 por ciento combinados con tasas de crecimiento del 20 al 30 por ciento durante más de una década debería despertar tu curiosidad. ¿Cómo lo hicieron empresas como Expeditors International y C. H. Robinson para tener un historial tan impresionante? Construyendo fosos basados en el efecto red.

En esencia, ambas compañías conectan expedidores con compañías aéreas de carga, piensa en ellas como intermediarios de espacios de carga. C. H. Robinson opera en la industria del transporte de Estados Unidos, emparejando a empresas con carga que expedir con operadores de transporte que quieren tener tráileres tan llenos como sea posible. Cuanto mayor sea el número de remitentes con los que C. H. Robinson tenga relaciones, más atractiva será la empresa para los operadores de transporte

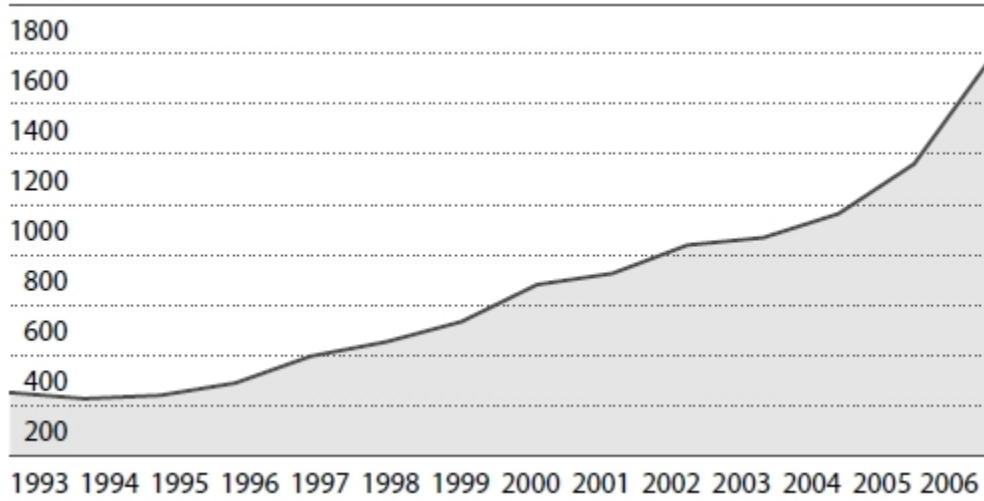
ávidos de carga, y viceversa. Éste es un ejemplo de manual del efecto red, y también es una ventaja competitiva muy poderosa.

Expeditors International es un poco diferente. La empresa opera en el ámbito internacional y es más que un mero intermediario. En esencia, los clientes de la empresa le piden que transporte mercancías cruzando fronteras en un determinado plazo, y Expeditors controla los detalles. Expeditors compra en nombre de sus clientes espacio de carga en aviones y barcos, llena ese espacio con la carga de los clientes y también se hace responsable de cualquier contratiempo —aduanas, aranceles, almacenaje— que pueda surgir entre el punto de origen y el punto de llegada.

El foso de Expeditors International yace en su extensa red de sucursales, que le permite atender a sus clientes de manera más eficiente porque con independencia de adónde tengan que enviar cosas, son grandes las probabilidades de que Expeditors tenga una sucursal tanto en el punto de envío como en el de entrega. Si una amplia red implica que Expeditors puede transportar más carga entre cada sucursal, entonces los ingresos operativos por cada sucursal deberían incrementarse, ya que las nuevas sucursales añaden carga a las ya existentes. Resulta que esto es exactamente lo que sucede (véase cuadro 5.4).

Para concluir, cerremos el círculo mirando a una empresa que es muy similar a la mariposa social de la que hablé al comienzo del capítulo. Corporate Executive Board publica la investigación de las mejores prácticas para grandes empresas, ayudando de esa manera a los ejecutivos a determinar cómo resolver algunos de los problemas con que se encuentran compartiendo las experiencias de otras empresas que han encarado problemas similares. Ya puedes ver el efecto red: cuantas más empresas estén en la red de Corporate Executive Board, mayor es la probabilidad de que tenga información relevante para sus miembros. También ayuda a los miembros poniéndolos en contacto para problemas puntuales.

#### **CUADRO 5.4 Ingresos operativos de Expeditors International por sucursal (miles de dólares)**



La belleza de este negocio es que en realidad la investigación publicada es menos valiosa que la propia red. Al fin y al cabo, si eres un ejecutivo de alto nivel de una compañía y te enfrentas a un desafío y estás falto de tiempo, ¿a qué red te vas a unir? Por supuesto, a la misma a la que ya pertenecen el resto de los ejecutivos de grandes compañías faltos de tiempo, ya que son las personas con las que compites, y es probable que quieras estar al tanto de lo que están pensando. Para competir con la empresa de forma exitosa, cualquier competidor potencial de Corporate Executive Board necesitaría replicar esa red, lo cual parece poco probable mientras la red de Corporate siga creciendo.

Como puedes ver, el efecto red es una ventaja competitiva muy poderosa. No es invencible, pero en la mayoría de las circunstancias, para la competencia es muy difícil de romper. No es un foso fácil de encontrar, pero cuando lo encuentres, mucha investigación habrá valido la pena.

## Resumen

1. Una empresa se beneficia del efecto red cuando el valor de su producto o servicio aumenta con el número de usuarios. Son buenos ejemplos las tarjetas de crédito, las subastas online y algunas plazas financieras.
2. El efecto red es un tipo de ventaja competitiva extremadamente poderoso y se encuentra con más frecuencia en negocios basados en compartir información o en poner a usuarios en contacto. No se ve mucho en negocios que tratan con bienes físicos.

## **Capítulo seis**

### **Ventajas de costes**

#### ***Sé inteligente, ponte cerca o sé único***

DE MOMENTO, todas las fuentes de ventajas competitivas que hemos analizado se han centrado en el precio o en cuánto valor puede extraer de sus clientes una empresa. Los activos intangibles, los costes de sustitución y el efecto red permiten a la empresa cobrar más por un producto o servicio que lo que sería capaz de cobrar sin esas ventajas. Claro está, lo opuesto al precio es el coste, y las empresas también pueden cavar un foso alrededor de sus negocios teniendo de forma sostenible menores costes que la competencia.

A veces, las ventajas en costes pueden ser duraderas, pero también pueden desaparecer con rapidez, así que como inversor necesitas ser capaz de determinar si la ventaja en costes de una empresa es replicable por un

competidor. En los últimos años, muchas empresas se han vanagloriado por lo mucho que redujeron sus costes trasladando un centro de llamadas o unas instalaciones de fabricación a una región del mundo de bajo coste —China, la India, Filipinas, la que prefieras—. Actúan como si el cociente intelectual colectivo del equipo gestor se hubiera duplicado porque un gestor de nivel medio hubiese sugerido que la empresa externalice trabajos de baja cualificación a una fábrica con unos costes laborales un 80 por ciento más bajos.

Esto no es de genios, ni tampoco se trata de una ventaja competitiva duradera porque es muy probable que esas mismas fuentes de bajos costes estén disponibles para cualquier otra empresa que las quiera. Si un proveedor de repuestos de coches externaliza a China los componentes de poco valor añadido, ¿cuánto tardarán los competidores en hacer las mismas llamadas y establecer líneas de suministros similares? Sin duda, no mucho, porque cuanto más esperen los competidores, más negocio perderán como productores de alto costo en una industria de productos homogéneos. En una economía globalizada, para las empresas que operan en industrias sensibles al precio, la única manera de prevalecer en el negocio es usar los insumos disponibles de menor coste.

No hace falta decir que las ventajas en costes son más importantes en aquellas industrias en las que el precio es un factor muy significativo en los criterios de compra del consumidor. Aunque por lo general estas industrias están caracterizadas por ser industrias de productos homogéneos, eso no es del todo cierto. Intel, por ejemplo, tiene una ventaja en costes muy grande sobre Advanced Micro Devices (AMD), y los microprocesadores no son precisamente productos homogéneos. (Desde el punto de vista técnico, los productos *commodities* son aquellos en los que no hay factor diferenciador más allá del precio.)

Pienso que una manera más útil de elegir industrias en las que es probable que las ventajas en costes sean un factor muy importante es imaginar si se encuentran con facilidad productos sustitutivos. Aunque no hay duda de que un chip de Intel es distinto de uno de ADM, desde la perspectiva del usuario ambos hacen casi lo mismo, y tal vez el que tenga el mejor rendimiento con relación a su precio será el que logre el respaldo de

los consumidores. Intel puede tener unos costes menores a largo plazo, pero si AMD tiene chips con mucho mejor rendimiento —que ha sucedido durante varios períodos—, los consumidores cambiarán temporalmente a sus productos.

Pasando de un producto de verdad pequeño a uno muy grande, lo creas o no, la historia ha sido muy similar para los aviones de fuselaje estrecho. Aunque se trata de productos muy complejos, desde la perspectiva de una aerolínea, un Boeing 737 y un Airbus A320 no son tan diferentes; tienen alcances similares, transportan un número parecido de pasajeros, etc. Así que simplemente comprando nuevos aviones, una aerolínea verá qué fabricante —Boeing o Airbus— le dará la mejor oferta, y en gran medida tomará la decisión sobre esa base.\* (Las aerolíneas que utilizan un solo tipo de avión, como Southwest y JetBlue, son más la excepción que la regla.)

Lo mismo puede decirse de los fabricantes estadounidenses de automóviles con relación a sus homólogos japoneses. Nadie confundiría un Ford Taurus con un Honda Accord, pero sirven casi para la misma función, de modo que el que se hace con el mercado es el vehículo más barato (y que quizás se rompa menos). Los costes importan mucho a los fabricantes porque en la decisión del comprador el precio es un factor muy importante.

Las ventajas en costes pueden provenir de cuatro fuentes: procesos más baratos, mejores localizaciones, activos únicos y mayor escala. A su vez, las ventajas en costes basadas en escala pueden derivarse de muchas fuentes, y son tan importantes de comprender que he dedicado por entero el capítulo 7 para ayudarte a entender cuándo más grande es de verdad mejor. En este capítulo repasaremos los otros tres tipos de ventajas en costes.

## Una ratonera mejor

Las ventajas por proceso son fascinantes porque en teoría no deberían existir por mucho tiempo como para llegar a formar una ventaja competitiva. Al fin y al cabo, si una empresa descubre una manera de ofrecer un producto o servicio a un menor coste, ¿no sería el paso lógico para sus competidores copiar con rapidez ese proceso para de ese modo igualar la estructura de costes del líder? Al final esto suele suceder, pero puede tardar mucho más de lo que uno podría pensar. Merece la pena comprender por qué a veces lleva tanto tiempo, período durante el cual el creador del proceso de bajo coste puede ganar mucho dinero.

No perderé el tiempo intentando superar las ventajas de costes basadas en proceso que disfrutan Dell y empresas de transporte aéreo de bajo coste como Southwest Airlines.

Todos hemos escuchado ambas historias un millón de veces. Vendiendo directamente a los compradores, Dell eliminó a los distribuidores y mantuvo los inventarios muy bajos construyendo ordenadores personales bajo demanda. Southwest voló tan sólo en un tipo de avión, minimizando el tiempo en tránsito (en el argot aéreo, turnos rápidos) y cultivando en los trabajadores una cultura que premia el ahorro.

Lo que resulta interesante no es tanto el modo en que Dell y Southwest vendieron PC y asientos de avión a precios muy inferiores que los de la competencia, sino por qué fueron capaces de hacerse con sus respectivos mercados cuando sus procesos de bajo coste eran un asunto de dominio público. Las respuestas son distintas en cada caso, sin embargo, no dejan de ser instructivas.

En el caso de Southwest, las nuevas aerolíneas (las principales) no copiaban su proceso de bajo coste por una serie de razones. En primer lugar, una rígida estructura sindical significaba que en las nuevas aerolíneas los pilotos no iban a empezar a ayudar a limpiar los aviones. En segundo lugar, a las grandes aerolíneas la estructura de rutas de punto a punto se lo habría puesto difícil para dar de comer a hombres de negocios y pasajeros internacionales a través de sus costosas plataformas. En tercer lugar, Southwest era una aerolínea agresivamente igualitaria —sin clases separadas, sin asientos asignados— en una industria que hacía mucho dinero tratando a algunos pasajeros como realeza y cobrándoles por ese

privilegio. En resumen, en sentido figurado, las grandes aerolíneas tendrían que haber explotado sus negocios para hacerse con la ventaja en costes de Southwest, y es duro hacer estallar tu propio negocio.

No obstante, esto no explica por qué ninguna de las aerolíneas que empezaban tuvieron el éxito que logró Southwest. Éste se debe en parte a que Southwest ya había cerrado varias franjas en aeropuertos de segundo nivel, y en parte a que Southwest tuvo la perspicacia de asegurar un abastecimiento continuo de aviones nuevos, que tienen unos costes operativos mucho menores que los aviones usados. Pero una razón igual de importante es que antes de que las grandes aerolíneas se dieran cuenta de que era una amenaza, Southwest ganó suficiente escala, y entonces ya era demasiado grande como para liquidarla. Las nuevas aerolíneas eran estranguladas con rapidez por las ya establecidas, que de manera agresiva reducían precios en las rutas de los recién llegados. Y cuando los nuevos comenzaban con tan sólo unas pocas rutas, no podían soportar las pérdidas por mucho tiempo, y acababan replegándose.

Los fabricantes de PC ya establecidos dejaron a Dell en paz por la misma razón que las grandes aerolíneas dejaron tranquila a Southwest: los revendedores y distribuidores que llevaban los PC de los fabricantes al consumidor final eran demasiado vitales dentro de la cadena de distribución. IBM o Compaq, o cualquier otro que hubiese intentado imitar a Dell, tendrían que haber destruido su negocio para competir en los mismos términos. Pero ¿por qué nuevas empresas no copiaron el modelo de negocio de Dell?

De hecho, en los años noventa, un par de empresas de PC —Micron y Gateway— intentaron copiar el modelo de negocio de Dell, pero ambas fracasaron de forma miserable. Micron estaba demasiado ocupada tratando de gestionar otras líneas de negocio para replicar de manera eficaz la supereficiente cadena de abastecimiento de Dell, y Gateway abrió tiendas de distribución en una apuesta por diferenciarse del resto e introducirse en el mercado de consumidores. Es difícil de creer ahora, pero hasta finales de 1996, en términos de tamaño y rentabilidad, Dell y Gateway eran comparables. Más adelante, a medida que Dell minimizaba su inventario

hasta niveles nunca vistos y Gateway abría tiendas en pequeños centros comerciales, sus caminos se desviaron con claridad.

Antes de intentar extraer algunas conclusiones, veamos otro par de compañías con una ventaja en costes basada en procesos. Tanto Nucor como Steel Dynamics operan miniacerías, que —sin entrar en tecnicismos — emplean un proceso para fabricar acero que es mucho más barato que el de las viejas acerías integradas gestionadas por empresas como U.S. Steel y Bethlehem Steel. Nucor apareció en escena en 1969 fabricando productos de acero de baja calidad, y ganó con rapidez cuota de mercado de las acerías integradas con menores costes y una producción más flexible. Steel Dynamics comenzó a mediados de los noventa fundada por exalumnos de Nucor, y en la actualidad es el productor de acero de más bajo coste en Estados Unidos —su principal proceso es igual que el de Nucor, pero su tecnología es veinticinco años más joven.

En este ejemplo, tanto Nucor como Steel Dynamics tomaron ventaja de una nueva tecnología que los operadores ya establecidos de acerías integradas eran incapaces de implementar porque ya habían invertido miles de millones en sus operaciones existentes, y simplemente no podían desecharlas para empezar de nuevo. Y mientras que los nuevos competidores del mercado del acero pueden (y de hecho hicieron) empezar empresas con un proceso similar de miniacerías, las viejas acerías integradas cedieron tanta cuota de mercado que Nucor y Steel Dynamics, junto con otras nuevas miniacerías, pudieron lograr unos bastante respetables retornos sobre el capital.

Ahora avancemos con rapidez al presente los tres casos —Southwest, Dell y las miniacerías—. Los tres siguen siendo negocios decentes, pero hoy sus fosos son más débiles de lo que eran hace cinco o diez años. ¿Por qué?

Southwest todavía tiene una estructura de costes más barata que cualquiera de las grandes —en realidad, algo no muy complicado de lograr —, pero se enfrenta a competidores como JetBlue y AirTran que han sido capaces de tener acceso a aviones más nuevos y hangares más baratos en aeropuertos de segundo nivel. Además, la debilitada salud financiera de las grandes aerolíneas hizo que ganar escala fuera más fácil para las aerolíneas

de bajo coste —las grandes aerolíneas estaban teniendo tantos problemas para mantenerse a flote que no podían destinar sus recursos a aplastar a los advenedizos—. Así que los nuevos operadores de bajo coste han sido capaces de copiar partes importantes de la fórmula secreta de Southwest e igualarla en costes.

Mientras tanto, Dell todavía es el fabricante de PC de mejor coste, pero su ventaja se ha reducido de manera considerable a medida que rivales como Hewlett-Packard han reconfigurado sus negocios para reducir costes, y los operadores de alto coste como IBM han vendido sus negocios de PC a propietarios más inteligentes, como Lenovo. Dell apenas cuenta con una ventaja en costes en los portátiles, y a menudo a muchos consumidores no muy familiarizados con la tecnología les preocupa comprar un ordenador sin la supervisión de un amable vendedor en una tienda minorista.

Por último, las miniacerías se están encontrando con una seria competencia de firmas globales como Arcelor Mittal, que tiene acceso a varias explotaciones de acero de muy bajo coste en distintos lugares de países en vías de desarrollo. (Los costes laborales en Kazajistán —por nombrar una acería de Arcelor Mittal— son bajísimos.) A medida que han disminuido los obstáculos al comercio y ha emergido la nueva competencia con gigantescas economías de escala, han disminuido las ventajas en costes de las miniacerías.

El resultado de todos estos casos es que las ventajas en costes basadas en procesos pueden crear un foso temporal si es poco probable que las empresas establecidas las repliquen de inmediato y si los nuevos partícipes o bien no pueden copiar el proceso, o bien es posible que hacerlo destruya las dinámicas económicas de su negocio. Pero fíjate en que el éxito de dos de nuestros ejemplos —Dell y Southwest— estaba en parte basado en la inacción (o mala estrategia, en el caso de Gateway) de competidores potenciales. Un foso que se construye sobre competidores perezosos o que tropiezan no es demasiado fuerte. Así que conviene analizar muy de cerca los fosos basados en procesos porque a menudo la ventaja en costes se escapa en cuanto los competidores copian el proceso de bajo coste o se inventan uno ellos mismos.

## Localización, localización, localización

Un segundo tipo de ventaja en costes proviene de tener una localización ventajosa. Este tipo de ventaja en costes es más duradera que la basada en procesos porque las localizaciones son mucho más difíciles de duplicar. Esta ventaja se presenta de manera más frecuente en productos homogéneos que son pesados y baratos —la ratio de valor sobre peso es baja— y que son consumidos cerca de donde son producidos.

Primero, volvamos a las empresas de transporte de basura y los productores de agregados, esos negocios de andar por casa pero tremadamente rentables que vimos en el capítulo 3. Además de tener fosos regulatorios, dado que pocas comunidades quieren un nuevo vertedero o una cantera de gravilla en su vecindario, este tipo de negocios también tiene una sólida ventaja en costes basada en su localización. Cuanto más tenga que desplazarse un camión de la basura hasta el vertedero o un camión volquete lleno de gravilla tenga que desplazarse hasta una obra en construcción, mayor es el coste de verter la basura o entregar la gravilla. Así que casi siempre, las empresas con vertederos y canteras localizadas cerca de sus clientes tienen menores costes, lo que significa que los competidores tienen difícil irrumpir en sus mercados.

Podemos verlo con claridad al analizar en la cantera las cifras económicas de una empresa de agregados. En la cantera, las piedras, la arena y la gravilla cuestan unos 7 dólares por tonelada, y en la parte trasera de un camión cuando están siendo transportadas hasta la zona de entrega, entre 0,10 y 0,15 centavos de dólar por tonelada por cada 1,6 kilómetros recorridos. Así que un incremento en la distancia de transporte de apenas ocho u once kilómetros aumenta los costes un 10 por ciento, que se traslada al consumidor. En la práctica, estos costes se traducen en que las empresas de agregados tienen un pequeño monopolio sobre los consumidores de la construcción localizados bastante cerca de la cantera, y relativamente poca competencia en un radio de 80 kilómetros, que es más o menos el mercado potencial de una cantera.

Las fábricas de cemento tienen dinámicas económicas similares y una capacidad parecida para fijar precios alrededor del radio de una fábrica de

cemento. ¿Alguna vez te has preguntado por qué a menudo ves una vieja fábrica de cemento cerca del centro de una ciudad o en algún otro sitio incongruente? Es porque es muy probable que esa planta sea la productora de cemento de más bajo coste que suministre a todos los proyectos de construcción de la zona, y sin duda es muy rentable, lo que significa que paga muchos impuestos, y eso ayuda a su dueño a defenderse de políticos que quizás quieren edificar apartamentos en ese terreno. De la misma forma que las canteras, las fábricas de cemento a menudo crean pequeños monopolios en sus inmediaciones más cercanas.

Algunas empresas de acero —aunque no todas— también tienen menores costes basados en localizaciones difíciles de replicar. Por ejemplo, Posco, la antigua empresa estatal, domina el mercado del acero en Corea del Sur, controlando aproximadamente el 75 por ciento de la producción del país. Aunque Posco tiene que importar materias primas, lo que daña a los costes, su localización en la misma península de Corea, con la gigantesca industria del automóvil y de construcción naval, le da una ventaja en costes de transporte. Además, Posco está localizada a tan sólo un día en barco de China, lo que se traduce en que puede suministrar a los consumidores chinos a un coste menor que las acereras brasileñas o rusas, con menores costes de insumos pero costes de transporte mucho mayores. A medida que los fabricantes de acero chinos aumenten la cadena de calidad y sean capaces de producir mayores cantidades de acero de alta calidad, esta ventaja podría irse erosionando, pero en el pasado reciente ha sido bastante poderosa.

## Es mío, todo mío

Un tercer tipo de ventaja en costes, que en general está limitada a los productos homogéneos tipo *commodity*, es el acceso a un recurso único, de

primera clase. Si una empresa tiene la suerte de poseer un recurso con menores costes de extracción que ningún otro productor comparable, a menudo puede tener una ventaja competitiva.

Ultra Petroleum, por ejemplo, es una empresa energética de tamaño medio que puede producir y vender gas natural a un precio bajísimo debido a algunas ventajosas propiedades en una parte de Wyoming. La compañía compró los terrenos a un precio muy barato antes de que su potencial fuese reconocido, y como resultado es aproximadamente el doble de rentable que el productor de gas natural medio de Estados Unidos. Por ejemplo, alrededor de 7 millones de dólares es lo que cuesta taladrar la mayoría de los pozos de Ultra, mientras que taladrar los pozos de reservas comparables en otros lugares de Norteamérica cuesta a las otras compañías entre 17 y 25 millones de dólares. Ésa es una enorme ventaja en costes que le permite a Ultra generar uno de los más altos retornos sobre el capital de las empresas energéticas que cubrimos en Morningstar.

Otra empresa con este tipo de ventaja de costes es una inusual pequeña compañía llamada Compass Minerals, que opera en la en verdad excitante industria de sal de roca, que Morningstar ha cubierto durante unos años. (Piensa en el deshielo de autopistas, no en condimentar patatas fritas.) Resulta que Compass posee una mina en Ontario, llamada Goderich, que debido a su geología única y su gigantesco tamaño produce sal de roca a uno de los costes más bajos del mundo —la veta en la que se mina en la actualidad tiene un grosor de más de 30 metros—. Compass se beneficia también de la localización de la mina de Goderich dentro del lago Hurón, permitiendo a Compass enviar sal al medio oeste estadounidense a un coste muy bajo a través de ríos y canales. Dado que la sal es bastante barata, los bajos costes de transporte se añaden a la ventaja competitiva de Compass y también ayuda estar cerca de una fuente de demanda muy estable —de media, el medio oeste estadounidense tiene un clima invernal bastante duro.

Si buscas con detenimiento, descubrirás que este tipo de ventaja competitiva no está limitada a empresas que cavan en el suelo. Mira Aracruz Cellulose, una empresa brasileña que no sólo resulta ser el mayor fabricante de pulpa de papel del mundo, sino que también es el productor de menor coste. ¿Por qué? Bueno, es bastante fácil: en Brasil, los árboles de

eucalipto que utiliza para la pulpa crecen más rápido que en ningún otro lugar del mundo. (En Brasil, un plantón madura en unos siete años, comparado con diez años en el vecino Chile y más de veinte años en climas templados, como en Estados Unidos.) No es difícil ver que si los recursos de Aracruz se regeneran cada siete años mientras que los árboles de la competencia tardan en crecer entre un 50 y un 200 por ciento más de tiempo, entonces Aracruz será capaz de producir más pulpa con menos capital invertido que ningún otro.

## Es barato, pero ¿dura?

Las ventajas en costes pueden ser fuentes muy poderosas de ventajas competitivas, pero es muy probable que algunas duren mucho más que otras. Por lo general, las ventajas basadas en procesos implican llevar un seguimiento cercano porque aun en el caso de que duren cierto tiempo, a menudo se debe a alguna limitación temporal en la capacidad del competidor para copiar el proceso. Una vez que esa limitación desaparece, con rapidez el foso puede volverse mucho más estrecho. Desde un punto de vista analítico, las ventajas de costes basadas en la localización y las basadas en poseer activos únicos son mucho más duraderas y fáciles de descubrir. A menudo las empresas con ventajas en localización crean pequeños monopolios y, por definición, los depósitos de primera calidad de recursos naturales son muy difíciles de replicar.

Por supuesto, el rey de las ventajas de costes es la escala. Las ventajas de escala pueden crear fosos económicos extremadamente duraderos. Pero ¿de verdad cuando más grande mejor? Ése es el tema del capítulo siguiente.

### Resumen

1. Las ventajas en costes son más importantes cuando el precio es un factor muy importante en la decisión de compra del consumidor. Pensar en

si el producto o servicio tiene un sustitutivo disponible con facilidad te orientará hacia industrias en las que las ventajas en costes pueden crear fosos.

2. Procesos más baratos, mejores localizaciones y recursos únicos pueden crear ventajas en costes, pero mantén el ojo atento a las ventajas basadas en procesos. Lo que una empresa puede inventar, otra lo puede copiar.

## **Capítulo siete**

### **La ventaja del tamaño**

***Si sabes lo que estás haciendo, más grande puede ser mejor***

MÁS GRANDE ES SÓLO relativamente mejor.

Cuando estés pensando en las ventajas de costes que provienen de la escala, recuerda esto: el tamaño absoluto de una empresa importa mucho menos que su tamaño con relación a sus rivales. Dos empresas gigantes que dominen una industria —Boeing y Airbus, por ejemplo— tienen pocas probabilidades de tener entre sí ventajas muy significativas basadas en escala. Pero como analizaremos más adelante en este capítulo, incluso una empresa que sea bastante pequeña en términos absolutos, puede tener un foso muy sólido si es mucho más grande que su competencia.

Para entender las ventajas de escala es importante recordar la diferencia entre costes fijos y variables. Si piensas en la tienda de alimentos de tu barrio, sus costes fijos son el alquiler, los suministros y los salarios de los empleados. Los costes variables serían toda la compra al por mayor de la mercancía que la tienda necesita para llenar las estanterías y quizás unos costes extra para compensar el gran tráfico de clientes en períodos puntuales del año, como las vacaciones. Por el contrario, una agencia inmobiliaria tendría casi exclusivamente costes variables. Aparte de una oficina, un teléfono, un coche y un ordenador con acceso a la base de datos de casas en venta, un agente inmobiliario no tiene muchos costes sin contar las comisiones, que varían con las ventas de los inmuebles: sin ventas no hay comisiones.

En general, cuanto mayores son los costes fijos con relación a los costes variables, más consolidada tiende a estar una industria porque los beneficios del tamaño son mayores. No es de extrañar que tan sólo haya unas pocas empresas de entrega de paquetería o fabricantes de automóviles o de microchips, pero haya cientos de pequeñas agencias inmobiliarias, consultorías, bufetes de abogados y empresas de auditoría. Un bufete con mil abogados no tiene ventaja en costes sobre un bufete que tenga 10. Puede que tenga una gama de servicios mayor para ofrecer, y quizás gracias a eso consiga más negocios, pero no va a tener una significativa ventaja en costes con respecto a los competidores más pequeños.

Podemos descomponer aún más las ventajas de costes por escala en tres categorías: distribución, producción y mercados nicho. Aunque en Economía 101 la escala de producción tiende a acaparar toda la atención, mi experiencia es que son igual de poderosas las ventajas en costes que provienen de grandes redes de distribución o dominio de un mercado nicho, y en una economía cada vez más orientada a los servicios, también son más comunes.

## El valor de un camión

Las grandes redes de distribución pueden ser la fuente de tremendas ventajas competitivas, y puedes ver con facilidad el porqué cuando piensas en las dinámicas económicas de mover paquetes del punto A al punto B. Miremos los costes fijos y variables de gestionar una flota de camiones de reparto. Los camiones propiamente dichos —ya sean comprados o alquilados— son un coste fijo, al igual que lo son los salarios de los conductores y la mayoría de la gasolina que los camiones necesitan consumir para realizar sus rutas. El único coste variable real son las horas de productividad para períodos de mucho ajetreo y una parte de la gasolina. (Puedes ver como un coste fijo la gasolina necesaria para que el camión complete su ruta normal, y como el coste variable lo que se consume si el camión tiene que ir a una localización que se encuentra lejos de la ruta habitual.)

Aunque para un servicio de partida construir y operar la red de reparto es una propuesta cara, el beneficio incremental en cada nuevo objeto que la flota de camiones reparte es enorme. Piensa en ello: una vez que los costes fijos son cubiertos, repartir un paquete adicional dentro de la ruta de reparto es muy rentable porque los costes variables de hacer esa parada extra son prácticamente nulos. Ahora imagina que tienes que intentar competir con una empresa que tiene establecida una red de distribución. Es probable que tenga cubiertos sus costes fijos y obtenga beneficios de manera incremental a medida que reparte más paquetes, mientras que tú, si es que consigues suficiente escala para convertirte en rentable, tendrías que incurrir en cuantiosas pérdidas durante un tiempo.

De hecho, una de las principales razones por las que United Parcel Service (UPS) tiene retornos sobre el capital mucho más altos que su rival FedEx es que obtiene una parte muy significativa de sus beneficios operativos de la entrega de paquetes puerta a puerta, en contraposición al servicio nocturno de cartas. Un camión de reparto que esté medio lleno, tal vez todavía cubra sus costes, mientras que es probable que un avión de carga con paquetes con hora de entrega urgente no.

Muchas empresas con redes de distribución pueden cavar este tipo de fosos económicos. Considera Darden Restaurants, que opera en Estados Unidos la cadena de pescado y marisco Red Lobster. Tal vez no parezca muy fascinante, pero conseguir que marisco razonablemente fresco llegue a 650 restaurantes a través de todo un continente no es una tarea menor, y tener una gran red de distribución le permite a Darden lograrlo de manera más eficiente y a un coste menor que sus competidores. Con muchos más restaurantes que su competidor más cercano, es evidente que Darden se beneficia de la escala de distribución.

Pasando de las sabrosas patas de cangrejo a los menos apetecibles desechos médicos, también puedes ver una enorme ventaja de distribución en una empresa llamada Stericycle, que es la empresa de recogida y eliminación de desechos médicos más grande de Estados Unidos. Stericycle es quince veces más grande que su competidor más cercano, lo que le da una densidad de ruta inigualable. Tener más paradas por ruta lleva de forma directa a rutas más rentables, mayores retornos sobre el capital y un foso económico más amplio. Una red de distribución grande y densa significa que en potencia Stericycle puede bajar mucho sus precios y seguir generando elevados beneficios.

Las grandes redes de distribución son muy difíciles de replicar, y a menudo son el origen de fosos económicos muy amplios. Vemos esto en empresas como Sysco, el mayor distribuidor de servicios de comidas en Estados Unidos; en Fastenal, uno de los distribuidores de productos de fijación más grandes del país, o en grandes empresas de bebidas como Coca-Cola y Diageo.

## **Más grande puede ser mejor**

Las ventajas en costes también pueden derivarse de las escalas por producción. El ejemplo clásico de esto es una fábrica con una cadena de montaje. Cuanto más se acerque la fábrica a un ciento por ciento de su capacidad, más rentable es; y cuanto más grande es la fábrica, más fácil resulta repartir los costes fijos del alquiler y los suministros sobre un volumen de producción mayor. Además, cuanto mayor sea la fábrica, más sencillo resulta especializarse en tareas individuales o en mecanizar la producción. Cabe afirmar que el predominio de este tipo de ventajas de costes ha disminuido ligeramente en el pasado reciente a medida que enormes grupos de mano de obra de bajo coste en China y Europa del Este se han integrado en la economía global, provocando que algunas fábricas se alejen de Europa y Estados Unidos. Aun así, para algunas compañías es una ventaja muy real.

Quizá el mejor ejemplo sea Exxon Mobil Corporation, que gracias a su economía de escala en muchos segmentos de operaciones, tiene menores costes operativos que el resto de las superpetroleras integradas. Aunque las ventajas de escala de la compañía son menos evidentes en las operaciones de extracción y exploración de petróleo y gas natural, sí lo son en las operaciones de refino y procesos químicos, que tienen retornos sobre el capital que eclipsan los de competidores como Valero y BASF Corporation.

La escala por producción no se limita a poseer una fábrica más grande que la competencia. Si pensamos en la escala simplemente en términos de repartir los costes fijos entre una base de ventas mayor, podemos ver que las empresas no industriales también pueden beneficiarse de las economías de escala. El gigante de los videojuegos Electronic Arts, por ejemplo, tiene más facilidad para crear fantásticos videojuegos que las empresas más pequeñas, porque el coste de sacar un videojuego al mercado —en la actualidad en torno a 25 millones de dólares— es en esencia fijo, y Electronic Arts puede repartir los enormes costes de desarrollo de sus videojuegos entre una mayor base de ventas.

Al otro lado del charco, en el Reino Unido, vemos una dinámica similar en BskyB, el mayor proveedor de servicios de televisión de pago de ese país. Sky puede permitirse pagar mucho más por sus contenidos que sus rivales porque puede repartir el coste entre un mayor número de

suscriptores —tiene tres veces más suscriptores que Virgin Media, su competidor más cercano—. Así Sky puede comprar más partidos de fútbol de la Premier League, más películas de estreno y más series de éxito de Estados Unidos, lo que atrae a más suscriptores, lo que a su vez le da a Sky el músculo financiero para seguir fortaleciendo su oferta de contenidos. En ausencia de un nuevo participante de mercado que presente mejores ofertas por una parte de ese contenido y que esté dispuesto a sufrir grandes pérdidas financieras mientras intenta adquirir suscriptores, parece que Sky tiene un foso económico bastante amplio.

## **Los peces grandes en estanques pequeños hacen mucho dinero**

Un último tipo de ventaja de escala es dominar un mercado nicho. Incluso aunque en términos absolutos una empresa no sea grande, ser relativamente más grande que la competencia en un segmento específico de mercado puede conferir grandes ventajas. De hecho, las empresas pueden crear cuasimonopolios en mercados que sólo son lo suficientemente grandes para mantener a una empresa rentable, y por eso para un nuevo participante de mercado no tiene ningún sentido económico gastarse el capital necesario para acceder al mercado.

Por ejemplo, *The Washington Post* es propietario de varios sistemas de televisión por cable en pequeñas ciudades como Boise o Idaho, que sólo son lo bastante grandes como para soportar un único operador de servicio por cable. Los competidores no se molestan en gastarse el capital necesario para construir un sistema que compita con ellos porque la tasa de beneficios da sólo para una gran empresa. Si un competidor construyera un segundo sistema de cable, ni la empresa ya establecida ni la nueva tendrían

suficientes usuarios para ser rentables con comodidad. Aunque, en cierta medida, las atractivas dinámicas económicas de estos operadores de cable de pequeñas ciudades han desaparecido desde que la televisión por satélite entró en la batalla, todavía hay buenos ejemplos del foso de mercado nicho.

Las empresas con fosos de mercado nicho pueden generar fantásticos retornos sobre el capital mientras hacen productos muy prosaicos. Por ejemplo, dudo que hayas pensado mucho en bombas industriales, pero resulta que se puede ganar mucho dinero fabricando pulverizadores de pintura y bombas industriales de gran calidad para el procesado de comida. Una estupenda pequeña empresa de Minneapolis llamada Graco, Inc., fabrica ambos, y en el proceso genera retornos sobre el capital del 40 por ciento.

¿Cómo es eso posible? En primer lugar, el mercado total de pulverizadores de pintura no es tan grande, limitando su atractivo para competidores grandes y bien financiados. En segundo lugar, Graco se gasta en abundancia —entre el 3 y el 4 por ciento de las ventas— en investigación y desarrollo, garantizando que seguirá estando a la vanguardia de las necesidades de sus clientes. En tercer lugar, a menudo los productos de Graco ofrecen resultados que son muy visibles para el consumidor final pero que representan una pequeña fracción del coste total de producción. Piensa en el colorante y el barniz protector en un artículo mobiliario o en la pintura de un coche nuevo —el toque final no es caro con relación al coste total del producto, pero es lo primero que ve el consumidor—. Como resultado, Graco puede extraer una prima en el precio de clientes como fabricantes de muebles y fabricantes de coches. El gasto extra no afecta mucho al coste de la mesa o del coche deportivo, pero, sin duda, aumenta los márgenes de beneficio de Graco.

Aunque con frecuencia este tipo de ventaja competitiva se encuentra en pequeñas empresas industriales, no está limitada al mundo industrial. Por ejemplo, hay una estupenda pequeña empresa de software llamada Blackboard que tiene como dos tercios del mercado de sistemas de gestión de enseñanza, un tipo de software para el entorno universitario que pone en contacto a universidades con estudiantes. El software de Blackboard le permite a las universidades publicar tareas, ayudar a que los estudiantes

colaboren en proyectos y posibilita que los estudiantes y las universidades se comuniquen.

Al igual que el de las bombas industriales, éste no es un mercado colosal, así que es menos probable queatraiga a un gigante como Microsoft o Adobe. También se trata de un mercado muy especializado, así que es muy posible que antes de tener éxito, un competidor necesitará gastar abundantes recursos para aprender qué quieren los consumidores, y dado que el mercado es relativamente pequeño, pocas empresas lo intentarán.

Un último ejemplo fascinante del dominio de un nicho es el de las firmas de infraestructuras privadas. Aunque estas empresas no son muy comunes en Estados Unidos, sí lo están empezando a ser en el resto del mundo, y quizás los aeropuertos son el mejor ejemplo. En todo el mundo, muchos aeropuertos son empresas privadas, incluyendo la mayoría de los aeropuertos de México, el de Auckland en Nueva Zelanda, el de Schiphol en Ámsterdam y muchos otros. Mientras que sin duda la autorización regulatoria —un activo intangible— es un tipo de ventaja competitiva que disfrutan los aeropuertos, también se aplican las dinámicas económicas del único competidor. Muchos mercados tienen tráfico aéreo sólo como para mantener un único aeropuerto rentable, así que incluso si un competidor consiguiese la autorización regulatoria para abrir un segundo aeropuerto cerca de Auckland o en Puerto Vallarta, hacerlo no necesariamente significaría generar retornos atractivos sobre el capital. Esto mantiene a nuevos partícipes fuera del mercado, dando a muchos aeropuertos enormes fosos económicos.

## **Resumen**

1. Ser un pez grande en un estanque pequeño es mucho mejor que ser un pez más grande en un estanque más grande. Céntrate en la ratio pez/estanque, no en el tamaño del pez en términos absolutos.
2. Entregar peces más baratos que ningún otro puede ser tremadamente rentable. También puede serlo suministrar otras cosas.
3. Las economías de escala no tienen nada que ver con la piel de un pez, pero pueden crear ventajas competitivas duraderas.

## **Capítulo ocho**

### **Fosos que se erosionan**

#### ***He perdido mi ventaja y no me puedo levantar***

DE MOMENTO, hemos hablado casi exclusivamente de las señales de una sólida ventaja competitiva, de las características estructurales que crean fosos económicos para un negocio. Invertir sería bastante simple si todo lo que tuviésemos que hacer fuese buscar empresas con fosos, esperar a que coticen a precios razonables y entonces guardarlas bajo llave para siempre para capitalizar el capital con la tranquilidad de su ventaja competitiva. Pero, por desgracia, el mundo no es un lugar estático, lo que complica las cosas de forma considerable.

El mejor análisis del mundo puede prestarse a debate fruto de cambios en el panorama competitivo. Hace unas décadas, ser un especialista en la bolsa de Nueva York era una licencia para imprimir dinero. Hoy en día, es

como tener el monopolio de látigos para carruajes. Hace treinta años, Polaroid estaba revolucionando la manera en que la gente hacía fotografías, pero la empresa sufrió una muerte lenta mucho antes de que la fotografía digital pusiera el clavo final en el ataúd de la fotografía de carrete. En su momento, las llamadas telefónicas de larga distancia y los periódicos fueron negocios seguros y muy rentables, pero ahora luchan para generar caja. Y la lista sigue y sigue.

En un determinado momento, todos estos negocios tuvieron fuertes ventajas competitivas, pero el mundo cambió en su perjuicio. Aunque los cambios pueden ser una oportunidad, también pueden erosionar gravemente los fosos económicos. Por eso es crucial monitorizar de forma constante la posición competitiva de las empresas en las que has invertido y vigilar en busca de signos de que el foso se pueda estar erosionando. Si puedes hacer una lectura temprana del debilitamiento de una ventaja competitiva, puedes mejorar mucho las probabilidades de preservar tus beneficios en una inversión exitosa, o cortar las pérdidas en una no exitosa.

## Acabar agotado

Hay dos caras de esta amenaza. La primera es el riesgo de que una empresa que vende tecnología —software, semiconductores, tecnología de redes, lo que se te ocurra— se pierda en la feroz carrera por estar a la vanguardia. Por supuesto, la mayoría de las empresas que venden productos tecnológicos pasan un período difícil construyendo en primer lugar una ventaja competitiva duradera, y es difícil destruir un foso que nunca existió. Para la mayoría de las empresas tecnológicas, ser tecnológicamente suplantado por un competidor forma parte de la vida porque por lo general ganan a los competidores por tener un producto que es mejor/más rápido/más barato que el resto. Así que de forma constante corren el riesgo

de ver su ventaja competitiva desaparecer en meses si un producto mejor llega al mercado. Como dijo un académico que estudia las ventajas competitivas: «A largo plazo, todo es una tostadora».

En ocasiones, un producto es tan bueno comparado con el resto que su éxito se alimenta a sí mismo, y la empresa se convierte en el estándar de facto de su industria —un buen ejemplo puede ser Apple, fabricante del dispositivo móvil iPhone—. Pero para los distribuidores tecnológicos sin capacidad de fijar estándares, la historia más común es que caen en el olvido (¿te acuerdas de Palm?) o tropiezan durante años hasta que una gran empresa saca a los accionistas de la miseria mediante una adquisición.

La disruptión tecnológica es una amenaza más inesperada —y seria— cuando afecta a empresas no tecnológicas porque antes de que un cambio tecnológico dañe de forma permanente su negocio, estas empresas pueden aparentar tener sólidas ventajas competitivas. Una cosa es tener una ventaja competitiva destruida cuando apenas existía, y otra muy distinta cuando un negocio que parecía una máquina constante de ganar dinero es condenado a la intrascendencia.

Los ejemplos de disruptpciones tecnológicas abundan. Piensa en Eastman Kodak, que gracias a su dominio del mercado estadounidense de impresión fotográfica durante décadas prácticamente imprimía dinero, pero que en 2012 entró en concurso de acreedores de forma voluntaria. De 2002 a 2007, Kodak ganó sólo 800 millones de dólares en ingresos operativos acumulados, un 85 por ciento menos que los ingresos operativos de los anteriores cinco años. Kodak logró salir del concurso de acreedores en 2013, y está por ver si con el tiempo Kodak puede triunfar en fotografía digital. Ésta es todavía una pregunta abierta, pero las dinámicas económicas de productos de electrónica de consumo de ciclo corto parecen más complicadas que las de poco movimiento del tremadamente rentable negocio de venta de papel, celuloide y productos químicos que Kodak disfrutó en el pasado.

En su momento, los periódicos fueron uno de los mejores negocios del mundo, de forma fiable arrojaban enormes flujos de caja a través de su bloqueo de las noticias locales, la publicidad y los anuncios clasificados. Ya no más, internet ha provocado daños irreparables a los negocios de la

distribución de noticias diarias. Los periódicos no van a desaparecer, pero es poco probable que alguna vez vuelvan a ser tan rentables como fueron en su día.

Internet también ha matado para siempre las llamadas de larga distancia, otro negocio que en su momento fue increíblemente rentable. Durante décadas, las empresas de telefonía imprimieron dinero como los guardianes de la conectividad entre individuos y empresas lejanos entre sí. Ahora que con el protocolo de internet las llamadas pueden establecerse mediante redes, las empresas de telecomunicaciones se enfrentan a peores perspectivas estructurales que a las que en su día se enfrentaron. Con un ordenador y software gratuito, cualquiera puede hacer llamadas por céntimos el minuto, y lo que en su día fue una fuente de caja para las operadoras de larga distancia ya ha desaparecido para siempre.

Y puedes preguntar a cualquier ejecutivo musical qué ha hecho internet al negocio musical y editorial. ¡Ay!

Un último ejemplo que debería ser cercano para el corazón de los inversores —y en particular para los *traders* y especialistas— es la experiencia de las bolsas de valores durante las pasadas décadas. Una vez que a finales de los setenta el NASDAQ se convirtió en un competidor viable y demostró que una bolsa completamente electrónica era una posibilidad más barata que una de viva voz, se abrió la caja de Pandora. Un volumen creciente del NASDAQ, combinado con comunicaciones y ordenadores cada vez más baratos, impulsó la creación de mercados alternativos de negociación, como Archipiélago. Cuanto más volumen se desviaba de los *traders* y especialistas, más precaria se volvía su posición, con el viento de cola añadido de unos márgenes entre precio de comprador y vendedor más apretados que dañaban los márgenes de beneficios.

Dicho esto, el tipo de disruptión tecnológica que daña por completo de manera estructural las dinámicas económicas de una industria es relativamente raro, pero para los inversores incapaces de reconocer el cambio a tiempo es una experiencia traumática. Algo que conviene recordar es que pese a que los inversores en empresas posibles gracias a la tecnología no piensen que tienen una acción tecnológica, las disruptiones

tecnológicas pueden dañar más a los fosos de negocios que son posibles gracias a la tecnología que a los negocios que venden tecnología.

## **Terremotos industriales**

Al igual que los cambios en el panorama tecnológico pueden provocar la erosión de fosos que en su día eran fuertes, los cambios en la estructura de las industrias también pueden causar daños duraderos a las ventajas competitivas de las empresas. Un cambio común que hay que observar es la concentración de un grupo de consumidores antes fragmentados.

En Estados Unidos, el auge de los grandes almacenes, como Target o Walmart y similares, ha cambiado para siempre, a peor, las dinámicas económicas de muchas empresas de productos de consumo. Aunque una serie de factores han contribuido a una disminución en el poder de fijación de precios de empresas como Clorox o Newell Rubbermaid, sin duda encabeza la lista el aumento del poder de compra de un grupo concentrado de clientes. En el caso de Newell, la marca de la empresa también se ha visto dañada por Office Max y Staples, que han estado introduciendo marcas blancas en el material de oficina.

En otra área del comercio minorista, la desaparición de las tiendas familiares de hardware y su sustitución por el duopolio de Lowe's/Home Depot ha dañado las dinámicas económicas de muchos proveedores de hardware. Incluso marcas venerables como Stanley Works o Black & Decker han perdido poder de fijación de precios ahora que venden un porcentaje significativo de sus productos a través de Lowe's y Home Depot, que tienen mucho más poder negociador que un grupo fragmentado de tiendas de hardware independientes.

Por supuesto, los cambios en el panorama de la industria no necesitan ser locales. La entrada de fuerzas de trabajo de bajo coste de Europa del

Este, China y otras regiones al mercado laboral global ha dañado para siempre las dinámicas económicas de muchas empresas de fabricación. En algunos casos, el diferencial laboral es tan grande que empresas que en su momento han podido beneficiarse de un foso por su localización han visto desaparecer esa ventaja competitiva a medida que los ahorros de costes de una fuerza de trabajo más barata son lo suficientemente grandes como para compensar los altos costes de transporte. La industria de muebles de madera en Estados Unidos ha sufrido esto de primera mano.

Un último cambio para observar es la entrada en una industria de un competidor irracional. Las empresas que son consideradas estratégicas por un gobierno nacional pueden tomar acciones que apoyen objetivos políticos o sociales a pesar de que resulten en una menor rentabilidad. Por ejemplo, durante años el negocio de fabricar motores a reacción para aviones ha sido un cómodo oligopolio entre General Electric, Pratt & Whitney (controlada por United Technologies) y la británica Rolls-Royce. Durante un largo período, la práctica generalizada en la industria ha sido vender los motores por debajo del coste y ganar dinero en contratos de servicios porque los motores a reacción pueden durar décadas, mientras que el flujo prolongado de comisiones por prestación de servicios suele ser bastante rentable.

Pero a mediados de los años ochenta, Rolls-Royce atravesó algunas dificultades financieras y necesitó subsidios del gobierno británico para mantener la empresa en activo. Para salvar puestos de trabajo y ganar negocio en una de las empresas de mayor renombre del país, el equipo gestor comenzó a recortar precios tanto en los motores como en los contratos de mantenimiento. Por desgracia, esta práctica continuó durante años, incluso después de que Rolls-Royce retornara a la rentabilidad, con el resultado de que los márgenes para Pratt y GE sufrieron durante un tiempo, ya que les forzaron a igualar los precios de Rolls-Royce. Los motores a reacción continuaron siendo un buen negocio con un foso económico razonable, y los márgenes de GE en particular se han recuperado, pero en su momento las acciones de Rolls-Royce perjudicaron a las tres empresas.

## El tipo de crecimiento perjudicial

Algunas clases de crecimiento pueden provocar que los fosos se erosionen. De hecho, diría que la herida autoinfligida más importante a las ventajas competitivas ocurre cuando una empresa persigue el crecimiento en áreas en las que no tiene ningún foso. La mayoría de los ejecutivos piensan que más grande siempre es mejor (para ser justos, los ejecutivos de empresas grandes tienden a cobrar más que los ejecutivos de empresas más pequeñas, así que en cierto sentido no es ilógico), así que se expanden hacia negocios menos rentables.

Mi ejemplo perfecto es Microsoft. Sí, la empresa todavía tiene un foso muy amplio, pero argumentaría que durante la pasada década los accionistas de la empresa no han sido bien tratados por los intentos de la compañía de expandirse fuera de sus negocios de sistema operativo y aplicaciones de productividad de la oficina. La lista de sumideros en los que Microsoft ha inyectado dinero es más larga de lo que podrías pensar; Zune, MSN y MSNBC son sólo el comienzo. ¿Sabías que en su momento la empresa trató de lanzar una serie de juguetes para niños llamados Actimates? ¿O que a finales de los noventa tiró más de 3.000 millones de dólares en una serie de empresas europeas de cable?

Aunque es probable que si no se hubiera embarcado en este tipo de áreas Microsoft sería más pequeña en términos de empleados y ventas, los fantásticos retornos sobre el capital empleado de la empresa habrían sido todavía mayores sin ese despilfarro de gasto en industrias en las que la empresa no tenía ningún tipo de ventaja competitiva. Por el amor de Dios, ¿qué experiencia tiene una empresa de software para empezar un canal de noticias por cable?

Como muchos negocios con amplios fosos, Microsoft se ha encontrado en la enviable posición de generar más dinero del que necesita reinvertir en sus productos de Windows y Office. Y además —también como unas cuantas empresas con amplios fosos—, Microsoft decidió coger ese dinero y usarlo para crear y expandir negocios en los que su ventaja competitiva era mucho más débil. Microsoft es tan ridículamente rentable que ese uso indebido de dinero no arrastró los retornos totales sobre el capital hacia

niveles poco atractivos, pero éste no es el caso de cualquier empresa. Para empresas menos rentables, las inversiones sin fosos pueden dañar lo suficiente los retornos sobre el capital como para hacer menos atractiva a toda la empresa como inversión.

Tal vez te preguntes qué debería haber hecho Microsoft con todo ese flujo de caja que no necesitaba para seguir expandiendo y mejorando Windows. Lo cierto es que la empresa sí usó una parte para expandirse en áreas complementarias que han tenido éxito, como el software de bases de datos y sistemas operativos para servidores. Debería haber dado el resto del dinero como dividendos a los accionistas, una herramienta muy infroutilizada para asignar capital de manera eficaz.

Invirtiendo mucho en áreas en las que no tiene ventaja competitiva alguna, una empresa puede llenar su foso.

## **No, no pagaré**

Esto es más una señal de la erosión de un foso que una causa, pero a pesar de ello es importante. Si una empresa que, de manera periódica ha sido capaz de subir precios pero empieza a recibir un rechazo por parte de los consumidores, está recibiendo una fuerte señal de que la ventaja competitiva de la empresa ha podido debilitarse.

Te daré un ejemplo bastante actual del equipo de análisis de Morningstar. A finales de 2006, uno de nuestros analistas se percató de que Oracle, que vende software para bases de datos, era menos capaz de subir precios en sus contratos de mantenimiento de software de lo que había sido en el pasado. Históricamente, los contratos de mantenimiento han sido uno de los segmentos más lucrativos de las empresas que venden enormes fragmentos de software a grandes empresas. Por lo general, los grandes clientes corporativos han preferido que el mantenimiento sea realizado por

el vendedor original del software, porque es de suponer que la empresa es quien mayor familiaridad tiene con el código y es también la más informada de las nuevas versiones y prestaciones del software. Además, Oracle forzaría a las empresas a actualizarse anunciando que después de un tiempo dejaría de dar asistencia a versiones antiguas del software. Así que cada año Oracle aumentaba un poco sus comisiones por mantenimiento, los clientes también se quejaban un poco pero de todos modos pagaban.

Entonces, ¿por qué Oracle estaba sufriendo el rechazo de sus clientes por el aumento de precios de mantenimiento? Investigamos un poco y descubrimos que habían florecido algunas empresas de mantenimiento y estaban consiguiendo una cantidad importante de negocio. Si un tercero podía ofrecer con credibilidad servicios de mantenimiento, no necesariamente los clientes tendrían que adquirir una nueva versión del software. Esto parecía una tendencia que continuaría, poniendo presión en una fuente de ingresos muy rentable para Oracle y en potencia estrechando su foso.

## **He perdido mi foso y no me puedo levantar**

Como dijo en una ocasión el físico y filósofo Niels Bohr: «Predecir es muy difícil, en especial si se trata del futuro». Pese a ello, eso es exactamente lo que necesitamos hacer cuando evaluamos la durabilidad de la ventaja competitiva de una empresa. Pero a veces el futuro te lanza una bola curvada y ahí es cuando debes reevaluar si el foso de una compañía sigue intacto o el inesperado giro de los acontecimientos ha provocado un daño permanente en las ventajas competitivas de la empresa.

### **Resumen**

1. Los cambios tecnológicos pueden destruir las ventajas competitivas, pero como los efectos pueden ser repentinos, esto es una preocupación

mayor para las empresas que son posibles gracias a la tecnología que para las empresas que venden tecnología.

2. Si la base de clientes de una empresa está más concentrada o si el competidor tiene objetivos más allá de ganar dinero, el foso puede estar en peligro.

3. No siempre el crecimiento es bueno. Para una empresa, ganar mucho dinero haciendo lo que se le da bien y darle el exceso de capital a los accionistas es mejor que tirar el exceso de beneficios en líneas cuestionables de negocios sin ningún foso. Microsoft pudo salirse con la suya, pero la mayoría de las empresas no.

## **Capítulo nueve**

### **Encontrar fosos**

#### ***Hay una jungla ahí fuera***

UNA DE LAS MEJORES cosas de ser un inversor inteligente es que el mundo es tu ostra. No estás forzado a invertir en la industria A o en la industria B, así que eres libre de echar un ojo de manera crítica a todo el universo de inversión, ignorando lo que no te guste y comprando aquello que sí. Esta libertad es en especial importante si estás buscando construir una cartera de empresas con fosos económicos porque es mucho más sencillo cavar un foso en unas industrias que en otras.

Permíteme repetirmelo porque éste es un punto importantísimo: algunas industrias son muy competitivas y tienen dinámicas económicas pésimas, y crear ventajas competitivas requiere un equipo gestor merecedor de un premio Nobel. Otras industrias son mucho menos competitivas e incluso

empresas mediocres son capaces de mantener sólidos retornos sobre el capital. (Nadie dijo que la vida fuese justa.) Como inversor, tendrás mejores probabilidades buscando ideas en industrias en las que para tener éxito los ejecutivos sólo tengan que saltar obstáculos de treinta centímetros que las que tendrías buscando ganadores a largo plazo en industrias donde los obstáculos para triunfar son mucho más elevados.

Mirando al extremo opuesto del espectro, considera las empresas fabricantes de componentes de coches y las empresas de gestión de activos. No, no se trata de un combate justo, pero ése es precisamente el punto. Morningstar cubre trece empresas fabricantes de componentes de coches y sólo dos de ellas tienen fosos económicos. El resto lucha por generar retornos decentes sobre el capital y los que lo logran tienen tan sólo un éxito efímero.

Considera American Axle, que fabrica —acertaste— ejes para General Motors y Chrysler. Hasta 2003, cuando los estadounidenses no eran capaces de comprar vehículos todoterreno lo suficientemente deprisa, la empresa generó unos decentes retornos sobre el capital cercanos al 10 por ciento. Pero desde aquel año, la caída en las ventas de vehículos todoterreno y una estructura de costes poco competitiva provocaron pérdidas y aplastaron los retornos sobre el capital a niveles de un solo dígito. La misma historia con variaciones menores podría repetirse para muchos fabricantes de componentes de coches, que operan en una industria feroz con dinámicas económicas terribles.

Pasemos a las empresas de gestión de activos, Morningstar cubre 18 gestoras de activos que cotizan en bolsa, y todas ellas tienen fosos económicos. (De hecho, una docena tiene un foso amplio mientras que el resto tiene uno más estrecho.)\* Aunque en la gestión de activos las barreras de entrada son bajas —cualquiera dispuesto a gastarse 100.000 dólares o así en abogados y costes de registro puede comenzar un fondo de inversión—, las barreras para tener éxito son bastante elevadas porque por lo general se precisa de una larga red de distribución para atraer los activos. No obstante, una vez que entran por la puerta, esos activos tienden a fijarse, lo que significa que los gestores de activos que han amasado una buena cantidad

de activos bajo gestión suelen generar elevados retornos sobre el capital sin apenas esfuerzo.

Vamos a considerar algo parecido al peor escenario para una gestora de activos. Imagina una empresa que se especializa en un estilo de inversión y ese estilo pasa de moda, haciendo que los retornos que en su día eran estupendos se conviertan en unos terribles. Unos años más tarde, sale a la luz que la empresa ha permitido a sus grandes clientes operar sus fondos de una forma en la que han desviado los beneficios de los titulares de fondos a largo plazo, lo que implica que la empresa está en una situación legal tremadamente compleja.

¿El día del juicio final? En absoluto. Este escenario es exactamente lo que le sucedió a Janus en los primeros años del siglo XXI, y después de caer en el peor momento de la crisis al 11 por ciento, recuperó sus márgenes operativos de en torno al 25 por ciento. Eso es lo que se conoce como un modelo de negocio resistente, uno con un foso.

## Buscar fosos en los lugares adecuados

Para ver en qué áreas del mercado tiende a haber más fosos, el cuadro 9.1 desglosa por sectores el universo de empresas de más de 2.000 acciones que cubre Morningstar.

Puedes observar que en tecnología, las empresas de software tienden a tener más facilidad para crear fosos que las empresas de hardware. Esto no es por un simple artificio contable —en general las empresas de hardware son más intensivas en capital que las empresas de software—, tiene una sólida base en la manera en que se utilizan estas dos grandes categorías de productos. Para funcionar de forma correcta, a menudo una pieza de software necesita ser integrada con otras piezas de software, y esa integración conduce a un anclaje de los consumidores y a costes de

sustitución más elevados. El hardware suele estar basado en estándares comunes de una industria, y puede ser reemplazado por un nuevo hardware con menor esfuerzo. Por supuesto, hay excepciones importantes, en especial cuando una empresa de hardware —como Cisco Systems, por ejemplo— es capaz de incrustar software en sus productos y crear costes de sustitución. Pero lo habitual es encontrar más fosos entre las empresas de software que entre las empresas de hardware.

### **CUADRO 9.1 Fosos por sector**

Sector	Fosos estrechos	Fosos amplios	Todos los fosos
Software	49	9	58
Hardware	26	5	31
Medios	69	14	83
Telecomunicaciones	59	0	59
Servicios de cuidado de la salud	31	11	42
Servicios al consumidor	32	7	39
Servicios de negocios	36	13	49
Servicios financieros	54	14	68
Bienes de consumo	32	14	46
Materiales industriales	31	3	34
Energía	55	6	61
Servicios públicos	80	1	81

Dada la agitación en las telecomunicaciones durante los últimos años, es sorprendente ver que casi dos tercios de las empresas de telecomunicaciones que cubrimos tienen fosos, pero para esto hay una sencilla explicación: más de la mitad de las empresas de telecomunicaciones que cubre Morningstar son extranjeras, y a menudo se encuentran en países en los que el marco regulatorio es más benigno que aquí, en Estados Unidos. En general, los fosos en el sector de las telecomunicaciones son altamente dependientes de tener o bien una estructura de regulación favorable, o bien una posición nicho que no es atractiva para competidores potenciales, como algunas de las operadoras ubicadas en las zonas rurales de Estados Unidos. Pero si estás buscando una

empresa de telecomunicaciones con una ventaja competitiva, tu mejor apuesta es mirar fuera.

Aunque recientemente algunas empresas de medios de comunicación han estado asediadas, la industria todavía es una zona bastante buena para cazar empresas con ventajas competitivas. Empresas como Disney y Time Warner, por ejemplo, controlan grandes cantidades de contenido único que quizá cueste mucho producir al principio, pero que no cuesta casi nada redistribuir *ad infinitum*. En general, hemos descubierto que la diversidad y el control de los canales de distribución ayudan a las empresas de medios de comunicación a crear ventajas competitivas, y son también un amortiguador contra la inevitable pérdida de popularidad de cualquier propiedad de un medio audiovisual concreto. No obstante, más que en otros sectores, a medida que internet hace saltar por los aires modelos de negocio bien establecidos, muchas empresas de medios de comunicación están amenazadas por disruptoras tecnológicas. Pero parece que empresas con marcas muy potentes (Disney) o con grandes redes de distribución (Comcast) tendrán la posibilidad de sobrevivir con los fosos intactos.

Al igual que las empresas de telecomunicaciones, las empresas de servicios sanitarios también se enfrentan a desafíos regulatorios —un cambio en las reglas de reembolso de Medicare puede alterar de la noche a la mañana las dinámicas económicas de empresas pequeñas—, pero la diversidad de productos de las empresas más grandes mitiga ese riesgo. No permitas que el en apariencia pequeño porcentaje de empresas con fosos en la tabla de arriba te engañe, porque en el sector de salud sesga los datos el gran número de pequeñas empresas de biotecnología y empresas de un único producto. En general, encontrarás más fosos entre las empresas que venden productos de atención sanitaria, como fármacos o aparatos médicos, que entre empresas de mantenimiento de salud y hospitales que proporcionan servicios sanitarios. A menudo es más complicado diferenciar la prestación de un servicio relativo de un producto, que para alcanzar el mercado requiere años o investigación y desarrollo y la aprobación de la Administración de Alimentos y Medicamentos. Y mientras lo habitual es que las grandes empresas de fármacos y aparatos médicos tengan sólidas ventajas competitivas, no debes pasar por alto las pequeñas empresas de

salud que suelen construir fosos muy sólidos dominando un nicho; como Respiromics y ResMed en la apnea del sueño o GenProbe en análisis de sangre.

Las empresas que atienden directamente al consumidor, como los restaurantes y los comercios minoristas, a menudo tienen serias dificultades para construir ventajas competitivas, el porcentaje de empresas de servicios al consumidor con amplios fosos es una de las menores de todos los sectores de mercado. Aquí el responsable es el bajo coste de sustitución, porque es muy sencillo cambiar de un café o tienda a otro, y los conceptos exitosos casi siempre pueden copiarse con facilidad. Con frecuencia, las cadenas de moda o cadenas de restaurantes presentan la ilusión de un foso debido a su rápido crecimiento y al murmullo que rodea a un nuevo tipo de tienda que está abriendo nuevos locales cada mes, pero debes ser cauto porque no es muy improbable que un suceso la golpee. Los fosos que existen en empresas de servicios al consumidor —empresas como Bed Bath & Beyond, Best Buy, Target o Starbucks— son en general el resultado de hacer bien de manera constante durante años un montón de pequeñas cosas, lo que resulta en el tipo de experiencia fiable para el consumidor que impulsa la lealtad y el comercio repetido. Se puede hacer, pero no es sencillo.

En muchos aspectos, las empresas que prestan servicios a negocios están en el polo opuesto de restaurantes y comercios minoristas. En el universo de empresas que cubre Morningstar, este sector tiene uno de los porcentajes más elevados de fosos amplios, y eso en gran medida se debe a que a menudo estas empresas son capaces de integrarse tanto en los procesos de los negocios de sus clientes que crean enormes costes de sustitución, dándoles poder de fijación de precios y excelentes retornos sobre el capital. Entran en esta categoría los procesadores de datos, como DST Systems y Fiserv, y también empresas con bases de datos imposibles de ser replicadas, como IMS Health (prescripción médica) o Dun & Bradstreet y Equifax (históricos crediticios). Esta parte del mercado tiene también un gran número de empresas que dominan nichos, como Stericycle (desechos médicos), Moody's Investors Service (calificación crediticia de bonos), FactSet (agregación de información financiera) y Blackbaud

(software para la captación de fondos de ONG). Aunque las empresas de servicios empresariales estén lejos de tu radar cotidiano, dado lo rico que tiende a ser el sector en términos de fosos, en general merece la pena el esfuerzo necesario para conocerlas.

El sector de servicios financieros es otro excelente sitio en el que encontrar empresas con fosos. En algunas áreas las barreras de entrada son bastante grandes —¿quién va a empezar un gran banco de inversión para que compita con Goldman Sachs, Morgan Stanley y similares?—, y los costes de sustitución protegen los beneficios del banco más mediocre, como analizamos en el capítulo 4. En casi cualquier gestora de activos, los activos pegajosos conducen a retornos muy duraderos sobre el capital y las plazas financieras como el Chicago Merc y el NYMEX cosechan enormes beneficios gracias al efecto red. En el sector asegurador los fosos son más difíciles de cavar, pese a empresas atípicas como Progressive Casualty Insurance Company y American International Group (AIG), porque los productos son más de tipo *commodity* y los costes de sustitución son bastante bajos. Muchas empresas de préstamos y de fideicomisos para la inversión en bienes inmuebles también tienen serias dificultades para construir sólidas ventajas competitivas. Al igual que las empresas de servicios empresariales, comprender las empresas financieras puede llevar más trabajo —los estados financieros son muy distintos de los de la mayoría de las empresas—, pero las rentabilidades potenciales hacen que merezca la pena. En esta área del mercado abundan los fosos.

Los bienes de consumo son la cuna de muchas empresas a las que Warren Buffett ha llamado «las inevitables»; empresas como Coca-Cola, Colgate-Palmolive, Wrigley y Procter & Gamble tienen marcas increíblemente duraderas y productos que no pasan de moda. Es fácil ver por qué: marcas como los chicles Doublemint o la pasta de dientes Colgate no se construyen de la noche a la mañana, y mantenerlas mediante publicidad y una innovación constante requiere de mucho capital. El sector es otro gran lugar en el que buscar fosos, pero sé cauteloso con las empresas cuyas marcas pueden ser efímeras (empresas textiles como Kenneth Cole o Tommy Hilfiger), las marcas blancas pueden verse amenazadas (Kraft o Del Monte) o la mano de obra barata puede alterar de forma permanente las

dinámicas económicas de una industria (Ethan Allen o Steelcase). Y aunque «las inevitables» pueden ser las más conocidas, no ignores empresas que dominan nichos, como McCormick & Company (especias), Mohawk Industries (carpetas), Tiffany (joyería) o Sealed Air (envasado).

Cuando el coste es todo lo que importa, para la mayoría de las empresas de una industria es difícil construir un foso, y ésa es una de las grandes razones por las que vemos tan pocos fosos en materiales industriales. Tanto si estás extrayendo metal, produciendo sustancias químicas, fabricando acero o creando partes de automóvil, es muy difícil diferenciar tu producto del que venden tus competidores, lo que significa que lo que les preocupa a tus consumidores es el precio. Y te guste o no, en una industria de tipo *commodity* sólo unas pocas empresas pueden tener sólidas ventajas en costes. En el área de los metales, observamos que tan sólo los más grandes de los grandes —empresas como BHP Billiton y Rio Tinto— son capaces de crear fosos.

No descartes por completo las empresas industriales, porque eso es lo que hacen muchos inversores. Aquellos dispuestos a esforzarse pueden encontrar varias auténticas joyas en esta parte del mercado. Lo que es en especial atractivo es que muchos inversores en acciones industriales tienden a tratarlas como un grupo monolítico que compras cuando la economía se está recuperando y vendes cuando se está debilitando. Si bien es cierto que en este sector muchas empresas son sensibles a la economía general, la tendencia del mercado a mezclar empresas con fosos con empresas sin fosos puede crear grandes oportunidades para aquellos que buscamos ventajas competitivas. Al fin y al cabo, a este sector pertenecen empresas que dominan nichos, como Graco (bombas industriales) y Nalco (tratamiento de aguas), empresas con ventajas en costes, como Steel Dynamics (acero) y Vulcan (agregados para la construcción), y empresas que se benefician de importantes costes de sustitución, como General Dynamics (defensa) y Precision Castparts (forjado avanzado de metales). Si sabes qué tienes que buscar, hay multitud de fosos en la vieja economía.

A simple vista, las empresas de energía se parecen mucho a las de *commodities* de metales, pero por dos motivos en las primeras los fosos son más habituales de lo que podrías pensar. En primer lugar, las empresas que

se especializan en producir gas natural se benefician de la dificultad de transportar gas a través de largas distancias. Aunque el cobre o incluso el carbón pueden enviarse a todo el mundo de manera bastante sencilla, el gas natural sólo puede ser transportado económicamente a través de gasoductos, y los gasoductos no atraviesan océanos. Como resultado, los productores de gas natural de Estados Unidos pueden crear fosos al tener menores costes que sus competidores rivales, porque no necesitan competir contra el gas natural superbarato que viene de Oriente Próximo. Así que los productores de gas natural de Estados Unidos pueden crear fosos desarrollando reservas que sean bajas en la curva de costes y tengan una vida razonable. A diferencia del gas natural, el petróleo se negocia a escala global y además, algo que no ocurre con el gas natural, existe una institución llamada Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) que hace un trabajo bastante bueno manteniendo el precio del petróleo relativamente alto. Esos elevados precios crean elevados retornos sobre el capital para muchos (no todos) productores de petróleo, además del hecho de que sólo un pequeño número de gigantes bien capitalizados tienen los recursos para desarrollar los pozos petrolíferos que se están descubriendo y que cada vez son de más difícil acceso.

También encontramos muchos fosos en un pequeño nicho del sector de la energía que, sorprendentemente, no es tan conocido: oleoductos y gasoductos. Muchas de las empresas que operan las extensas redes de oleoductos y gasoductos utilizadas para transportar gas natural, gasolina, petróleo y una variedad de otros productos relacionados con la energía cotizan en bolsa y son empresas bastante buenas. En general, construir un oleoducto y gasoducto requiere las mismas economías de nicho que analizamos en el capítulo 7: cuando no hay suficiente demanda entre dos puntos para hacer rentable mantener múltiples oleoductos o gasoductos, un único oleoducto o gasoducto disfrutará de un monopolio local y podrá cobrar la tasa máxima permitida. Más aún, esas tasas permitidas pueden ser bastante atractivas porque los oleoductos y gasoductos tienen una regulación un tanto más laxa que las empresas de servicios públicos. Los oleoductos y gasoductos suelen estar en el marco de una estructura conocida como sociedad limitada maestra, que puede generar algunas

complicaciones para los inversores y lo habitual es que sea inapropiada para las cuentas con impuestos diferidos, como las cuentas individuales de retiro (IRA, por sus siglas en inglés) o los planes 401(k). Pese a ello, los atractivos retornos y los negocios con fosos en este sector del mercado de la energía hacen que merezca la pena dedicar una o dos horas extra al cálculo de impuestos.

Por último, llegamos a las empresas de servicios públicos, que en términos de fosos económicos son bastante curiosas. Puede parecer que, por sus monopolios naturales sobre algunas zonas geográficas, son negocios con amplios fosos, pero las agencias regulatorias —por desgracia para los inversores, y por suerte para los consumidores— se percataron de esto, y por ello sus retornos sobre el capital están limitados a niveles relativamente bajos. Los reguladores amigables son el mejor activo que una empresa de servicios públicos puede tener, y esto varía de manera considerable por región —en Estados Unidos, el noreste y la costa oeste tienen algunos de los reguladores menos amigables, mientras que el sureste es un entorno más benigno—. En general, el sector de servicios públicos no es un área del mercado en la que abunden los fosos, pero si tienes cuidado con el precio que pagas, con reguladores amigables, los activos de bajo coste generadores de renta pueden crear retornos decentes.

## Medir la rentabilidad de una empresa

Espero que a estas alturas comprendas que los fosos incrementan el valor de las empresas al ayudarlas a ser rentables durante períodos más largos. ¿Así que cuál es la forma de medir la rentabilidad de una empresa? Fácil: miramos cuánto beneficio genera la empresa con relación a la cantidad de dinero que se ha invertido en el negocio. Desde una perspectiva numérica, ésta es la clave para separar grandes empresas de las promedio,

porque el trabajo de cualquier empresa es coger dinero e invertirlo en proyectos, productos o servicios para generar dinero. Cuanto más capital salga con relación a la cantidad que entra, mejor es el negocio

Saber cuánto beneficio económico puede generar una compañía por cada dólar de capital empleado nos dice cuán eficiente es una empresa usando su capital. Los que sean más eficientes usando el capital serán mejores negocios —y mejores inversiones— porque pueden incrementar la riqueza de los accionistas a tasas compuestas superiores.

Piénsalo de esta manera. El equipo gestor de una empresa es similar a los gestores de un fondo de inversión. Un gestor de un fondo de inversión coge el dinero de los inversores y lo invierte en acciones o bonos para generar un retorno. Un gestor que es capaz de generar, digamos un 12 por ciento, va a ser capaz de incrementar la riqueza de sus clientes más rápido que un gestor que genera sólo un 8 por ciento. Las empresas no son muy distintas. Cogen el dinero de los accionistas y lo invierten en su propio negocio para crear riqueza. Al medir el retorno que una empresa ha conseguido, sabemos cuán buena es transformando de manera eficiente capital en beneficios.

Entonces, ¿cómo medimos el retorno sobre el capital? Las tres formas más comunes son retornos sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés), retornos sobre el capital (ROE, por sus siglas en inglés) y retornos sobre el capital empleado (ROIC, por sus siglas en inglés). Cada uno nos da la misma información pero de una manera ligeramente diferente.

Los retornos sobre activos (ROA) miden cuántos ingresos genera una empresa por cada dólar de activos, y si todas las empresas fueran simplemente grandes pilas de activos, podríamos usarlos y ser muy felices. Es un buen punto de partida, y puedes verlo calculado para casi cualquier compañía en páginas webs como morningstar.com y similares. En términos generales, una empresa no financiera que de manera constante pueda generar un ROA del 7 por ciento tiene algún tipo de ventaja competitiva sobre sus rivales.

Pero muchas empresas están parcialmente financiadas con deuda, lo que da a los retornos sobre el capital un componente de apalancamiento que necesitamos tener en consideración. Aquí entran los retornos sobre fondos

propios (ROE), que también es una forma general de medir los retornos sobre el capital. El ROE mide la eficiencia con que una empresa usa los fondos propios, piensa en ello como medir los beneficios por cada dólar de fondos propios. Un defecto del ROE es que las empresas pueden aumentar mucho la deuda e impulsar su ROE sin convertirse en más rentables, así que es una buena idea mirar el ROE junto con el nivel de deuda que tiene una empresa. Al igual que el ROA, puedes encontrar el ROE calculado para la mayoría de las empresas en casi cualquier página web financiera. De nuevo, como regla general, puedes usar el 15 por ciento como punto de corte. Es muy probable que las empresas que de manera constante consigan generar un 15 por ciento o más tengan algún tipo de foso económico.

Por último, está el retorno sobre el capital empleado (ROIC), que combina lo mejor de los dos mundos. Mide el retorno en todo el capital invertido en una empresa, con independencia de si es patrimonio neto o deuda. Así que incorpora deuda —a diferencia del ROA— pero elimina la distorsión que puede hacer que empresas enormemente apalancadas parezcan muy rentables usando el ROE. También utiliza una definición de beneficios distinta que ayuda a eliminar cualquier efecto provocado por las decisiones financieras de una empresa (deuda frente a capital), para poder acercarnos lo máximo posible a un número que represente la verdadera eficiencia del negocio subyacente. Hay una serie de formas de calcular el ROIC, y la fórmula puede ser complicada, por lo que no se trata de un número disponible con facilidad, como es el caso del ROA y el ROE. El resultado es que deberías interpretar el ROIC de la misma forma que el ROE y el ROA: un retorno superior es preferible a uno inferior.

## Ve donde está el dinero

Los fosos incrementan el valor de las empresas porque les permite permanecer ganando dinero durante un período más largo. Y queremos medir la rentabilidad usando el retorno sobre el capital porque las empresas que usan el capital de manera eficiente incrementan el patrimonio neto a un ritmo superior. Eso parece razonable, pero los fosos son más que una simple herramienta para encontrar empresas más sólidas y valiosas. Como tales, siempre deberían ser una parte central de tu proceso de selección de valores.

Pero recuerda, no necesitas invertir en cada parte del mercado de valores. Es una mala idea sentir la necesidad de seguir a la manada y exponerte a una u otra industria sin considerar si las dinámicas económicas de una industria son atractivas. Willie Sutton se hizo famoso por robar un banco porque «ahí es donde está el dinero». Como inversor, deberías esforzarte en recordar el razonamiento de Willie: algunas industrias son estructuralmente más rentables que otras, y es ahí donde se encuentran los fosos. El dinero de tus inversiones a largo plazo debería seguirlos.

## **Resumen**

1. Es más fácil crear una ventaja competitiva en unas industrias que en otras. La vida no es justa.
2. Los fosos son absolutos, no relativos. La cuarta mejor empresa en una industria que es de manera estructural atractiva puede perfectamente tener un foso más amplio que la mejor empresa en un negocio muy competitivo.

## **Capítulo diez**

### **El gran jefe**

#### ***El equipo gestor importa menos de lo que piensas***

CUANDO SE TRATA DE FOSOS económicos, el equipo gestor no importa tanto como se podría pensar.

Para aquellos acostumbrados a ver a consejeros delegados de renombre en las portadas de revistas de negocios y en televisión, esto puede parecer una afirmación chocante. Pero es cierto. Las ventajas competitivas a largo plazo están arraigadas en las características estructurales de los negocios que expuse en los capítulos 3 al 7, y los directivos sólo tienen una capacidad limitada para influir en ellas. Sin duda, todos podemos recordar a los mejores en industrias complejas —Starbucks logró cavar un foso económico en torno a una cadena de tiendas de café—, pero estas empresas

son mucho más la excepción que la regla. (¿Recuerdas la locura en los años noventa por las cadenas de *bagels*? ¿No? Exacto.)

Este punto de vista está en directa oposición con las palabras de Jim Collins, el conocido escritor de libros sobre negocios, y que repitieron muchos otros expertos empresariales, cuando escribió: «Parece ser que, en gran medida, la grandeza es una cuestión de elección consciente».

Resulta que no. La elección consciente no puede convertir a un fabricante de componentes de automóvil en apuros en un procesador de datos muy rentable más de lo que yo puedo convertirme en Warren Buffet bebiendo Coca-Cola Cherry y comiendo See's Candies.\* Nueve de cada diez veces las dinámicas de las ventajas competitivas de una industria tendrán un impacto mucho mayor que cualquier decisión directiva en la posibilidad de que una empresa tenga un foso económico. Esto no se debe a que la mayoría de los directivos sean incompetentes, sino más bien a que algunas industrias son menos competitivas que otras; la cruda realidad es que simplemente algunos consejeros delegados tienen un trabajo más sencillo para mantener elevados retornos sobre el capital.

Como vimos en el capítulo 9, algunas industrias son mucho más proclives a cavar fosos que otras. Lanza un dardo al azar a una gestora de fondos, un banco o una empresa de procesado de datos y casi te puedo garantizar que a largo plazo verás unos retornos sobre el capital mucho más elevados que si eligieses al azar un fabricante de componentes de coche, un comercio minorista o una empresa de hardware tecnológico.

A pesar de que a las escuelas de negocios y a los gurúes de la gestión les gustaría que creyéramos que seguir unas simples normas de buenas prácticas permitiría a una buena empresa convertirse en una excelente, lo cierto es que no es verdad. Por supuesto, unos directivos brillantes pueden lograr que una buena empresa se convierta en una mejor, y preferiría tener una empresa con buenos asignados de capital en lo más alto que una gestionada por un puñado de idiotas. Del mismo modo, sin duda directivos incompetentes pueden provocar que grandes compañías lo sean menos. No obstante, es muy raro que las decisiones de gestión tengan un mayor impacto a largo plazo en la ventaja competitiva de una empresa que las características estructurales del negocio.\* Piensa en el ejemplo de Janus del

capítulo 9. Los directivos hicieron todo lo posible para gestionar perjudicialmente un negocio, y pese a ello consiguieron volver a rentabilidades elevadas después de unos años de vacas flacas. O mira a H&R Block, que gana enormes retornos sobre el capital de su gran franquicia de tramitación de impuestos pese a invertir capital en sumideros como Olde Discount Brokerage. O McDonald's, que se alejó de los gustos del consumidor y durante un tiempo permitió que el servicio a los consumidores cayera a niveles inaceptables pero fue capaz de darle la vuelta al negocio con relativa rapidez gracias a la duradera fortaleza de la marca McDonald's. En estos tres ejemplos, una ventaja competitiva estructural demostró ser mucho más importante a largo plazo que las malas decisiones de gestión.

Ahora piensa en lo que pasó cuando consejeros delegados superestrellas como Jacques Nasser, Paul Pressler o Gary Wendt intentaron darle la vuelta a Ford, Gap y Conseco, respectivamente. En los tres casos se encontraron con el fracaso absoluto —la bancarrota en el caso de Conseco—, y no fue por no intentarlo ni por el fracaso de la inteligencia de la gestión. No hay mucho que se pueda hacer con un fabricante de coches con costes estructurales más grandes que la competencia, con una cadena de moda con una marca anticuada o un prestamista con demasiados préstamos impagados en sus libros. El mejor ingeniero del mundo no puede construir un castillo de arena de diez pisos. La materia prima simplemente no está ahí.

Como a menudo suele hacer, Warren Buffett resumió esta dinámica de manera magistral cuando dijo: «Cuando directivos con una reputación de brillantez abordan un negocio con una reputación de malos rendimientos, es la reputación del negocio la que permanece intacta».

Quizá David Neeleman en JetBlue sea mi ejemplo favorito de un consejero delegado bien valorado siendo humillado por las dinámicas brutales de una industria. Neeleman tenía una trayectoria impecable cuando fundó JetBlue. Antes de eso había empezado la única compañía aérea lo suficientemente atractiva como para ser comprada por la famosa Southwest Airlines, tan poco dada a las adquisiciones, y a posteriori, mientras esperaba que su acuerdo de no competencia con Southwest expirara, ayudó a lanzar una compañía de bajo coste en Canadá. Cuando lanzó JetBlue, los planes de

Neeleman eran por completo nuevos, e incluían televisión por satélite incorporada en los asientos y butacas de piel. Puesto que de modo invariable los nuevos aviones tienen menos costes que los antiguos —requieren menos mantenimiento y son más eficientes—, después de salir a cotizar las finanzas de JetBlue parecían estupendas, con un 17 por ciento de los márgenes operativos y un sólido retorno sobre el capital del 20 por ciento.

Por desgracia, el tiempo no permanece quieto, y a medida que sus aviones envejecían y los empleados acumulaban permanencia en la empresa, los costes de estructura de JetBlue no tenían otra dirección a la que ir sino hacia arriba. Además, las comodidades como los asientos de piel son bastante fáciles de copiar; y, de hecho, Southwest lo hizo de inmediato. Las líneas aéreas, envalentonadas gracias a unos sólidos balances tras superar la bancarrota, empezaron una guerra de precios con JetBlue en algunas rutas, y los márgenes operativos de JetBlue se hundieron. Mientras escribo estas líneas, las acciones están un 30 por ciento por debajo del precio de la OPV (oferta pública de venta) de hace cinco años, y pese a algunas poco afortunadas decisiones empresariales, en gran medida el desempeño de la empresa no es culpa de Neeleman. La industria de las compañías aéreas simplemente tiene unas dinámicas económicas brutales, y eso fue lo que en última instancia determinó las dificultades de la empresa.

## **El complejo de consejero delegado famoso**

Entonces, ¿por qué por lo general los consejeros delegados reciben tanta atención de los inversores? Hay dos razones, una evidente y otra insidiosa.

La evidente es que los medios de comunicación financieros necesitan atraer audiencia y los consejeros delegados son una temática sencilla. ¿Quién no querría leer un artículo sobre el consejo delegado de una

empresa del Fortune 500 que está publicando beneficios récords, o ver una entrevista con un ejecutivo sobre la exitosa estrategia de expansión internacional? En general, los ejecutivos están contentos de tener esa publicidad, y los reporteros están encantados de ayudar escribiendo una historia de una empresa interesante. Es una situación beneficiosa para ambas partes, pero a menudo es un perjuicio para los inversores, que captan la idea de que esos ejecutivos controlan el destino de sus empresas de la misma forma que los chefs estrella controlan lo que sale de sus cocinas. Por desgracia, incluso Charlie Trotter se sentiría desafiado con los ingredientes disponibles en una cafetería local, e incluso un consejero delegado brillante tiene una libertad limitada para el cambio en una industria salvaje.

La razón insidiosa de que los ejecutivos atraigan tanta atención como los árbitros del destino empresarial es que todos estamos sesgados. Es inherente a la naturaleza humana querer contar historias y ver patrones que tal vez en realidad no existan; nos sentimos mejor cuando podemos identificar una causa por cada efecto que observamos e identificar el agente causal como una única persona es mucho más satisfactorio que culpar a una «falta de ventaja competitiva». No obstante, la verdad del asunto es que los consejeros delegados viven tiempos difíciles, ya sea para crear una ventaja competitiva donde no existe, ya sea para dañar una ventaja competitiva que para empezar es muy fuerte.

Para un inversor es muy fácil recordar las excepciones; aquellas empresas que lograron cavar fosos en industrias difíciles, a menudo a través de la visión de un consejero delegado talentoso. Empresas como Starbucks, Dell, Nucor, Bed, Bath and Beyond y Best Buy crearon grandes cantidades de riqueza para sus accionistas gracias a prosperar en industrias extremadamente salvajes. Pero anclarse en el éxito de empresas de este tipo y suponer que sus experiencias son la norma y no la excepción es confundir lo posible con lo probable. Eso no está bien porque una parte importante de la inversión exitosa está en poner las probabilidades a tu favor.

Para una empresa con un foso y un equipo gestor mediocre, las probabilidades de una sorpresa negativa son mucho más bajas que para una empresa sin foso gestionada por un consejero delegado que podría ser el próximo Jack Welch. Suponiendo que ha sido cuidadosa en su análisis

competitivo, la empresa con un foso tiene una probabilidad muy alta de retener su ventaja competitiva; el equipo gestor puede sorprender en positivo o puede acabar siendo peor de lo que uno hubiera esperado, pero tiene un foso como respaldo. Por el contrario, de cara a tener éxito en un entorno competitivo complejo, la empresa sin foso tiene que superar más adversidades para triunfar; el equipo gestor tiene que ser tan bueno como se espera (si no mejor), y si el nuevo consejero delegado resulta ser menos bueno, el rendimiento de la empresa sólo puede ir hacia abajo.

Piénsalo de esta forma: ¿qué es más fácil de cambiar, la industria en la que está una empresa o sus ejecutivos? La respuesta, claro, es obvia; los ejecutivos vienen y van con regularidad, pero una empresa en una industria compleja está atascada ahí para bien. Y dado que sabemos que algunas industrias tienen mejores dinámicas económicas estructurales que otras, es lógico que la industria en la que opera una empresa tenga un impacto mayor que el consejero delegado en su capacidad para generar elevados y sostenibles retornos sobre el capital.

El equipo gestor importa pero dentro de los límites fijados por las ventajas competitivas estructurales de la empresa. Ningún consejero delegado opera en el vacío, y si bien los grandes ejecutivos pueden añadir valor a un negocio, el equipo gestor por sí mismo no es una ventaja competitiva sostenible.

## **Resumen**

1. Apuesta por el caballo, no por el jinete. El equipo gestor importa pero mucho menos que los fosos.
2. La inversión tiene todo que ver con probabilidades, y una empresa con un gran foso gestionada por un consejero delegado medio te dará más probabilidades de éxito a largo plazo que una empresa sin foso gestionada por una superestrella.

## **Capítulo once**

### **Donde la rueda pisa el asfalto**

#### ***Cinco ejemplos de análisis competitivos***

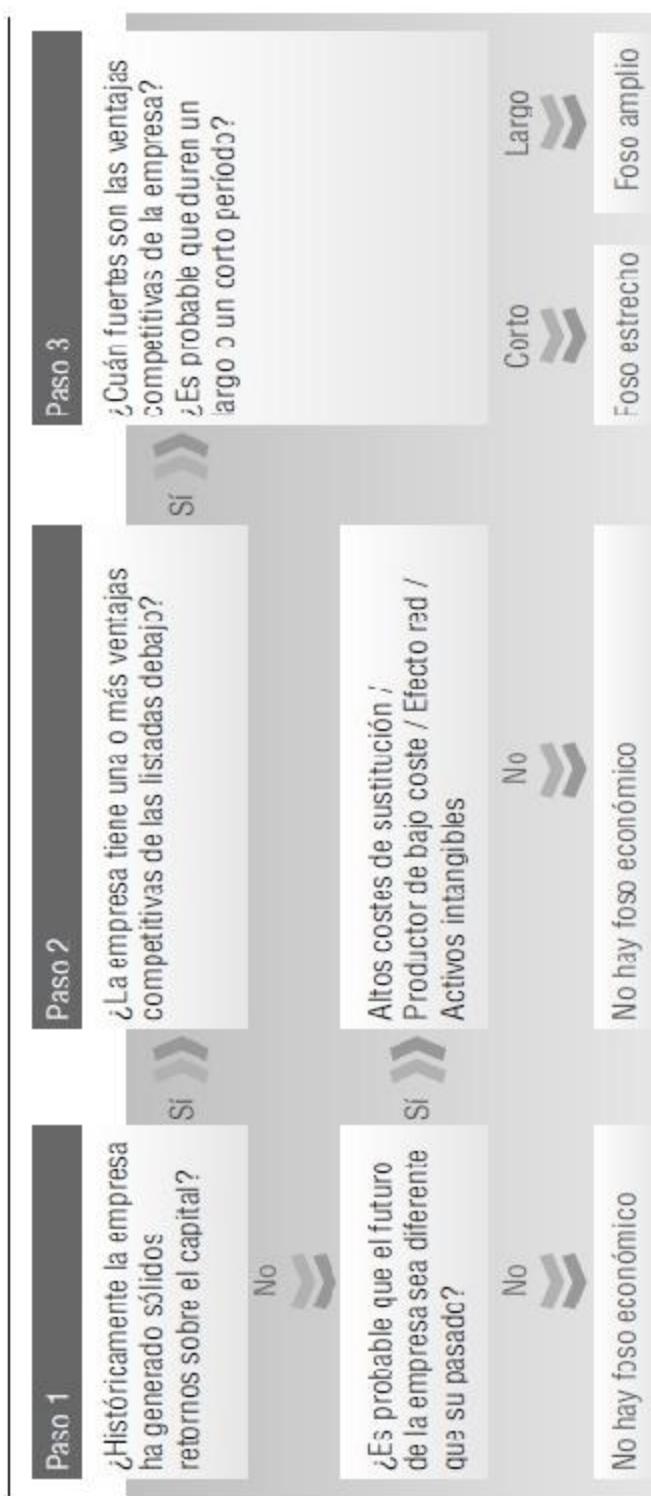
EN LA UNIVERSIDAD y en la escuela de negocios, estuve atrapado en la teoría. La visión de conjunto y los conceptos abstractos me entrababan por un oído y me salían por el otro a no ser que pudiera asociar esas ideas a ejemplos concretos. En la escuela de negocios estudié mucho ciencia política, y aunque estudié a grandes pensadores políticos como Max Weber, Karl Marx y Émile Durkheim, no puedo decir que lo disfrutase (más allá de la «destrucción creativa» de Schumpeter, por supuesto). En cambio, me encantaba leer libros que tomasen distintos trozos de evidencias para de la nada construir una teoría unificada. Nunca antes había conectado los puntos, pero en retrospectiva fue un buen preludio de una carrera como analista de acciones con enfoque ascendente.

En este capítulo quiero coger todas las ideas sobre fosos económicos que he lanzado hasta el momento y ponerlas a prueba analizando una por una cinco empresas, de abajo arriba. Al fin y al cabo, es probable que así sea como apliques las ideas de este libro en la vida real. Leerás sobre una empresa en una revista de negocios o escucharás que un gestor de fondos o un colega la mencionan y estarás lo suficientemente intrigado como para hacer un poco de trabajo por tu cuenta. Con eso en mente, escogí las empresas de este capítulo de la manera más realista posible; cogí algunos ejemplares recientes de las mayores publicaciones financieras como *Fortune* o *Barron's* y elegí cinco empresas que recibían comentarios favorables.

El cuadro 11.1 muestra el proceso de tres pasos que usaré para determinar si estas empresas tienen fosos. El primer paso es «enséñame la pasta»: ¿ha generado la empresa retornos decentes sobre el capital en el pasado? Cuando estés analizando esto, observa los retornos sobre el capital durante el mayor período posible, dado que uno o dos años malos no inhabilitan a una empresa para tener un foso. (Puedes ver gratis diez años de información financiera en Morningstar.com.)

De lo contrario, y es probable que el futuro no sea demasiado distinto que el pasado, no hay foso. Después de todo, una ventaja competitiva debería verse en los números, y una empresa que todavía no ha demostrado su capacidad para ganar un retorno económico extra no merece que pongas tus esperanzas en ella. Es posible que una empresa que ha publicado en el pasado mediocres retornos sobre el capital esté preparada para mejores tiempos en el futuro, pero ese optimismo debería estar acompañado por un giro grande y favorable de las dinámicas económicas del negocio. Esto sucede, y puedes ganar mucho dinero identificando empresas que han sufrido modificaciones estructurales favorables, pero las empresas de este tipo son mucho más la excepción que la norma.

#### **CUADRO 11.1 El proceso de los fosos**



Así que si no hay evidencia alguna de unos retornos sólidos sobre el capital, en general significa que no hay foso. Pero si la empresa ha publicado unos buenos retornos sobre el capital, nuestro trabajo se vuelve más complicado. El segundo paso del proceso consiste en identificar una

ventaja competitiva; es decir, averiguar por qué la empresa ha sido capaz de mantener a raya a sus competidores y generar unos retornos económicos extraordinarios. Al fin y al cabo, si no hay ninguna razón específica por la que esos retornos persistan en el futuro, es del todo posible que hasta una empresa con un historial de buenos retornos sobre el capital no tenga un foso. Si no pensásemos sobre por qué los retornos altos seguirán altos, simplemente estaríamos conduciendo mirando al espejo retrovisor, lo que rara vez es una buena idea. Piensa en los comercios minoristas y las cadenas de restaurantes; los costes de sustitución para los consumidores son muy bajos, así que en estas industrias las empresas necesitan escala, una marca bien establecida o alguna otra ventaja defensiva que les otorgue un foso. Sin una ventaja, esos elevados retornos sobre el capital podrían disiparse muy rápido. La historia está llena de comercios o conceptos de restaurantes de moda que han fracasado después de unos años de éxito temprano.

En este segundo paso necesitamos aplicar todas las herramientas del análisis competitivo. ¿Tiene la empresa una marca? ¿Una patente? ¿Es complicado para los consumidores cambiarse a un producto de la competencia? ¿Tiene costes menores sostenibles? ¿Se beneficia del efecto red? ¿Está sujeta a una disruptión tecnológica o a un giro en las dinámicas de la industria? Y así sucesivamente.

Suponiendo que hayamos encontrado alguna evidencia de la existencia de una ventaja competitiva, el paso tres consiste en averiguar cuán duradera es probable que sea esa ventaja. Algunos fosos son reales pero pueden ser sencillos de salvar, mientras que otros son lo suficientemente grandes como para poder pronosticar con seguridad unos elevados retornos sobre el capital durante muchos años. Sin lugar a dudas, ésta es una cuestión subjetiva, por lo que no abogo por ser muy minucioso. En Morningstar dividimos las empresas en tres categorías: foso amplio, foso estrecho y sin foso. Haré lo mismo en los ejemplos que siguen a continuación.

Ahora pongamos estas ideas en acción.

## En busca de fosos

Nuestro primer ejemplo es Deere & Company, que fabrica el equipamiento agrícola del mismo nombre, y tiene también una cuota bastante grande vendiendo maquinaria de construcción. Como puedes observar en el cuadro 11.2, a pesar de un desagradable giro entre 1999 y 2002, durante el decenio analizado, Deere ha cosechado unos sólidos retornos sobre el capital. La agricultura es un negocio cíclico, así que esto no debería ser una preocupación. Si Deere vendiese algo con una demanda mucho más estable, como queso o cerveza, querríamos investigar más allá. Así que sobre la base de los números, parece que Deere tiene un foso.

Ahora nos movemos hacia el análisis competitivo: ¿qué tiene Deere que le ha permitido generar sólidos retornos sobre el capital? ¿Esos retornos serán con cierta probabilidad sostenibles en el futuro? Bueno, no hay duda de que la marca ayuda. La empresa lleva operando ciento setenta años, y en general los granjeros son muy leales a la marca Deere. Sin embargo, los usuarios de productos de la competencia de Deere, como Case Construction Equipment y New Holland, también son leales a sus marcas. Los clientes son leales, así que en esta historia debe de haber más.

### CUADRO 11.2 Deere & Company

	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	TTM	Avg
Deere & Company DE												
Margen neto (%)	7,5	7,4	2,0	3,7	—	2,3	4,1	7,0	6,6	7,7	7,3	—
Retorno sobre activos (%)	6,2	6,0	1,3	2,6	—	1,4	2,6	5,1	4,6	5,0	4,5	3,5
Apalancamiento financiero	3,9	4,4	4,3	4,8	5,7	7,5	6,6	4,5	4,9	4,6	4,7	—
Retorno sobre fondos propios (%)	24,9	24,8	5,9	11,6	—	8,9	18,0	27,1	21,9	23,6	20,8	16,9

La clave, como ha resultado ser, es la amplia red de distribuidores de Deere, que en Estados Unidos es mucho más extensa que la de sus competidores. Los distribuidores pueden con rapidez suministrar piezas de recambio y completar reparaciones en el equipamiento de Deere, lo que

minimiza el tiempo durante momentos críticos como la plantación y la cosecha. Dado que los clientes de Deere son muy sensibles al tiempo, es crucial la capacidad de reparar con velocidad la maquinaria rota: un granjero puede utilizar una cosechadora de 300.000 dólares tan sólo durante unas pocas semanas del año, pero durante esas pocas semanas la máquina tiene que funcionar a las mil maravillas. Dado que para un competidor replicar esta red de distribuidores sería posible, y si la calidad de Deere cayese de forma sustancial, los granjeros pueden cambiarse de marca, es difícil decir que Deere tenga un foso económico amplio. Pero a un competidor le llevaría años ser capaz de hacer esto, y no hay certeza de que un competidor vaya a hacerlo. Así que diría que Deere tiene un foso económico estrecho pero sólido, y podemos tener cierta confianza en que durante algún tiempo en el futuro la compañía continuará generando sólidos retornos sobre el capital.

Nuestro siguiente ejemplo nos lleva al centro de los Hamptons. Martha Stewart Living Omnimedia tiene la licencia para usar la marca de Martha Stewart y también produce revistas y programas de televisión. Dada la popularidad de Martha —incluso después de su breve paso por la cárcel— podemos suponer que la empresa es bastante rentable. En el cuadro 11.3 vamos a revisar los números.

No es muy impactante, ¿verdad? A primera vista, es un poco preocupante que incluso en el apogeo de Martha, antes de que se saltara la ley, la empresa generaba un retorno sobre el capital de menos del 13 por ciento. Aunque ése no es un retorno sobre el capital terrible, deberíamos esperar más de un negocio que para empezar no tiene un montón de capital invertido. Al fin y al cabo, Martha Stewart Living Omnimedia produce una revista y un programa de televisión y presta su marca a otras empresas; no posee un montón de fábricas ni inventario caro. Así que pese a la renaciente popularidad de la marca Martha Stewart, he de concluir que su empresa no tiene un foso económico. Y eso no es algo bueno.

### **CUADRO 11.3 Martha Stewart Living Omnimedia**

Martha Stewart Living Omnimedia MSO	99	00	01	02	03	04	05	06	TTM	Avg
Margen neto (%)	11,0	7,5	7,4	2,5	–	–	–	–	–5,9	–9,3

Pasando de una empresa sin mucho capital invertido a una que sí tiene mucho, vamos a echar un vistazo a Arch Coal, el segundo mayor productor de carbón del país. En general, para las empresas de materias primas es bastante duro cavar un foso económico, así que cuando empecemos el análisis seremos un poco escépticos. No obstante, mirando los números vemos que los retornos sobre el capital han mostrado una modesta mejora a niveles aceptables, si no buenos. Parece que para Arch las cosas empezaron a ir bien en 2004, y tanto en 2006 como en 2007 obtuvo resultados sólidos. Véase el cuadro 11.4.

Analizaremos con más profundidad para saber por qué el último par de años fueron una aberración y quizás los retornos sobre el capital caigan a niveles menores, o si algo ha cambiado estructuralmente para bien en Arch. En primer lugar, parece que a finales de 2005 Arch vendió un puñado de minas deficitarias en la Appalachia Central, lo cual es positivo para los futuros retornos sobre el capital. En segundo lugar, Arch es una de las cuatro empresas que controlan la oferta de carbón producido en un área llamada Powder River Basin, en Wyoming, y el carbón de esta área es demandado por las empresas de servicios públicos porque tiene un muy bajo contenido de azufre, y el azufre es uno de los mayores contaminantes que se emiten cuando se quema el carbón.

## **CUADRO 11.4 Arch Coal**

	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	TTM
Margen neto (%)	2,8	2,0	—	22,1	-0,9	0,5	—	0,2	1,2	6,0	1,5 10,4 7,3
Retorno sobre activos (%)	1,8	1,3	—	13,2	-0,6	0,3	—	0,1	0,7	4,0	1,2 8,2 5,0
Apalancamiento financiero	2,7	4,7	9,7	—	10,2	3,9	4,1	3,5	3,0	2,6	2,4 2,4
Retorno sobre fondos	5,0	4,9	—	—	-5,5	1,8	—	2,7	12,9	3,4	20,5 12,0

propios (%)	80,6	0,5
-------------	------	-----

Todo lo anterior es estupendo, pero si Arch sólo compitiese con otras empresas productoras de carbón en el Powder River Basin, no tendría un foso, a menos que estuviera produciendo el carbón a un coste mucho menor que sus rivales en esa zona. (No lo hace, por cierto.) No obstante, incluso cuando tomas en consideración los mayores costes de transporte, dado que el Powder River Basin está bastante alejado de las zonas más pobladas que consumen mucho carbón, el carbón de Powder River Basin es mucho más barato de producir que el carbón extraído en otras muchas partes de Estados Unidos. Y en un negocio de materias primas, si puedes producir algo a un coste mucho menor que otras compañías que venden el mismo producto, es muy probable que tengas un foso.

Entonces, ¿por qué no estamos viendo esta ventaja en costes de Arch en sus retornos históricos sobre el capital? Resulta que hace años, Arch firmó algunos contratos a largo plazo a precios mucho más bajos, y esos contratos están empezando a expirar y a ser reemplazados por nuevos contratos a precios mucho más altos, lo que significa que los retornos futuros sobre el capital deberían ser muy superiores que los retornos pasados. Así que por el momento podemos asignar a Arch un foso económico estrecho, pero es un foso que querríamos observar con mayor detenimiento. Si los costes de producción en Powder River Basin se incrementan considerablemente, o si el gobierno introduce regulaciones que hacen el carbón menos atractivo como recurso al imponer un impuesto sobre el carbón, querríamos reevaluar las cosas. Pero según lo que sabemos hoy en día, Arch parece tener un foso (muy) estrecho.

Nuestra cuarta compañía no es tan conocida como las tres primeras, pero observándola podemos aprender un montón sobre fosos. La empresa Fastenal Company distribuye en todo Estados Unidos una gran variedad de productos de mantenimiento y reparación para fabricantes y contratistas. Hace esto mediante una red de cerca de dos mil tiendas y, como el nombre de la empresa indica, se especializa en tornillos. Esto puede parecer un negocio aburrido, pero vamos a mirar los números para asegurarnos. (Véase el cuadro 11.5.)

¡Guau! Con independencia de lo que puedas pensar de este negocio, ésos no son números aburridos. Un retorno sobre el capital promedio de más de un 20 por ciento durante diez años con un apalancamiento financiero mínimo es un logro poco común. De hecho, de las 3.000 acciones en la base de datos de Morningstar con capitalizaciones bursátiles superiores a 500 millones de dólares, sólo 50 tienen historiales tan impresionantes de generación de retornos sobre el capital. Por supuesto, la pregunta es si simplemente Fastenal tuvo suerte o si construyó una ventaja competitiva que le permitirá mantener esos retornos tan elevados sobre el capital.

### **CUADRO 11.5 Fastenal Company**

	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	TTM	Avg
Fastenal Company FAST												
Margen neto (%)	10,3	10,5	10,8	10,8	8,6	8,3	8,5	10,6	11,0	11,0	11,1	—
Retorno sobre activos (%)	22,9	23,2	23,0	22,4	16,0	14,6	13,9	18,4	20,1	20,6	19,0	19,5
Apalancamiento financiero	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	—
Retorno sobre fondos propios (%)	28,0	27,6	26,2	25,2	17,9	16,3	15,6	20,8	22,7	23,3	21,7	22,3

Cuando uno ahonda en la empresa, resulta que Fastenal se beneficia de economías de escala basadas en una localización similar a la de las empresas de cemento y agregados que analizamos en el capítulo 7. Los tornillos, como los clavos, anclas y pernos, son pesados y costosos de transportar y producirlos no cuesta mucho, lo que significa que Fastenal tiene una enorme ventaja en costes por tener muchas tiendas cerca de sus consumidores. La proximidad también significa que, por lo general, Fastenal tiene un tiempo de entrega mucho más rápido que sus competidores, lo cual es otra gran ventaja, dado que los fabricantes suelen necesitar los tornillos cuando algo se rompe, y el tiempo de inactividad es algo muy costoso para este tipo de empresas.

Con el doble de localizaciones que su competidor rival, Fastenal parece capaz de mantener su ventaja en escala, en especial porque en esencia domina cientos de pequeños nichos en zonas geográficas que por sí mismas no serían lo suficientemente rentables como para que un competidor decidiese atacar. La empresa también mantiene una flota propia de camiones que le permite distribuir productos a sus tiendas —y a los sitios de trabajo de sus clientes— a un coste mucho menor que si utilizase otro transportista, como UPS. Así que para atacar a Fastenal, además de la voluntad de construir tiendas no rentables en los mercados de Fastenal, que tan sólo son lo bastante grandes como para un único distribuidor, un competidor necesitaría una red de distribución con una escala similar. Eso parece una tarea bastante desalentadora, que es por lo que Fastenal es un negocio con un foso amplio con el potencial de arrojar durante muchos años en el futuro retornos sobre el capital superiores.

Para el ejemplo final, además de mirar su historial en el cuadro 11.6, generando sólidos retornos sobre el capital, quiero enseñarte por qué es tan importante pensar sobre las dinámicas competitivas de un negocio. Si hubieses mirado a cualquiera de estos dos negocios en 2004, aproximadamente, los retornos sobre el capital te habrían hecho la boca agua. El historial de la empresa B no era tan constante como el de la empresa A, pero sin duda la tendencia estaba en la dirección adecuada. (Véanse los cuadros 11.6 y 11.7.)

La empresa A es Pier 1 Imports y la empresa B es Hot Topic, dos empresas de comercio minorista que a finales de los años noventa y principios del siglo XXI estaban en auge. Ambas crecían bastante —Hot Topic tenía un crecimiento fabuloso del 40 por ciento, y Pier 1 uno más mesurado cercano al 15 por ciento— y estaban arrojando unos muy respetables retornos sobre el capital. Pero pensemos acerca de la naturaleza del negocio.

#### **CUADRO 11.6 Empresa A**

	98	99	00	01	02	03	04	Avg
Margen neto (%)	7,3	7,1	6,1	6,7	6,5	7,4	6,3	—
Retorno sobre activos (%)	12,8	12,3	11,3	12,9	12,5	14,1	11,7	12,5
Apalancamiento financiero	1,7	1,6	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	—

Retorno sobre fondos propios (%) 21,8 20,2 17,7 17,8 17,9 21,1 21,1 19,2

### **CUADRO 11.7 Empresa B**

Empresa B	98	99	00	01	02	03	04	Avg
Margen neto (%)	6,4	5,8	8,0	9,0	8,5	7,8	8,4	—
Retorno sobre activos (%)	9,5	10,8	18,3	22,4	20,3	18,9	19,8	17,1
Apalancamiento financiero	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	—
Retorno sobre fondos propios (%)	10,8	12,8	23,3	27,9	24,4	23,4	25,0	21,1

Pier 1 vende muebles importados y accesorios para el hogar, y Hot Topic es una cadena de ropa para adolescentes con un estilo muy específico. Siempre y cuando la empresa hiciera un buen trabajo gestionando el inventario y manteniéndose a la vanguardia de las tendencias de los consumidores, ambos eran negocios aceptables. No obstante, dado que en esencia los costes de sustitución de sus consumidores son nulos, habría sido muy arriesgado predecir con seguridad que tanto Pier 1 como Hot Topic podrían mantener unos retornos sobre el capital tan elevados durante un largo período.

Resulta que siendo escéptico habrías acertado. (Véanse los cuadros 11.8 y 11.9.)

Tanto en retornos sobre el capital como en el precio de la acción, ambas empresas parecen haberse caído de un precipicio en los últimos años. (Desde principios de 2005 hasta mediados de 2007, el precio de la acción de Hot Topic cayó a la mitad, y la acción de Pier 1 está un doloroso 75 por ciento más barata.) La historia fue la misma en ambos casos: a medida que las tendencias se movieron en otras direcciones (y en el caso de Pier 1, la competencia también aumentó), los consumidores dejaron de comprar lo que la empresa vendía. El negocio del comercio minorista es muy duro; rápido viene, y rápido se va.

### **CUADRO 11.8 Pier Imports, Inc.**

Pier Imports, Inc. PIR (Empresa A)	05	06	07	TTM
Margen neto (%)	3,2	-2,2	-14,0	-16,3
Retorno sobre activos (%)	5,6	-3,6	-21,8	-26,3
Apalancamiento financiero	1,6	2,0	2,5	2,8
Retorno sobre fondos propios (%)	9,1	-6,4	-47,9	-60,5

## **CUADRO 11.9 Hot Topic, Inc.**

	05	06	07	TTM
Hot Topic, Inc. HOTT (Empresa B)				
Margen neto (%)	6,0	3,1	1,8	1,8
Retorno sobre activos (%)	14,2	7,8	4,4	4,0
Apalancamiento financiero	1,5	1,5	1,4	1,5
Retorno sobre fondos propios (%)	19,3	11,5	6,5	6,1

Aunque utilicé como ejemplo los comercios minoristas, con la misma facilidad podría haber elegido una pequeña empresa de tecnología, o cualquier empresa carente de una ventaja competitiva estructural. La cuestión es que con independencia de cómo sea su historial, a menos que una empresa tenga algún tipo de foso económico, es muy azaroso predecir cuánto valor va a crear en el futuro para el accionista. Mirar los números es un comienzo, pero sólo es un comienzo. El siguiente paso crucial es pensar con detenimiento en la fortaleza de la ventaja competitiva de una empresa y en cómo (o cómo no) será capaz de mantener a raya a la competencia.

Llegados a este punto, tienes todas las herramientas que necesitas para empezar a separar los negocios fantásticos de las empresas con futuros más inciertos. Pero ¿cómo sabrás cuándo esos negocios coticen a precios atractivos? Ése es el tema de los dos próximos capítulos.

### **Resumen**

1. Para saber si una empresa tiene un foso económico, primero observa su trayectoria histórica generando retornos sobre el capital. Los elevados retornos indican que la empresa puede tener un foso, mientras que los retornos pobres señalan la ausencia de una ventaja competitiva, a no ser que el negocio de la empresa haya cambiado de manera sustancial.

2. Si los retornos históricos sobre el capital son sólidos, pregúntate cómo los mantendrá la compañía. Aplica las herramientas del análisis competitivo de los capítulos 3 al 7 e intenta identificar un foso. Si no puedes identificar una razón específica por la que los retornos se mantendrán elevados, es probable que la empresa no tenga un foso.

3. Si puedes identificar un foso, piensa cuán sólido es y cuánto durará. Algunos fosos duran décadas, mientras que otros son menos duraderos.

## **Capítulo doce**

### **¿Cuánto vale un foso?**

***Hasta las mejores empresas dañarán tu cartera si pagas demasiado por ellas***

SI INVERTIR FUERA tan sencillo como identificar negocios fabulosos con fosos económicos, ganar dinero en el mercado de valores sería mucho más fácil, y este libro ya habría terminado. Pero la realidad es que el precio que pagas por una acción es crucialmente importante para tus retornos futuros de inversión, que es por lo que el paso dos del plan de juego sobre el que escribí en la primera página de la introducción decía: «Esperar a que las acciones de esas empresas coticen por debajo de su valor intrínseco y entonces comprarlas».

La valoración es algo curioso. He conocido muchos inversores muy inteligentes que podían recitar de memoria cada capítulo y verso de las empresas cuyas acciones tenían o pensaban comprar, pero no podían responder a una sencilla pregunta: «Entonces, ¿cuánto vale?». Los mismos individuos que regatearán durante horas por un coche o conducirán un kilómetro extra para ahorrarse unos centavos por litro llenando el depósito comprarán acciones simplemente con una vaga idea del valor en potencia del negocio.

La razón, creo, es que valorar una acción es arduo —y muy incierto, incluso para los profesionales—, así que la mayoría de las personas tiran la toalla y no lo intentan. Después de todo, es fácil saber si una gasolinera o un concesionario de coches te están haciendo una buena oferta porque sabes por cuánto se venden productos similares. Si un vendedor de coches quiere 40.000 dólares por un Lexus nuevo, y otros concesionarios venden el mismo coche por 42.000 dólares, puedes estar bastante confiado en que no estás pagando en exceso si desembolsas 40.000 dólares. Pero al valorar empresas, nos encontramos con dos obstáculos.

En primer lugar, cada empresa es un tanto diferente, lo que hace las comparaciones difíciles. Las tasas de crecimiento, los retornos sobre el capital, la solidez de las ventajas competitivas y multitud de otros aspectos afectan al valor de un negocio, así que sin duda comparar dos empresas entre sí es un ejercicio difícil. (Es útil en algunos casos —más en el último capítulo—.) En segundo lugar, el valor de una compañía está directamente sujeto a su rendimiento financiero futuro, que es desconocido, aunque es obvio que podemos hacer algunas predicciones prudentes. Por estos motivos, la mayoría de las personas se centran en información sobre las acciones (sus precios de mercado), a la que puede acceder con facilidad, y no en la información que es más difícil de obtener (la valoración de sus negocios).

Ésas son las malas noticias. Las buenas son que antes de comprar acciones, no necesitas saber el valor preciso de la empresa. Lo único que necesitas saber es que el precio actual es menor que el valor más probable del negocio. Eso puede parecer confuso, así que déjame poner un ejemplo.

En el verano de 2007, me di cuenta de que durante el año anterior el precio de una empresa que había tenido en mi pantalla de radar durante algunos años, llamada Corporate Executive Board, había caído a la mitad. Durante varios años, la empresa había tenido ventas e ingresos crecientes al feroz ritmo de más de un 30 por ciento anual, pero por una serie de razones la empresa se chocó contra un muro —el crecimiento de las ventas cayó de manera considerable y los ingresos disminuyeron alrededor de un 10 por ciento—. Investigué un poco, y me convencí de que la empresa tenía margen suficiente para crecer en su mercado. También estaba convencido de que la posición competitiva de Corporate Executive Board todavía era muy sólida. ¿Volvería la empresa a tasas de crecimiento del 30 por ciento o el crecimiento futuro sería menor, digamos del 15 por ciento? En realidad lo desconocía, y la valoración de las acciones era muy diferente en función de esos dos escenarios.

Entonces, ¿por qué compré acciones? Porque aunque no sabía con exactitud cuánto valían las acciones de Corporate Executive Board, lo que sí sabía era que en ese momento el precio de la acción implicaba que el mercado suponía una tasa de crecimiento del 10 por ciento. Así que simplemente mi labor consistía en decidir cuán probable era que la empresa nunca creciera más deprisa que un 10 por ciento. Sobre la base de mi investigación, pensé que ese desenlace era muy poco probable, así que compré acciones. Si la empresa volvía a una tasa de crecimiento del 15 por ciento, mi inversión lo haría bastante bien, y si la empresa volvía a crecimientos del 20 por ciento tendría un *home run*. Perdería dinero sólo si la empresa se desaceleraba a tasas de crecimiento de un solo dígito, y pensaba que las probabilidades de que eso ocurriera eran bastante bajas.

En este ejemplo hice ingeniería inversa sobre el precio de las acciones para ver con exactitud qué tipo de expectativas de crecimiento estaban implícitas. La clave es que no tenía que saber con precisión qué depararía el futuro, sólo tenía que saber que era muy probable que el futuro fuese más prometedor de lo que el precio de la acción implicaba. En el caso de Corporate Executive Board pensé que la acción podía valer entre 85 y 130 dólares, pero estaba seguro de que la acción no valdría menos que su precio de mercado de 65 dólares. (El tiempo dirá si estoy en lo cierto.)

El simple ejercicio de estimar el valor de la acción de una empresa es la clave para comprar acciones por menos de su valor potencial, porque para comprar acciones por menos de su valor necesitas tener una idea de cuál es ese valor. (Parece simple, pero te sorprendería saber cuántos inversores no han intentado nunca valorar la acción que compran.)

## **De todos modos, ¿cuánto vale una empresa?**

Es una pregunta sencilla, así que ahí va una respuesta sencilla: una acción vale el valor presente de toda la caja que generará en el futuro. Eso es todo.

Vamos a aparcar por un momento esta idea. Las empresas crean valor invirtiendo capital y generando un retorno sobre esa inversión. Parte de la caja que la empresa genera paga los costes operativos, para que se reinvierta en el negocio, y el resto es lo que se llama flujo libre de caja. A menudo el flujo libre de caja se llama «beneficio del accionista» porque eso es en verdad lo que es: la cantidad de dinero que cada año podrían extraer los accionistas del negocio sin dañar las operaciones del negocio.

Piensa en el flujo libre de caja como el dinero que un casero se lleva al final de cada año. El dueño de un edificio de apartamentos obtiene renta (las ventas), paga la hipoteca y el mantenimiento anual (los costes operativos) y en ocasiones se gasta dinero en reparaciones grandes como un nuevo tejado o nuevas ventanas (las inversiones en bienes de capital). Lo que queda es su flujo de caja libre personal, que puede ponerse en una cuenta corriente bancaria, gastarse en unas bonitas vacaciones en Florida o utilizarse para comprar otro edificio de apartamentos. Pero con independencia de en qué lo gaste el propietario, no es dinero que se necesite para mantener el edificio de apartamentos funcionando como una empresa generadora de caja.

Siguiendo con el ejemplo del dueño de apartamentos, pensemos en qué haría valer más o menos para un comprador potencial un edificio lleno de apartamentos alquilados. Sin duda, el crecimiento aumentaría el valor; si un edificio tuviera adyacente un trozo de terreno en donde el propietario pudiera construir más apartamentos, sería más valioso que un edificio sin ese terreno, ya que el flujo potencial de los ingresos del alquiler de los apartamentos sería mayor. Lo mismo cabe decir sobre el riesgo de los ingresos por alquiler; un edificio lleno de trabajadores experimentados valdría más que el mismo edificio lleno de estudiantes universitarios porque el casero tendría más seguridad de efectivamente cobrar el alquiler cada mes sin mayores complicaciones.

También debes suponer que un elevado retorno sobre el capital haría más valioso un edificio. Si pensases que en determinado edificio podrías subir los alquileres y tener mayores ingresos sin ninguna inversión, esa propiedad sería más valiosa que una con alquileres estancados. Por último, no olvidemos las ventajas competitivas; un edificio construido antes de una ordenanza de zonificación que impide la construcción de nuevos edificios de apartamentos vale más que uno que potencialmente se enfrenta a muchos nuevos apartamentos compitiendo con él.

¿Adivina qué? Acabas de aprender los conceptos más importantes que sustentan la valoración de cualquier compañía: la probabilidad de que esos flujos de caja futuros realmente se materialicen (el riesgo), cuán grandes se supone que serán esos flujos de caja (el crecimiento), cuánta inversión será necesaria para mantener el negocio operando (el retorno sobre el capital) y durante cuánto tiempo puede el negocio generar beneficios extraordinarios (el foso económico). Mantén estos cuatro factores en mente cuando utilices múltiples de precios o cualquier otra herramienta de valoración y tendrás la certeza de tomar mejores decisiones de inversión.

## Invierte, no especules

Hay tres tipos de herramientas para valorar empresas: múltiplos de precios, rendimientos y los valores intrínsecos. Los tres son partes valiosas de los instrumentos de valoración, y el inversor inteligente aplicará más de uno para una compra potencial. En el capítulo siguiente abordaré los múltiplos de precios y los rendimientos. (Los valores intrínsecos son un poco más complicados, y en general requieren un método técnico llamado descuento de flujos de caja, que va un poco más allá del alcance de este libro.)\*

No obstante, entender múltiplos de precios y rendimientos será más sencillo si primero nos desviamos por un momento hacia lo que impulsa los retornos de las acciones. Durante largos períodos, sólo hay dos cosas que empujan a una acción hacia arriba o hacia abajo: el retorno de la inversión, movido por el crecimiento de los ingresos y dividendos, y el retorno especulativo, movido por los cambios en la ratio precio/beneficios (P/E).

Piensa en los retornos de la inversión como si reflejaran el rendimiento financiero de una empresa y en el retorno especulativo como si reflejara la exuberancia o el pesimismo de otros inversores. Una acción puede pasar de 10 a 15 dólares porque los ingresos por acción se han incrementado de 1 a 1,50 dólares, o porque pese a que los ingresos se mantuvieron planos en 1 dólar por acción, la ratio P/E se incrementó de 10 a 15. En el primer caso, la acción fue impulsada por completo por el retorno de la inversión, mientras que en el segundo caso las acciones subieron exclusivamente debido al retorno especulativo.

Cuando centras tu búsqueda de inversiones en empresas con fosos económicos, estás maximizando el retorno potencial de tu inversión porque estás buscando compañías que es más probable que creen valor en términos económicos e incrementen sus ingresos durante largos períodos.

Al prestar especial atención a la valoración, estás minimizando el riesgo de un retorno especulativo negativo; es decir, las probabilidades de que un cambio en el estado de ánimo de los inversores dañe el rendimiento de tu inversión. Al fin y al cabo, nadie sabe cuánto será durante los próximos cinco o diez años el retorno especulativo de una acción, pero podemos

hacer unas cuantas suposiciones sensatas sobre el retorno de la inversión. Una evaluación detenida te ayudará a aislarte de un cambio adverso en el sentimiento del mercado.

Veamos a continuación un ejemplo real. A mediados de 2007, Microsoft había incrementado sus ingresos por acción durante la última década a una media de aproximadamente el 16 por ciento anual. Así que durante los últimos diez años, el retorno medio anual de la inversión era del 16 por ciento. Pero durante el mismo período las acciones de Microsoft se habían apreciado a una tasa anual media de sólo el 7 por ciento, lo que significa que su retorno especulativo ha tenido que ser negativo para arrastrar hacia abajo ese jugoso retorno de la inversión del 16 por ciento. De hecho, eso es precisamente lo que sucedió. Hace diez años, las acciones de Microsoft estaban valoradas a una ratio P/E de 50, y ahora su ratio P/E es sólo de 20.

Comparo Microsoft con Adobe, que fabrica Photoshop, Acrobat y multitud de productos de software de procesado de imágenes. Durante la última década, los ingresos por acción de Adobe se han incrementado de media un 13 por ciento anual, que es el retorno de la inversión. Pero las acciones se han apreciado casi al doble que esa tasa, alrededor de un 24 por ciento por año, porque durante los últimos diez años la ratio P/E de la acción cambió de 17 a 45 de hoy, lo que añadió una enorme cantidad de retorno especulativo.

Como puedes ver, un cambio en el sentimiento del mercado —el retorno especulativo— provocó un resultado radicalmente distinto para un inversor que compró acciones de dos empresas en la misma industria y que durante la última década publicaron casi la misma tasa de crecimiento. El inversor de Microsoft ha recibido retornos más o menos en línea con el mercado, mientras que el inversor de Adobe ha logrado multiplicar varias veces su inversión inicial.

Ahora, el ejemplo de Adobe es un extremo. Por lo tanto, es un disparate comprar una acción con la expectativa de que el mercado te brinde un retorno especulativo gigante. Pero habiendo comprado acciones a una ratio P/E de 17 (frente a una ratio P/E de 50 por Mister Softee), el comprador de Adobe minimizó durante los últimos diez años el riesgo de un retorno especulativo que golpeó al comprador de acciones de Microsoft. Es casual

el hecho de que el afortunado comprador de Adobe se beneficiara de un incremento gigantesco de la ratio P/E.

Es por esto que la valoración es tan importante. Al prestar especial atención a la valoración, estás maximizando el impacto de algo que puedes predecir (los retornos financieros de una empresa) sobre los retornos futuros de tu inversión, y estás minimizando el impacto de algo que no puedes prever (el entusiasmo o pesimismo de otros inversores). Además, ¿a quién no le gusta que le hagan una oferta?

## **Resumen**

1. El valor de una empresa es igual a toda la caja que generará en el futuro. Eso es todo.
2. Los cuatro factores más importantes que afectan a la valoración de una compañía son: cuánta caja generará (crecimiento), la certeza asociada a esos flujos de caja estimados (riesgo), la cantidad de inversiones necesarias para operar el negocio (retorno sobre el capital) y la cantidad de tiempo que la empresa puede mantener a los competidores a raya (foso económico).
3. Comprar acciones con bajas valoraciones te ayuda a aislarlo de los vaivenes del mercado porque vincula con firmeza tus retornos futuros de inversión al rendimiento financiero de la empresa.

## **Capítulo trece**

### **Herramientas para la valoración de fosos**

#### ***Cómo encontrar acciones de saldo***

HABIÉNDOTE CONVENCIDO (eso espero) de que la valoración es crucial para garantizar que tu minucioso análisis competitivo te recompense con atractivos retornos en tu cartera, miremos ahora a los múltiplos de precios, nuestra primera herramienta. Los múltiplos son al mismo tiempo los más utilizados y la herramienta de valoración que con más frecuencia se usa de forma indebida.

El múltiplo más básico es la ratio precio sobre ventas (P/V), que es el precio actual de una acción dividido por las ventas por acción. Lo bueno de la ratio precio sobre ventas es que casi todas las compañías tienen ventas, incluso cuando los negocios se encuentran en determinado momento deprimidos, lo que hace a esta ratio en particular útil para las empresas

cíclicas o empresas que están teniendo algún tipo de problema que envía durante un tiempo los ingresos a números rojos. No obstante, el truco con la ratio P/V es que dependiendo de cuán rentable sea la empresa, un dólar de ventas puede valer poco o mucho. Los negocios con pocos márgenes, como las cadenas de distribución, suelen tener ratios P/V muy bajas con relación a negocios con elevados márgenes, como empresas de software o farmacéuticas. Así que no utilices la ratio precio sobre ventas para comparar empresas de diferentes industrias o acabarás pensando que las empresas de menores márgenes son auténticas gangas, mientras que las de elevados márgenes te parecerán demasiado caras.

En mi opinión, la ratio P/V es más útil para empresas que tienen temporalmente los márgenes deprimidos o que tienen espacio para mejorar mucho los márgenes. Recuerda que los márgenes elevados significan más ingresos por cada dólar de ventas, lo que conduce a una ratio P/V mayor. Así que si te topas con una empresa con márgenes bajos con una ratio P/V en línea con empresas de márgenes bajos y piensas que la empresa puede reducir costes y aumentar su rentabilidad de manera significativa, puede que estés ante una acción barata.

De hecho, una manera útil de usar la ratio precio sobre ventas es encontrar empresas de elevados márgenes que se han topado con un bache. Las empresas que en el pasado han sido capaces de ofrecer elevados márgenes pero que tienen en la actualidad ratios P/V bajas tal vez estén sufriendo un descuento en el mercado porque otros inversores suponen que la caída en la rentabilidad es permanente. Si la empresa vuelve a sus anteriores niveles de rentabilidad, entonces es probable que la acción esté bastante barata. Éste es un uso para el cual la ratio sobre ventas puede ser una herramienta mejor que la ratio precio sobre beneficio. La ratio P/E de una acción que está generando ingresos por debajo de su potencial estaría alta (porque la E es baja), así que buscar ratios P/E bajas no descubriría este tipo de empresas que han perdido popularidad.

## Toparse con los libros

El segundo múltiplo más común es la ratio precio sobre valor contable o valor en libros (P/VC), que compara el precio de mercado de una empresa con su valor contable, también llamado «patrimonio neto». Piensa en el valor contable como la representación de todo el capital físico invertido en la empresa: fábricas, ordenadores, inmuebles, inventario, etc. En ciertos casos, el razonamiento para utilizar el valor contable es que los ingresos futuros y los flujos de caja son efímeros, mientras que las cosas físicas que una empresa posee tienen un valor más tangible y cierto.

La clave para utilizar la ratio P/VC al valorar acciones es pensar con detenimiento sobre qué representa el VC. Mientras que un dólar de ingresos o de flujo de caja es exactamente lo mismo en la empresa A que en la empresa B, las cosas que conforman el valor contable pueden variar de forma drástica. Tanto para una empresa intensiva en activos como una empresa de ferrocarriles o una empresa industrial, el valor contable representa el grueso de sus activos que generan ingresos; cosas como locomotoras, fábricas e inventario. Pero para una empresa de servicios o una tecnológica, por ejemplo, los activos generadores de ingresos son personas, ideas y procesos, ninguno de los cuales está incluido en el valor contable.

Además, muchas de las ventajas competitivas que crean fosos económicos por lo general no se consideran en el valor contable. Toma como ejemplo Harley-Davidson, que cuando escribo esto tiene una ratio P/VC de 5, lo que significa que el valor actual de mercado es de 5 veces el valor neto de sus fábricas, sus terrenos y el inventario de las partes de motocicletas pendientes de ser fabricadas. Eso parece bastante caro hasta que tienes en cuenta que el valor de la marca de la compañía no está incluido en el valor contable, y la marca es lo que le permite a Harley tener un margen operativo del 25 por ciento y un retorno sobre el capital del 40 por ciento.

Hay otra peculiaridad del valor contable que merece la pena comentar. A menudo puede ser inflado de manera artificial por una convención contable conocida como fondo de comercio, que se crea cuando una

empresa compra a otra. El fondo de comercio es la diferencia entre el valor contable de una compañía que es comprada y el precio que el comprador paga por ella, y como te imaginarás, para empresas sin muchos bienes físicos puede ser una cifra enorme. (Cuando America Online compró Time Warner, el valor contable de la empresa combinada se incrementó en 130.000 millones de dólares por el fondo de comercio.) El problema es que el fondo de comercio suele representar poco más que el deseo de la empresa compradora de adquirir la empresa antes de que lo haga otro, así que por lo general su valor es discutible, por no decir más. Es mucho mejor que restes el fondo de comercio del valor contable. Cuando veas una ratio precio sobre valor contable que parezca demasiado buena para ser verdad, con frecuencia se debe a que un gran fondo de comercio está disparando el valor contable.

Con todos estos escollos, ¿por qué molestarse en usar el valor contable? Porque es muy útil para un sector del mercado que contiene una cantidad desproporcionada de empresas que tienen sólidas ventajas competitivas: las empresas de servicios financieros. Los activos de una empresa de servicios financieros por lo general son muy líquidos (piensa en los préstamos del balance de un banco), así que es muy fácil valorarlos con precisión, lo que significa que el valor contable de una empresa de servicios financieros suele ser una aproximación bastante decente de su valor tangible actual. La única salvedad aquí es que una ratio precio sobre valor contable anormalmente baja puede indicar que el valor contable está de alguna manera siendo cuestionado, quizá porque la empresa hizo una serie de malas inversiones que tendrán que ser provisionadas.

## El múltiplo que está en todas partes

Como sin duda habrás adivinado a estas alturas, cada múltiplo de precio tiene un lado bueno y uno malo, y la madre de todos los múltiplos, la ratio P/E, no es distinta. Las ratios precio sobre beneficio son útiles porque los beneficios son una aproximación razonable de los flujos de caja creadores de valor y porque los resultados de beneficios y las estimaciones están disponibles con facilidad en cualquier fuente que puedas nombrar. No obstante, son delicadas porque los beneficios pueden ser un número ruidoso y porque de forma aislada la ratio P/E no dice gran cosa; una ratio P/E de 14 no es ni buena ni mala, a no ser que sepamos algo de la empresa o que tengamos una referencia con la que comparar la ratio.

Por supuesto, uno de los aspectos más engañosos de la ratio precio sobre beneficios es que mientras que sólo hay una «P», puede haber más de una «E». He visto ratios P/E calculadas usando los beneficios del año fiscal más reciente, del año fiscal presente, del año del calendario actual, de los pasados cuatro cuatrimestres o estimaciones del próximo año fiscal. ¿Cuál deberíamos utilizar?

Es una pregunta difícil. Siempre debes abordar con cautela el número de una estimación de beneficios. En general, estas predicciones son la estimación que calcula el consenso de analistas de Wall Street que siguen la compañía, y multitud de estudios han demostrado que las estimaciones de consenso suelen ser demasiado pesimistas justo antes de que las empresas derrotadas reboten, y demasiado optimistas justo antes de que las empresas en racha se frenen. Una ratio P/E razonablemente buena de 15 se convierte en una ratio P/E menos buena de 20 si los beneficios resultan ser un 25 por ciento menos de lo esperado.

Mi consejo es mirar cómo se ha comportado la empresa en los buenos y en los malos momentos, reflexionar sobre si el futuro será mucho mejor o mucho peor que el pasado, y llegar a tu propia estimación de cuánto podría ganar la empresa en un año promedio. Ése es el mejor fundamento para basar tu valoración en una ratio P/E porque 1) es tuyo, así que sabes qué hay dentro de esa previsión, y 2) porque está basada en un año promedio para la empresa, no se trata de los mejores tiempos ni de los peores.

Una vez que has encontrado tu «E», estás listo para utilizar la ratio P/E. La manera más común de usarla es compararla con algo, como un

competidor, la media de una industria, el mercado al completo o la misma empresa en otro momento en el tiempo. En esta aproximación hay algo de mérito, siempre que no procedas ciegamente y recuerdes los cuatro principales impulsores de la valoración que he analizado antes en este capítulo: riesgo, crecimiento, retorno sobre el capital y ventaja competitiva.

Una empresa que cotiza a una ratio P/E más baja que otras en la misma industria puede ser un buen valor o puede que se merezca esa baja P/E porque tiene menores retornos sobre el capital, un crecimiento potencial menos sólido o una ventaja competitiva más débil. Las mismas limitaciones se aplican a cualquier comparación de la ratio P/E de una sola empresa con la media de ratios P/E de todo el mercado de valores.

Una empresa con una ratio P/E de 20 con relación a un mercado con una ratio P/E de 18 (cifras de mediados de 2007) parece un poco cara, pero ¿qué sucede si la empresa es, digamos, Avon Products, con un gran foso económico, con retornos sobre el capital del 40 por ciento y unas perspectivas de firme crecimiento en mercados emergentes? Al fin y al cabo, quizá las acciones no estén tan caras.

Debemos aplicar la misma cautela cuando comparamos la ratio P/E actual de una empresa con su ratio P/E pasada. Para los inversores es común justificar una acción infravalorada diciendo: «¡Las acciones cotizan a su menor múltiplo en una década!». (Yo mismo he hecho esto unas cuantas veces.) En consecuencia, siempre que tenga las mismas perspectivas de crecimiento, los mismos retornos sobre el capital y posición competitiva, una empresa que históricamente ha cotizado entre 30 y 40 veces beneficios y ahora cotice a 20 veces beneficios parece una oferta increíble. Pero si alguno de aquellos factores ha cambiado, entonces ya no se aplica el razonamiento anterior. Después de todo, puede que el rendimiento pasado no garantice los resultados futuros.

## **Menos popular, pero más útil**

Por último, está mi múltiplo favorito, que usa en el denominador el flujo de caja de las operaciones en vez de los beneficios. Sin entrar en los enrevesados detalles contables, los flujos de caja pueden presentar una imagen más precisa del potencial de rentabilidad de una empresa porque simplemente muestran cuánta caja entra y sale de un negocio mientras que los beneficios están sujetos a muchos ajustes. Por ejemplo, las editoriales suelen tener flujos de caja mayores que los ingresos porque la gente paga el equivalente a un año de revistas antes de recibirlas. Por el contrario, un negocio que vende a crédito —una tienda que vende televisores de plasma, por ejemplo— tendrá beneficios más elevados que los flujos de caja porque a pesar de que no recibirá tu dinero hasta que reciba el pago de las mensualidades, la tienda recogerá los ingresos tan pronto salgas por la puerta con el televisor.

Como puedes adivinar, es bastante agradable cuando tus clientes te pagan antes de que tengas que hacer nada por ellos. Los negocios con estas características —a menudo los basados en suscripciones— tienden a tener mayores flujos de caja que ingresos, así que si bien al utilizar la ratio P/E pueden aparentar estar demasiado caros, usando la ratio precio sobre flujo de caja parecen con un precio mucho más razonable. (No pocas veces este tipo de negocios tienen también elevados retornos sobre el capital.) Por ejemplo, la empresa que usé como ejemplo en el capítulo anterior, Corporate Executive Board, suele reportar cada año un 50 por ciento más de flujo de caja que ingresos.

La ratio precio sobre flujo de caja también es útil porque los flujos de caja tienden a ser un poco más constantes que los ingresos. Por ejemplo, no se ven afectados por cargos del tipo «no en efectivo» que vienen de una reestructuración financiera o de la provisión de un activo. Además, de alguna manera el flujo de caja tiene en consideración la eficiencia del capital porque las empresas que necesitan menos capital circulante para crecer suelen tener mayores flujos de caja que ingresos. Una cosa que el flujo de caja no hace es tener en cuenta la depreciación, así que a menudo las empresas intensivas en activos tendrán flujos de caja mayores que sus

ingresos, lo que puede sobrevalorar su rentabilidad porque algún día esos activos depreciados tendrán que ser reemplazados.

Eso es todo con respecto a los cuatro múltiplos más comunes, el primer tipo de herramienta de valoración. Un segundo grupo útil es el de las métricas basadas en rendimiento, que son estupendas porque podemos comparar directamente con un mercado de referencia: el rendimiento de los bonos.

## Di sí a los rendimientos

Si giramos la ratio P/E y dividimos los beneficios por acción por el precio de la acción tenemos la tasa de rendimiento. Por ejemplo, una acción que tenga una ratio P/E de 20 (20/1) tendría una tasa de rendimiento del 5 por ciento (1/20), y una acción con un P/E de 15 (15/1) tendría una tasa de rendimiento del 6,7 por ciento. Con los bonos a diez años del Tesoro estadounidense cotizando a mediados de 2007 al 4,5 por ciento, ambas tasas parecen razonablemente atractivas en relación con los bonos. Por supuesto, no te garantiza que recibirás esos retornos sobre tu inversión en esas dos acciones, mientras que el bono estadounidense está avalado por el Tío Sam, un tipo bastante fiable. No obstante, estás compensando el riesgo adicional con algo positivo: con el paso del tiempo, por lo general el flujo de beneficios de una compañía crecerá, mientras que los pagos de los bonos son fijos. La vida está llena de elecciones.

Podemos mejorar una tasa de rendimiento con una pequeña medida llamada retorno de efectivo, que es simplemente el retorno anual de efectivo que obtendrías si comprases la compañía, pagases la deuda y mantuviéras el flujo libre de caja. Volviendo a la analogía del edificio de apartamentos del capítulo anterior, piensa en el retorno de efectivo como el flujo de ingresos, como un porcentaje del precio de compra, que puedes

recibir al poseer un edificio de apartamentos justo después de pagar por el mantenimiento del edificio. El retorno de efectivo nos indica cuánto flujo de caja está generando una empresa con relación al coste de comprar toda la empresa, incluyendo la carga de la deuda.

Esta medida mejora en la tasa de rendimiento porque mira el flujo libre de carga (ganancias del propietario) e incorpora la deuda dentro de la estructura del capital de la compañía. Para calcular el retorno de efectivo, añade el flujo de caja libre (flujo de caja de las operaciones menos inversiones de capital) al gasto financiero neto (gastos financieros menos ingresos por intereses). Ésa es la mitad superior de la ratio. La mitad inferior se llama «valor de la empresa», que es la capitalización de mercado más la deuda a largo plazo menos cualquier efectivo que haya en el balance. Divide el flujo de caja libre más los intereses netos por el valor de la empresa y ahí lo tienes, el retorno de efectivo.

Como ejemplo, vamos a hacer un repaso rápido a Covidien, Ltd., una empresa gigante de servicios de salud que antes de que la empresa se partiera en dos fue parte de Tyco International. En 2007, Covidien anunció un flujo libre de caja de 2.000 millones de dólares, y pagó cerca de 300 millones en intereses. Así que 2.000 millones más 300 millones es igual a 2.300 millones de dólares, y ahí está la mitad superior. La empresa tenía una capitalización bursátil de 20.000 millones de dólares y una deuda a largo plazo de 4.600 millones, y la suma de esos números menos 700 millones de dólares de caja en su balance es el valor de empresa de Covidien, 23.900 millones de dólares. Si dividimos 2.300 millones de dólares por 23.900 millones, obtenemos un retorno de efectivo del 9,6 por ciento, que teniendo en cuenta que el flujo de efectivo debería crecer con el tiempo porque Covidien vende en una serie de mercados con sólidas perspectivas de crecimiento, es bastante jugoso.

Así que ahora tienes una serie de herramientas de valoración a tu disposición —múltiplos y rentabilidades— y deberías tener una idea de cuándo cada una resulta útil y cuándo no. ¿Cómo utilizas todos estos elementos para decidir si el precio de una acción es menor que su valor?

La respuesta corta es «con mucho cuidado». La respuesta larga es que convertirte en alguien cualificado en identificar acciones infravaloradas

requiere práctica y un largo proceso de prueba y error, pero creo que los siguientes cinco consejos te darán mayores probabilidades de éxito que la mayoría de los inversores.

1. *Recuerda siempre los cuatro motores de la valoración*: riesgo, retorno sobre el capital, ventaja competitiva y crecimiento. En igualdad de condiciones, deberías pagar menos por las acciones con más riesgo, más por las empresas con mayores retornos sobre el capital, más por las empresas con sólidas ventajas competitivas y más por las empresas con mayores perspectivas de crecimiento. Ten en cuenta que estos motores se refuerzan unos a otros. Una empresa que tiene el potencial de crecer durante un largo período, con pocas inversiones de capital, poca competencia y un riesgo razonable es en potencia mucho más valiosa que una con unas perspectivas similares de crecimiento pero con menores retornos sobre el capital y un panorama competitivo más incierto. Los inversores que se enfocan ciegamente en la popular ratio precio sobre beneficio sobre crecimiento (P/E-sobre crecimiento) suelen perder este punto clave porque están olvidando que el crecimiento a un retorno elevado sobre el capital es mucho más valioso que el crecimiento a un retorno bajo sobre el capital.

2. *Utiliza muchos múltiplos*. Si una ratio o métrica indica que la empresa está barata, aplica también otra. Las estrellas no siempre se alinearán, pero cuando lo hacen es una buena indicación de que has encontrado una auténtica empresa infravalorada.

3. *Sé paciente*. Muy a menudo los negocios fabulosos no cotizan a magníficos precios, pero como dice Warren Buffett: «Cuando inviertes no te penalizan por no batear». Ten una lista de alerta de empresas fabulosas que te gustaría poseer al precio adecuado, espera a ese precio y luego ataca. Aunque no quieras ser demasiado quisquilloso —y es evidente que la oportunidad tiene un coste—, recuerda que cuando la decisión no está clara, no ganar dinero es mejor que perder dinero cualquier día de la semana.

4. *Sé firme*. Las probabilidades son altas de que el mundo te diga que no inviertas precisamente en el momento que deberías. Los negocios fabulosos no cotizan a precios estupendos cuando los titulares son positivos y Wall Street está alegre, se ponen baratos cuando las noticias son malas y los inversores reaccionan de manera exagerada. Tienes que comprar cuando

todo el mundo está vendiendo, cosa que no es fácil. No obstante, es rentable, y eso es lo que tiene de bueno.

5. *Sé tú mismo.* Tomarás mejores decisiones de inversión basadas en tu propio conocimiento sobre una compañía que si la decisión se basara en los consejos de cualquier experto. La razón es simple. Si entiendes la fuente del foso económico de una empresa y piensas que el negocio está cotizando a un precio menor que su valor, para ti será mucho más sencillo tomar a contracorriente las difíciles decisiones necesarias de un inversor exitoso. Por el contrario, si estás dependiendo constantemente de los consejos y el asesoramiento de otros sin hacer tu propio análisis, estarás cuestionando de manera permanente si los consejos son buenos, y es más probable que compres caro y vendas barato.

Si lo compras a un precio poco atractivo, el mejor negocio del mundo será una mala inversión. Pregunta a cualquiera que haya comprado Coca-Cola o Cisco en 1999 o en 2000, entonces eran grandes negocios y hoy en día lo siguen siendo, pero sus valoraciones eran tan altas que no había sitio para el error ni para el beneficio. Comprar una acción sin prestar minuciosa atención a la valoración es como comprar un coche sin mirar el precio. Si compras el coche, al menos tienes la oportunidad de disfrutar conduciéndolo, pero comprar acciones que son demasiado caras no conlleva ningún efecto secundario. Asegúrate de que la valoración sea algo que te ayude en tu selección de acciones y no se convierta en un viento en contra.

## **Resumen**

1. La ratio de precio/ventas es más útil cuando estamos ante empresas que no son rentables durante un tiempo o están publicando unos márgenes menores de los que podrían ofrecer. Si una empresa con el potencial de mejorar sus márgenes tiene una ratio de precio/ventas muy baja, puede que estés ante una acción barata.

2. La ratio precio/valor contable es más útil cuando la usamos con empresas de servicios financieros porque el valor contable de este tipo de empresas refleja de forma más precisa el valor actual tangible del negocio. Sé cauteloso ante ratios precio/valor contable extremadamente bajas porque pueden indicar que el valor contable es cuestionable.

3. Estate siempre atento a qué «E» (ingresos) está siendo usada en la ratio P/E porque las previsiones no siempre se convierten en realidad. La mejor «E» (ingresos) para utilizar es la propia: busca cómo se ha comportado la empresa en los buenos y en los malos momentos, piensa si el futuro será mucho mejor o mucho peor que el pasado y llega a tu propia estimación de cuánto podría ganar la empresa en un año medio.

4. Las ratios de precio sobre flujo de caja pueden ayudarte a detectar empresas que arrojan mucha caja con relación a sus ingresos. Lo mejor para las empresas es cobrar por adelantado, pero eso puede sobrevalorar la rentabilidad de las empresas con muchos activos tangibles que se deprecian y algún día necesitarán ser reemplazados.

5. Las valoraciones basadas en rentabilidad son útiles porque puedes comparar el resultado directamente con otras inversiones alternativas, como los bonos.

## **Capítulo catorce**

### **Cuándo vender**

#### ***Vender con inteligencia significa mejores retornos***

ALLÁ A MEDIADOS de los años noventa, me topé con una empresa llamada EMC Corporation que vendía material de almacenaje informático. Analicé la acción y decidí que aunque estaba un poco cara, a 20 veces beneficios, la fuerte demanda por almacenaje combinada con la sólida posición de mercado de EMC significaba que debería crecer a un ritmo bastante acelerado. Así que compré una posición importante para mi ridículamente pequeña cartera.

Entonces vi que en apenas tres años la acción se movía de 5 a 100 dólares, para volver un año después de nuevo a 5 dólares. Vendí a un precio bastante alto aproximadamente un tercio de mi posición, pero el resto de mi participación cayó de nuevo. Había hecho una gran decisión de compra,

pero el retorno final sobre mi inversión habría sido muchísimo mejor de haber sido más inteligente al vender.

Pregúntale a cualquier profesional de la inversión cuál es la parte más difícil de invertir, la mayoría dirá que saber cuándo vender está entre las primeras posiciones, si no en la primera. En este capítulo, quiero darte una guía para vender bien, porque para los retornos de tus inversiones, vender una acción en el momento adecuado y por las razones correctas es igual de importante que comprar una acción con mucho potencial alcista.

## Vender por la decisión adecuada

La próxima vez que estés pensando en vender, hazte las siguientes preguntas, y si no puedes responder de forma afirmativa a una o más de ellas, no vendas.

- ¿Cometí un error?
- ¿La compañía ha ido a peor?
- ¿Hay un lugar mejor para mi dinero?
- ¿La acción se ha convertido en una posición demasiado grande de mi cartera?

Quizá la razón más dolorosa para vender es simplemente que estabas equivocado. Pero si, fuera lo que fuese, se te escapó algo importante cuando analizaste la empresa por primera vez, entonces es muy posible que tu tesis de inversión originaria no se sostenga más. Tal vez pensaste que el equipo gestor sería capaz de darle la vuelta o vender una división ruinosa, cuando por el contrario la empresa optó por meter más dinero en esa división. Quizá pensaste que la empresa tenía una sólida ventaja competitiva pero de pronto la competencia empezó a comerse la comida, o tal vez sobrestimaste el éxito de un nuevo producto. No importa cuál fue el error, rara vez merece

la pena mantener una acción que compraste por una razón que ha dejado de ser válida. Corta las pérdidas y sigue avanzando.

Hace ya muchos años, hice precisamente esto con una empresa que fabricaba proyectores de películas comerciales. La empresa tenía una gran cuota de mercado y una buena trayectoria, y en todo el país las salas multicines estaban floreciendo como la hierba. Por desgracia, mis expectativas de crecimiento se tornaron demasiado elevadas, ya que el *boom* de las salas multicines estaba decreciendo. Los dueños de las salas de cine se metieron en problemas financieros, y había muchos más preocupados por pagar las facturas (en especial los intereses sobre la deuda) que interesados en construir nuevas salas. Cuando me percaté de esta situación estaba con bastantes minusvalías en mi inversión, pero decidí vender de todas formas. Hice bien, ya que a posteriori las acciones acabaron en territorio de acciones-centavo.

Debería decir que esto es mucho más fácil de decir que de hacer, porque tendemos a anclarnos al precio al que hemos comprado una acción y odiamos perder dinero. (De hecho, numerosos estudios psicológicos han demostrado que la gente experimenta casi el doble de dolor cuando pierde dinero que el placer que siente cuando gana exactamente la misma cantidad.) Este comportamiento hace que nos enfoquemos en información irrelevante (el precio al que compramos la acción, que no tiene ningún efecto sobre las perspectivas futuras de la empresa) en vez de centrarnos en información mucho más relevante, como el hecho de que nuestra evaluación inicial del futuro de la empresa haya sido por completo errónea.

Un truco que puedes utilizar para evitar el anclaje es éste: cada vez que compres una acción, escribe en un papel por qué la compraste y qué supones que sucederá con los resultados financieros de la empresa. No hablo de estimaciones cuatrimestrales de resultados, sólo de expectativas aproximadas: ¿esperas que el crecimiento de las ventas sea estable o que se acelere? ¿Esperas que los márgenes de beneficio aumenten o disminuyan? Entonces, si la empresa da un giro en la mala dirección, saca tu hoja de papel y mira si las razones por las que decidiste comprar todavía tienen sentido. Si lo hacen, mantén o aumenta tu posición. Pero si no lo hacen, con

independencia de que hayas ganado o perdido dinero con esas acciones, tal vez vender sea tu mejor opción.

La segunda razón para vender es si los fundamentales de una empresa se han deteriorado y no parece que vayan a recuperarse. Para los inversores de largo plazo, es probable que ésta sea una de las razones más comunes para vender: hasta las mejores empresas pueden chocarse con un muro después de años de éxito. Has podido estar certero al ciento por ciento en tu análisis inicial sobre las previsiones de la empresa, su valoración y sus ventajas competitivas y quizás hayas tenido mucho éxito teniendo dicha acción, pero como dijo una vez John Maynard Keynes: «Cuando los hechos cambian, cambio mi opinión».

Aquí tienes un ejemplo reciente de una empresa que en su día cubrí para Morningstar: Getty Images. Ésta es una empresa fascinante de fotografía que se centraba en la migración digital construyendo una inmensa base de datos de fotografías digitales que distribuía a agencias de publicidad y otros grandes consumidores de imágenes. En esencia, Getty se ha convertido en el mayor mercado de imágenes de la industria, y para los fotógrafos es fácil subir sus imágenes a la base de datos y también para los usuarios encontrar exactamente la fotografía que necesitan. Durante un tiempo fue un gran negocio, con elevadas tasas de crecimiento, altos retornos sobre el capital y un apalancamiento operativo enorme. Entonces, ¿qué sucedió? En lo fundamental, la misma tecnología digital que construyó la empresa la hizo menos relevante. A medida que las imágenes digitales de alta calidad eran más accesibles para una más amplia cantidad de usuarios, fue posible crear fotografías de calidad profesional con cámaras baratas. Esto derivó en un auge de páginas webs vendiendo imágenes de evidente peor calidad que la media de Getty pero mucho más baratas (unos cuantos dólares frente a unos cuantos centenares de dólares), y bastante buenas para unos usuarios no tan exigentes. Suma esto al hecho de que las imágenes online no precisan una resolución de tan buena calidad como las imágenes empleadas en medios impresos, y los factores económicos de Getty y sus perspectivas de crecimiento cambiaron a peor de manera notable.

La tercera razón para vender es que te topes con un lugar mejor para depositar tu dinero. Como inversor con un capital limitado, quieres que tus

inversiones tengan siempre la máxima expectativa posible de retorno. Así que es del todo lógico y una muy buena idea vender una acción un tanto infravalorada para sufragar la compra de una oportunidad tan ridículamente buena que se te haga la boca agua. Por supuesto, aquí entran en juego los impuestos, y quizás necesites una diferencia mayor en el potencial de revalorización para justificar la venta en una cuenta imponible en vez de en una cuenta de impuestos cualificada, pero no deja de ser algo para tener en mente. No recomendaría un ajuste constante de la cartera para moverte de acciones con un potencial de revalorización del 20 por ciento a otras con un potencial del 30 por ciento, pero cuando te cruces con una gran oportunidad, a veces es preciso vender una acción ya existente para financiar esa idea.

Por ejemplo, cuando a finales del verano de 2007, durante la crisis crediticia, el mercado vendió acciones en masa, las acciones de servicios financieros fueron absolutamente machacadas. Algunas se lo merecían, pero como suele suceder, Wall Street tiró muchas joyas por la borda, y muchas acciones cayeron a niveles ridículos. Ahora, por lo general conservo en liquidez entre el 5 y el 10 por ciento de mi cartera personal, de manera que puedo disponer de balas en la recámara para ocasiones como ésta (nunca sabes cuándo el mercado perderá la cabeza), pero por distintos factores, durante esa venta masiva de acciones me encontré con muy poco efectivo adicional. Así que empecé a comparar el potencial de revalorización de mis posiciones existentes con algunas acciones financieras que Wall Street había puesto a precio de saldo. El resultado final fue que liquidé una posición que había mantenido durante un largo período, pero que sólo tenía un potencial de revalorización modesto, para financiar la compra de un banco que estaba cotizando muy por debajo de su valor contable y que ya había acordado ser absorbido por un precio mayor, una elección que era evidente que merecía la pena.

Recuerda que en ocasiones el mejor lugar para tu dinero puede ser tenerlo en efectivo. Si una acción ha sobrepasado lo que crees que vale y su retorno esperado de ahora en adelante es en la actualidad negativo, entonces vender tiene sentido, incluso si en el momento presente no tienes ninguna otra buena alternativa de inversión. Al fin y al cabo, aun el modesto retorno

que la liquidez otorga es mejor que un retorno negativo, que es exactamente lo que obtendrás si posees una acción que ha sobrepasado incluso las más optimistas estimaciones sobre su valor.

La razón final para vender es la mejor de todas. Si has tenido un éxito apabullante con una inversión y su valor de mercado ha crecido hasta convertirse en una parte muy significativa de tu cartera, tal vez tenga sentido reducir el riesgo y disminuir esa posición. Ésta es una decisión muy personal, ya que algunas personas se sienten cómodas con carteras concentradas (en un momento a principios de 2007, la mitad de mi cartera personal estaba en tan sólo dos acciones), pero muchos inversores están más cómodos limitando las posiciones individuales en torno al 5 por ciento de sus carteras. Es cosa tuya, pero si te sientes incómodo teniendo el 10 por ciento de tu cartera en una sola acción, incluso si parece infravalorada, escucha a tu estómago y reduce su posición. Al fin y al cabo, tienes que vivir con tu cartera, así que si mantener un tamaño más bajo de las posiciones hace que te sientas más cómodo, que así sea.

Antes de acabar con este capítulo, quiero que prestes atención con rapidez al hecho de que ninguna de las cuatro razones para vender esgrimidas antes está basada en lo que le pasa al precio de las acciones. Todas están centradas en qué sucede o es probable que suceda al valor de la empresa cuyas acciones posees. Vender simplemente porque el precio de una acción ha caído no tiene ningún sentido, a no ser que el valor del negocio también haya caído. Por el contrario, tampoco tiene ningún sentido vender simplemente porque una acción se ha disparado, a no ser que el valor del negocio no se haya incrementado a la par.

Es muy tentador emplear la rentabilidad pasada de una acción en tu cartera para decidir cuándo vender. No obstante, recuerda que lo que importa es cómo esperas que vaya un negocio en el futuro y no cómo se ha comportado el precio de su acción en el pasado. No hay ningún motivo para pensar que las acciones que suben mucho deban bajar, de igual forma que no hay ninguna razón para creer que las acciones cuyo precio se ha despeñado deban volver en algún momento a su precio inicial.

Si posees una acción que ha caído un 20 por ciento y el negocio ha empeorado y no va a mejorar, puedes optar por reconocer la pérdida y

aprovechar la rebaja fiscal. El truco es estar siempre enfocado en el rendimiento futuro del negocio, no en el comportamiento pasado de las acciones.

## **Resumen**

1. Si has cometido un error analizando la empresa y la razón originaria para comprar ha dejado de ser válida, es probable que vender sea tu mejor opción.
2. Sería fantástico que las empresas sólidas nunca cambiaron, pero rara vez es el caso. Si los fundamentales de una empresa cambian a peor de forma permanente (no temporal), puede que quieras vender.
3. Los mejores inversores siempre están buscando los mejores sitios para invertir su dinero. Vender una acción un tanto infravalorada para comprar una acción extraordinariamente barata es una estrategia inteligente. También lo es vender una acción sobrevalorada, y si en ese momento no existe ninguna acción a un precio atractivo, dejar el importe de la venta apartado como tesorería.
4. Dependiendo de tu tolerancia al riesgo, tiene sentido vender una acción cuando se convierte en una parte muy significativa de tu cartera.

# Conclusión

## Más que números

ADORO LA BOLSA. No me apasiona el desvarío y vocerío que rodea la publicación de datos de empleo o las reuniones de la Reserva Federal, ni tampoco las discusiones sin aliento sobre los resultados trimestrales a los pocos minutos de ser públicos. De todas formas, la mayoría de todo esto sólo es ruido y tiene poco impacto sobre el valor a largo plazo de las empresas. En gran medida lo ignoro y también deberías hacerlo tú.

Lo que me despierta cada mañana es la oportunidad de ver cómo miles de empresas intentan resolver exactamente el mismo problema: ¿cómo puedo ganar más dinero que mi competidor de la vuelta de la esquina? Las empresas pueden crear ventajas competitivas de muy diversas formas, y ver qué es lo que separa a las grandes empresas de las que sólo son buenas es un fascinante ejercicio intelectual sin fin.

Por supuesto, financieramente también puede ser gratificante, suponiendo que antes de hacer una inversión esperes con paciencia a que empresas de calidad coticen por debajo de su valor intrínseco. La clave es darte cuenta de que en términos de retornos sobre la inversión puedes dejar que las empresas de tu cartera de valores hagan parte del trabajo por ti. Las empresas con sólidas ventajas competitivas pueden obtener con regularidad

retornos sobre el capital del 20 por ciento, que es una tasa de retorno que muy pocos gestores de fondos pueden lograr durante largos períodos.\* La oportunidad de convertirte en dueño parcial de negocios que pueden reinvertir y capitalizar el capital a semejantes tasas (en especial si haces la compra de tus participaciones pagando 80 centavos por cada dólar de valor) tiene el potencial de crear mucha riqueza con el paso del tiempo.

Algo de lo que muchas personas no son conscientes es que invertir no es simplemente un juego de números. Sí que es preciso que para sacar el máximo partido a los estados financieros comprendas contabilidad básica, pero he conocido a algunos contables brillantes que no eran nada buenos analizando negocios o seleccionando acciones. Comprender cómo el dinero fluye por la empresa y cómo ese proceso se refleja en los estados financieros es necesario pero en absoluto suficiente.

Para ser realmente un buen inversor, necesitas leer de todo. La mayoría de la prensa financiera (*The Wall Street Journal*, *Fortune*, *Barron's*) es un buen comienzo porque te ayuda a expandir tu base de datos mental de las empresas. Cuanto mayor sea el número de empresas con el que te sientes familiar, más fácil será hacer comparativas, encontrar patrones y ver tendencias que bien fortalezcan o debiliten las ventajas competitivas. Estoy convencido de que añadirá muchísimo más valor a tu proceso de inversión leer sobre las empresas que leer sobre movimientos del mercado a corto plazo, sobre tendencias macroeconómicas o previsiones de tipos de interés. Un informe anual vale lo que diez discursos de un presidente de la Reserva Federal.

Una vez que has hecho de estas publicaciones parte de tu «dieta inversora», pasa a los libros sobre (y escritos por) inversores de éxito. Después de todo, no hay mejor alternativa que aprender sobre inversiones de las personas que las han practicado con éxito. Las cartas trimestrales a inversores son valiosas por el mismo motivo, con el beneficio añadido de ser gratuitas. En mi opinión, las cartas trimestrales a inversores escritas por excelentes gestores sobre sus carteras de valores son uno de los recursos de inversión más infrutilizados del planeta; y teniendo en cuenta el precio, sin duda valen más de lo que estás pagando por ellas.

Por último, existe una abundante literatura sobre cómo la gente toma decisiones de inversión y por qué a menudo ese proceso contiene sesgos ocultos. Libros como *Why Smart People Make Big Money Mistakes-and How to Correct Them*, de Gary Belsky y Thomas Gilovich (Simon & Schuster, 1999); *The Halo Effect*, de Phil Rosenzweig (Simon & Schuster, 2007); y *Your Money and Your Brain*, de Jason Zweig (Simon & Schuster, 2007), te ayudarán a ver las flaquezas en tu propio proceso de toma de decisiones y te permitirán tomar decisiones de inversión más inteligentes.

Espero que las ideas contenidas en este libro hagan lo mismo.

## Agradecimientos

CUALQUIER LIBRO es un trabajo en equipo y éste no es una excepción. Soy muy afortunado por trabajar con un grupo extremadamente talentoso de analistas, sin los cuales sabría mucho menos de lo que sé sobre inversiones. Los colaboradores del equipo de analistas de renta variable de Morningstar mejoraron este libro de manera considerable, en especial a la hora de que tuviese a mi disposición el ejemplo adecuado para ilustrar un aspecto concreto. Es una maravilla tener compañeros de trabajo tan brillantes, hacen que venir a trabajar cada día sea divertido.

Quiero agradecer en especial a Haywood Kelly, director de análisis de valores de Morningstar, por darme un valioso *feedback* editorial y por contratarme en Morningstar hace ya muchos años. También estoy agradecido a Heather Brilliant, director de análisis de acciones, por cubrir con diligencia y eficacia mis obligaciones laborales de gestión mientras completaba el libro. Por último, pero no menos importante, Chris Cantore convirtió ideas en gráficos, Karen Wallace reforzó mi prosa y Maureen Dahlen y Sara Mersinger mantuvieron el proyecto por el buen camino. Gracias a los cuatro. Catherine Odelbo, presidenta de análisis de valores, también merece reconocimiento por su liderazgo del esfuerzo del departamento de análisis de valores de Morningstar y, por supuesto, Joe Mansueto, fundador de Morningstar, por construir una empresa de primer nivel que siempre ha puesto primero los intereses de los inversores. Gracias, Joe. No obstante, nadie se merece mayor gratitud que mi mujer Katherine, cuyo amor y apoyo son mi activo más preciado. Junto con Ben y Alice, nuestros gemelos, traen la felicidad cada día.

## **Notas**

\* La mejor referencia sobre la rentabilidad de un negocio es el retorno sobre el capital (ROIC). Mide cuán eficiente es una empresa en utilizar todos sus activos (fábricas, personal, inversiones) para generar dinero para sus accionistas. Puedes verlo de la misma forma en que un gestor de fondos es capaz de generar un retorno sobre la inversión de los partícipes, salvo que un directivo invierte en proyectos y productos en vez de en bonos y acciones. Más sobre retorno sobre el capital en el capítulo 2.

\* Para calcular el valor presente, ajustamos la suma de esos flujos de caja futuros en función de cuándo se producirán y la certeza de que se produzcan. Un dólar en la mano es más valioso que uno en el aire, y los flujos de los que tenemos más certeza valen más que aquellos sobre los que tenemos menos certeza de recibir. Repasaré brevemente algunos conceptos básicos de valoración en los capítulos 12 y 13, así que si aún no ha quedado del todo claro no te preocupes.

\*El nuevo Boeing 787 puede cambiar esta dinámica, ya que incorpora una cantidad de avances tecnológicos que Airbus aún no ha sido capaz de igualar. No obstante, los modelos antiguos de avión seguirán vendiéndose principalmente por el precio.

\*En Morningstar dividimos las empresas con ventajas competitivas en dos grupos. Las empresas con ventajas competitivas muy duraderas son calificadas como «foso amplio», y las empresas con ventajas identificables pero menos sólidas son clasificadas como «foso estrecho». Más sobre separar unas de otras en el capítulo 11, donde analizaremos varios ejemplos.

\*Tanto la Coca-Cola Cherry como los bombones See's Candies son productos que Warren Buffett consume con mucha frecuencia. Además, Buffett es accionista de ambas empresas. (*N. del t.*)

\*Tal vez creas que en una *startup* esto sería distinto porque el equipo gestor podría tener un mayor impacto en una empresa más pequeña y joven, pero una investigación del profesor Steven Kaplan, de la Universidad de Chicago, sugiere que ése no es el caso. En una publicación («Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies» [«¿Deberían los inversores apostar al jinete o al caballo? Evidencias de la evolución de las empresas desde sus primeros planes de negocios hasta salir a cotizar»], CRPS Working Paper 603, agosto de 2007), él y los coautores concluyen que «los inversores en *startups* deberían poner más énfasis en invertir en un sólido negocio que en un sólido equipo gestor».

\* Si estás interesado en aprender sobre cómo calcular un valor intrínseco, te recomiendo que escojas otro libro que he escrito sobre inversiones, titulado *The Five Rules for Successful Stock Investing* (John Wiley & Sons, 2004), que entra en mayor detalle en contabilidad y valoración.

\* A mediados de 2007, exactamente 24 fondos de la categoría «sin sector» de más de 5.500 fondos en las bases de datos de Morningstar habían logrado generar rentabilidades anualizadas superiores al 15 por ciento durante los últimos quince años, una tarea nada sencilla.

*El pequeño libro que genera riqueza*

Pat Dorsey, © Morningstar Inc., 2008

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.

Puede contactar con CEDRO a través de la web [www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

Título original: *The Little Book That Builds Wealth*

© del diseño de la portada, microbiogentleman.com, 2016

© Pat Dorsey, © Morningstar Inc., 2008

© de la traducción, Pablo Martínez, 2016

© Centro Libros PAPF, S. L. U., 2016

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.

Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)

[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

Primera edición en libro electrónico (epub): febrero de 2016

ISBN: 978-84-234-2502-0 (epub)

Conversión a libro electrónico: Newcomlab, S. L. L.

[www.newcomlab.com](http://www.newcomlab.com)