

BUSCANDO EMPRESAS QUE PERDUREN

"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." Así comienza el estudio de ventajas competitivas, también llamadas "fosos defensivos", en el libro de Pat Dorsey.

La analogía es sencilla: **si imaginamos una empresa como un castillo económico**, lo ideal es que el castillo sea lo más valioso y rentable posible, y que esté dirigido por un noble inteligente y honesto; como **los demás querrán asediar ese castillo tan valioso**, debemos protegerlo con fosos defensivos amplios y profundos. En palabras de Warren Buffett: **"En los negocios, busco castillos protegidos por fosos infranqueables"**.

En resumen: **las altas rentabilidades atraen competencia, y las ventajas competitivas protegen esa rentabilidad** extraordinaria. Una empresa que cuente con ventajas competitivas duraderas **será más valiosa** que una empresa similar que no las tenga, pues tendrá más probabilidades de sobrevivir por mucho tiempo y obtener rentabilidades superiores a la media.

Este es el **enfoque más habitual** con el que se han estudiado las ventajas competitivas, centrado en **proteger la rentabilidad** sobre el capital de la empresa, y cuyas categorías se basan en la **experiencia práctica**. Dorsey y su equipo de Morningstar evaluaron durante años la rentabilidad histórica de cientos de empresas para detectar aquellas que habían conseguido retornos sobre el capital sólidos y una rentabilidad estable. Estudiaron **qué les permitía defenderse de la competencia**, y trataron de encajar la gran mayoría de esos fosos defensivos en unas **po-cas categorías**:

Otros autores como Bruce Greenwald utilizan otras categorías: ventajas de oferta, ventajas de demanda, y economías de escala.

El propio Buffett nos ha ido dando pinceladas a lo largo de los años sobre el tipo de empresas a las que se refiere. En la carta a los accionistas de Berkshire Hathaway de 1991 menciona que las empresas que obtienen altos rendimientos sobre el capital tienden a: (1) ofrecer **bienes que son necesarios o deseados**, (2) **se percibe que no tienen un sustituto similar**, y (3) poseen un **poder de fijación de precios** al margen de la regulación.

FOSOS DEFENSIVOS

Intangibles (marcas, patentes, licencias)

Costes de cambio

Efecto red

Ventaja de coste

Escala eficiente



Por **Emerito Quintana**
Asesor del fondo
Numantia Patrimonio
Global

En su altamente recomendable conferencia de 1998 en la Universidad de Florida² explica ejemplos como la confianza de los consumidores en **Disney**, la imagen de marca de **Coca-cola** y su ausencia de memoria gustativa, la ventaja en costes de **GEICO**, o la experiencia del consumidor en la compra de chocolates **See's Candies**.

No es mi intención ahondar en este enfoque sino más bien **alertar de su uso en exceso y hacer matices**, pues en el mundo de la inversión siempre es buena idea cuestionarnos todo. Existe el riesgo de pensar que este enfoque es una teoría general y atemporal; es decir, que puede servirnos para analizar cualquier empresa en todo momento. También es posible que nos fijemos más en el **anecdótico de inversores famosos** que en las ideas que intentan ejemplificar; por ejemplo, que nos enamoremos de Coca-Cola en vez de analizar una nueva ventaja competitiva que se esté creando en una empresa, o reflexionar sobre la teoría subyacente.

Esas categorías sólo son una ayuda, un modelo, un atajo para analizar con más facilidad muchas empresas con unos pocos modelos mentales, pero pueden quedar obsoletas rápidamente. **Sin una teoría que lo fundamente, la confusión está asegurada**: “¿Por qué oigo hablar de Coca-Cola o Gillette cuando Buffett está comprando Apple a manos llenas? ¿Ha cambiado de estrategia?”, “Viendo los informes de Morningstar me pueden encajar las inversiones en Facebook y Alphabet de Pat Dorsey, pero ¿qué hay de Smartsheet, Wix o Upwork? No lo entiendo.”

Pat Dorsey recalco en 2019 que **abusar de tu poder para subir precios a los clientes atrae competidores y erosiona tu ventaja**³. Al revisar la durabilidad de las 5 categorías de ventajas competitivas, explica que **el efecto red es más común que antes**, pues todos tenemos en el bolsillo un smartphone con conexión a internet y llegar a una masa crítica de consumidores es más fácil, con curvas de adopción más rápidas. Por su parte, la ventaja por **imagen de marca de empresas de productos empaquetados** se ha erosionado en la última década, pues **la publicidad digital ha reducido su barrera de entrada**. Para Dorsey, **los costes de cambio pueden ser la**

ventaja más duradera, pues una vez que formas parte del día a día de los procesos de otras empresas, y se han acostumbrado a usar tus productos, es difícil que cambien mientras les des un buen servicio. Se ha creado un comportamiento repetitivo, y él cree que es lo que está ocurriendo con soluciones en la nube como Smartsheet o empresas como Upwork, nuevas formas de trabajar que crearán hábitos duraderos.

Por eso no está invirtiendo en Coca-Cola, Nestlé o Unilever, sino en los fosos defensivos del futuro, hayan dado frutos ya en forma de alto ROIC o no, por estar en proceso de siembra y reinversión. Como él dice: nada es inmutable. **hay ventajas que se amplían y otras que se erosionan**.

Si nos fijamos bien, más allá del anecdótico, Buffett siempre está explicando cualitativamente **pautas de comportamiento de los consumidores**, y hace hincapié en la sostenibilidad de las ventajas, no en la situación actual o pasada. En sus palabras: “La clave para invertir es determinar la ventaja competitiva de una empresa determinada y, **por encima de todo, la durabilidad de esa ventaja**.”

Normalmente se habla de ventajas competitivas desde una **perspectiva extractiva**, nos fijamos en cómo la empresa consigue exprimir al cliente, en cómo puede mantener **cautivo al consumidor**, pero ese aspecto es precisamente el que no hace sostenible una ventaja competitiva. **Sólo deleitan-do al consumidor** década tras década, ofreciéndole mucho más valor de lo que paga, puedes **minimizar su búsqueda de alternativas** y conseguir su lealtad y confianza. Estrésar tu margen de negociación hasta el límite, subiendo precios lo máximo posible, no hace sino **hipotecar tu foso defensivo** restándole durabilidad.

Buffett resalta este matiz porque ha contribuido enormemente a su éxito. Su **tesis de inversión en GEICO**⁴ de 1951, que él mismo denominó hace 70 años como “growth company”, ha sido una de las claves de su rentabilidad, y curiosamente **la inversión más rentable de Benjamin Graham**, el padre del Value Investing. GEICO ofrecía un **producto necesario que no se quedaba obsoleto** (seguro de coche)

con una **ventaja en costes** frente al resto, y con **mucha cuota de mercado por delante que ganar**.

En los últimos años el gran inversor **Nick Sleep**, del que recomiendo encarecidamente leer sus cartas⁵, ha popularizado el concepto de **“economías de escala compartidas” y “ratio de robustez”**. Cuando se pregunta a un directivo qué hará con el flujo de caja libre que genera la empresa, el 99,9% de las respuestas incluyen: reinvertirlo para crecer orgánicamente, hacer fusiones y adquisiciones, recomprar acciones, reducir deuda o dar dividendos. Muy pocos directivos responden: **“devolvérselo al consumidor**, en forma de mejores servicios o menores precios.” Desde un punto de vista financiero puede no parecer lo más lógico, pero esa cultura corporativa en las condiciones adecuadas provoca clientes leales, crecimientos duraderos y ventajas sostenibles. Es la **clave del éxito de empresas como GEICO, Amazon, Charles Schwab y Costco**.

En la carta de 2005 Buffett nos explica el valor que se aporta al consumidor respecto a lo que gana GEICO, dándonos una idea de su ratio de robustez:

“De hecho, GEICO ofrece a todos sus componentes importantes beneficios: en 2004, sus clientes ahorraron aproximadamente mil millones de dólares en comparación con lo que de otro modo habrían pagado por la cobertura, sus asociados obtuvieron un bono de participación en las ganancias de 191 millones de dólares que significó de media el 24,3% del salario, y su propietario, que somos nosotros, disfrutó de excelentes rendimientos financieros.”

Traducido de la carta anual de Berkshire Hathaway de 2005. En el resto de la carta podemos comprobar que, con esos \$1.000 millones de “float”, los accionistas consiguen \$50 millones de rentabilidad al año. Esa es la relación entre el valor aportado a consumidores y trabajadores y la rentabilidad del accionista, el ratio de robustez o margen de negociación sin explotar. Cuanto más alto sea, mayor será la durabilidad de la ventaja. En el caso de COSTCO esa relación es de 5 a 1, consiguiendo clientes leales, trabajadores contentos, y baja competencia. Con la suscripción Prime, se calcula que Amazon aporta 8 veces más valor al consumidor que el coste de la suscripción, y esta

filosofía ha estado presente en la empresa desde su fundación, y se explica en la primera carta a los accionistas de 1997:

“Nuestra opinión es que devolver implacablemente mejoras de eficiencia y economías de escala a los clientes en forma de precios más bajos crea un círculo virtuoso que conduce a largo plazo a una cantidad mucho mayor en dólares de flujo de caja libre y, por lo tanto, a un Amazon.com mucho más valioso. Hemos hecho juicios similares sobre “Free Super Saver Shipping” y “Amazon Prime”, los cuales son costosos a corto plazo y, cremos, importantes y valiosos a largo plazo.”

En los últimos años, los medios de comunicación han intentado avivar una aparente disputa entre la visión de Warren Buffett y la de Elon Musk, quien dijo: **“Si tu única defensa contra los ejércitos invasores es un foso, no durarás mucho**, lo que importa es el ritmo de innovación, que es el determinante fundamental de la competitividad”⁶. ¿Tiene Elon razón? Por supuesto, y más en su negocio. ¿Se equivoca Buffett? No, **se malinterpreta a Buffett**, y se sacan de contexto los ejemplos de hace 40 años. ¿Qué ve Buffett en Apple? Que su **marca y ecosistema** cambian el comportamiento del consumidor, y el enorme valor que se ofrece al consumidor aporta **fidelidad y recurrencia**. Apple ha construido un modelo de suscripción disfrazado de ventas de hardware. Según Buffett, el valor que se aporta al consumidor es muy superior al precio de un iPhone⁷, así que el consumidor sale ganando, y queda mucho margen de negociación sin explotar, lo que hace la ventaja duradera y sostenible.

Vemos por tanto que no se trata de entender cómo podré seguir exprimiendo a mi cliente sin tener competencia para que mi rentabilidad sobre el capital se mantenga alta, sino de los **aspectos cualitativos que lograrán que la empresa sobreviva y prospere**, creando valor para accionistas y consumidores. Al margen de ventajas competitivas pasajeras, son las personas al cargo las que en el día a día hacen crecer o menguar las ventajas competitivas, las que deciden abrazar una nueva innovación o caer en la complacencia, las que se centran en que la empresa perdure o en maximizar los beneficios contables del próximo trimestre. Son las personas las que, en

definitiva, crean los resultados financieros del futuro, para bien o para mal.

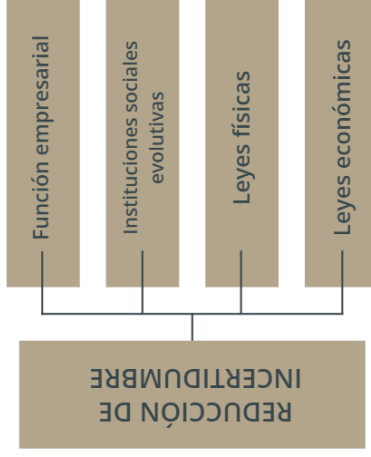
A muy largo plazo las personas también son pasajeras, así que alcance todos los rincones de la empresa y permita que ciertos valores pervivan más allá de personas concretas. La cultura de innovación, adaptabilidad, sacrificio del corto plazo, auto-disrupción y enfoque en el consumidor hacen que el negocio perdure. Para reducir la incertidumbre se invierte en un proceso en vez de en una situación estática, en una serie de costumbres y buenas prácticas empresariales que permitan afrontar cualquier futuro con éxito y resiliencia.

Al igual que los inversores nostálgicos de la estrategia de compra de "empresas colilla" de Benjamin Graham en los años 30, más valiosas muertas que vivas, hay inversores enamorados de la inversión en las marcas icónicas del pasado. Sin embargo, hemos visto que es imperativo adoptar un enfoque dinámico, y que muchas de esas ventajas competitivas se están erosionando, mientras otras se fortalecen. El mundo cambia, y no surge el mismo tipo de relaciones económicas en un mundo digital de activos intangibles que en uno analógico de fábricas, máquinas e inventarios. No sin razón aparecen papers explicando que el clásico enfoque de los fosos defensivos del pasado es un anacronismo⁸.

La inversión es un proceso empresarial de estimación, y por tanto es práctico y subjetivo, no es posible sistematizarlo hasta el extremo, pero es posible acumular conocimiento multidisciplinar para que nuestras estimaciones sobre el futuro sean cada vez menos equivocadas. La teoría también puede ayudarnos a interpretar la realidad, y aún queda mucho camino para afianzar los fundamentos teóricos de la inversión. ¿Qué pilares podemos ir colocando para fundamentar desde un punto de vista teórico el surgimiento de ventajas competitivas? ¿Podría dicha teoría servir siempre?

El futuro es incierto, y el valor de las empresas depende del futuro, de ahí la dificultad del arte de in-

vertir. Sin embargo, el futuro no es infinitamente incierto, y gracias a la teoría económica podemos descubrir las 4 herramientas para combatirlo. Ahora el enfoque no está en maximizar un dato contable, sino en minimizar la incertidumbre:



- **Función empresarial:** El ser humano tiende a conseguir lo que se propone, y aunque no existe certeza, podemos estimar que la persona con perspicacia, perseverancia y un intenso enfoque mental en su objetivo, tendrá una probabilidad mayor de alcanzarlo que alguien que cambia de rumbo constantemente sin interés ni energía. Esto nos permite hacer predicciones en la buena dirección, del tipo: "Juan tiene más probabilidades de acabar sus estudios que Nuria".

- **Instituciones Sociales Evolutivas:** es la teoría que más nos ayuda a este respecto. Son esquemas pautados de comportamiento que surgen espontánea y evolutivamente tras largos procesos de ensayo y error. Los comportamientos más útiles para resolver los problemas se convierten en hábitos y costumbres que provechan una gran cantidad de conocimiento tácito acumulado durante siglos. Podemos nombrar, por ejemplo: el lenguaje, el derecho, la familia, la moral, o el dinero. Estas instituciones, además de permitir el desarrollo de la sociedad, reducen la incertidumbre y facilitan prever las conductas más probables de quienes nos rodean (los

contratos se cumplen, hay que ser puntual, la familia se protege, el lenguaje tiene unas reglas, el ajedrez otras).

Pueden surgir en el mercado conductas repetitivas de forma que esa institución con su enorme inercia impide temporalmente que la competencia reduzca la rentabilidad de la empresa. No porque los gestores sean mejores o peores empresarios, sino porque los clientes se comportan según esas conductas durante mucho tiempo y valoran características que sólo esa empresa ofrece, generando la ventaja competitiva y dificultando la reproducción del modelo de negocio. El uso de herramientas como Excel o Autocad, cepillarnos los dientes o contratar seguros son algunos ejemplos.

- **Leyes económicas: limitan lo que puede ocurrir en la realidad,** por muy incierto que sea el futuro, y aunque sean leyes de tendencia, cualitativas y relativas, pueden ser muy útiles, y permiten afirmar, por ejemplo, que: "Un aumento de la masa monetaria provocará un aumento de los precios mayor que el que habría habido sin dicho aumento de la cantidad de dinero", "La imposición de un salario mínimo provocará paro involuntario", "El intervencionismo en Venezuela aumentará la probabilidad de expropiación, la pobreza y provocará un menor desarrollo económico frente a países con mayor libertad económica como Singapur, Suiza y Estados Unidos".

- **Leyes Físicas:** de igual forma, no todo puede ocurrir en el futuro. No podemos confiar nuestros ahorros a un modelo de negocio que incumpla el principio de localidad; la conservación de la energía, o la segunda ley de la Termodinámica. Tampoco confiaremos en alguien que nos diga que sus aerogeneradores extraen energía del viento a un 120% del límite de Betz, pero nos aprovechamos de que el volumen de un recipiente aumenta mucho más rápidamente que su superficie, lo que nos otorga economías de escala y ventaja frente a otros recipientes más pequeños en cuanto a litros almacenados por metro cuadrado de material.

Estas 4 herramientas, aunque muy generales, nos deberían permitir desarrollar las 5 ventajas competitivas ya analizadas y descubrir otras nuevas que se estén creando, además de poner en valor aquellas a las que se le da menos importancia, como las culturas corporativas.

Creo que sería muy productivo que más inversores tomen el testigo y traten de desarrollar los fundamentos de nuestra disciplina. Incluido el estudio de los fosos defensivos. Como dijo Juan Ramón Rallo: "...los value investors deberán de estar dispuestos a dejar de ser una "filosofía de inversión" para convertirse en una "ciencia de la inversión", con todo lo que ello implica: rigor en las categorías [...], preocupación por que sus proposiciones sean consistentes entre sí y con el resto de leyes económicas, mayor esfuerzo por articular un conocimiento difícilmente articulable y, como consecuencia de lo anterior, un progresivo abandono de su anecdótico de experiencias personales y de estudios de caso en pos de una mayor modelización de las técnicas inversoras hasta donde sea técnicamente posible."¹⁰

Con unos fundamentos sólidos y curiosidad para seguir analizando modelos de negocio y entendiendo las motivaciones de consumidores y directivos, será más fácil detectar empresas que perduren y prosperen para proteger nuestro patrimonio y hacerlo crecer.

¹El pequeño libro que genera riqueza.* Capítulo uno: Fosos económicos. Pat Dorsey.
²Charla Warren Buffett subtítulo - español (completa) - YouTube
³Interview with Pat Dorsey, founder, Dorsey Asset Management - YouTube
⁴The Security Like Most-Buffet (sabcapitalmgt.com)
⁵Full Collection, Nomad Letters, pdf (igf.foundation.org.uk)
⁶"The \$1,000 iPhone X is enormously underpriced. Its got competition so you can't push the price, but in terms of its utility to people and what they get for a thousand dollars... you can have a dinner party that would cost that, and here this is, and what it does for you, it's incredible. I have a plane that costs me a lot, maybe a million dollars a year or something of the sort. If I used the iPhone - I use an iPad a lot - if I used the iPhone like all my friends do, I would rather give up the plane." Warren Buffett on CNBC 2018.
⁷Widening Moats + Culture — Investment Masters Class (mastersinvest.com)
⁸Complexity Investing - 9.1.8, Aug 19-1, pdf (squarespace.com)
⁹Intenté aportar migrante de arena en mi Trabajo Fin de Máster.
¹⁰Juan Ramón Rallo, Escuela Austríaca y value investing: una hoja de ruta. juandemariano.org. 17/11/2010.