

Carta Anual 2021

04/07/2021

Continuamos con la tercera edición de esta carta anual “por fascículos”, que como recordaréis, tenía el siguiente guion sujeto a cambios:

Capítulo 1: Introducción y pensamientos generales ([link](#))

Capítulo 2: Etapa 2016-2020, Plan 2021-2025 y visión de mercado ([link](#))

Capítulo 3: Tipos de inversiones en cartera. Ventajas competitivas. Ejemplos. (**El que hoy nos ocupa**)

Capítulo 4: Agregadores. Ejemplos en cartera.

Capítulo 5: *Compounders*. Ejemplos en cartera (tesis compañía 1).

Capítulo 6: Productos o servicios únicos. Ejemplos en cartera (tesis compañía 2).

Capítulo 7: Compañías totales. Ejemplos.

Capítulo 8: Semillas. Ejemplos.

Capítulo 9: Breve repaso/*update* del resto de compañías de cartera

Capítulo 3: Tipos de inversiones en cartera. Ventajas competitivas. Ejemplos.

Tras los dos capítulos iniciales en los que os he hablado sobre cuestiones generales de la industria de gestión de activos, lo que nosotros podemos aportar, nuestra forma de hacer las cosas, los primeros años del fondo y la filosofía para los próximos años, en este tercer capítulo entramos de lleno en la “chicha” de nuestro *portfolio*. Hoy empezaré a hablar de las empresas que componen nuestra cartera, agrupándolas en 5 grandes categorías, y de las ventajas competitivas que buscamos, dando para ello algunos ejemplos prácticos de los negocios en los que estamos invertidos.

¡Vamos con ello!

Nuestra cartera

Nuestra cartera actual es muy similar a la que cerró el ejercicio 2020, con la que iniciamos el **Plan 2021-2025** (detallado en el [capítulo anterior](#)) y previsiblemente será la que nos acompañe a largo plazo, dado que el continuo conocimiento de los negocios que tenemos en cartera a lo largo de los años ya desde la cartera privada previa al fondo, va suponiendo que poco a poco hayamos ido filtrando quedándonos con las mejores

ideas de inversión, y cada vez sean más las compañías que tienen los mimbres para **acompañarnos “para siempre”**. Como la realidad de las empresas no es estática, sino dinámica, y además sigo analizando nuevos negocios constantemente, ese proceso de filtrado previsiblemente continuará y de ahí que muy de vez en cuando sea necesaria alguna pincelada aquí o allá. Serán pequeños cambios, y previsiblemente conforme pase el tiempo serán cada vez menos. Más allá de los necesarios rebalances por aumento o disminución del patrimonio del fondo, o por la evolución al alza o a la baja de alguno de los negocios que tenemos en cartera, básicamente **cuando encontremos un negocio** que en su conjunto sea mejor que la peor de nuestras anteriores ideas, **haremos ese cambio para mejorar el conjunto**. Y lógicamente, encontrar algo mejor, cada vez irá siendo más y más complicado...

Cuando pienso en las inversiones que me suelen resultar atractivas para la cartera, casi siempre me encuentro con que pueden ser divididas en estas 5 grandes categorías:

- **Agregadores:** Spotify, Airbnb y Facebook (esta última, aunque todavía es “solo” un agregador, cuenta con los mimbres necesarios para convertirse en una “Compañía total”).
- **Compounders:** Embracer Group, Sdipotech, Constellation Software, Instalco, Maverix Metals, Judges Scientific y Topicus.com.
- **Productos o servicios únicos:** Peloton Interactive, NBI Bearings, Inditex, Games Workshop, Align Technology y Endor AG.
- **Compañías totales:** Alphabet, Microsoft y Amazon.
- **Semillas:** Kistos (semilla por su peso en cartera y por su perfil de riesgo-beneficio pero por su filosofía de inversión pertenecería a la categoría de “Compounders”) y Renalytix AI (semilla por lo mismo, pero que pertenecería a la categoría de “Productos o servicios únicos”).

Iremos profundizando sobre cada una de estas categorías de inversión, con ejemplos concretos de cada una de ellas, durante los próximos capítulos.

La única compañía nueva en la que hemos invertido en lo que llevamos de 2021 ha sido **Inditex**, ocupando el lugar de **Paradox Interactive**. Además, aunque ya estaba en cartera, hemos incrementado notablemente la “*starter position*” que teníamos en **Amazon** hasta convertirla en una posición relevante, vendiendo para ello **Berkshire Hathaway**. Previsiblemente hablaré sobre estos cambios en el repaso general del último capítulo de esta carta.

Dado que las cotizaciones de las acciones en el mercado, salvo situaciones temporales de ineficiencia, suelen recoger el **valor presente de los beneficios futuros** (o más estrictamente, de los flujos de caja futuros para los accionistas), mi trabajo como analista de empresas debe centrarse en hacerme una idea más o menos aproximada de lo que puede generar un negocio durante, digamos, los próximos 5 años. Esto ya es un ejercicio suficientemente complejo como para intentar mirar a 10 años vista, pero también debo intentar tener una idea de **hacia dónde creo que irá el mundo durante la próxima década** e incorporar esta idea al análisis diario de las compañías que componen o pueden llegar a componer nuestra cartera. Aunque lo relativamente sencillo es analizar la información pasada, las cuentas de los ejercicios anteriores de cada empresa, tengo la convicción de que en un mundo cada vez más conectado, con tal facilidad de acceso a la información, incluso con máquinas

que procesan esa información para generar en décimas de segundo *ratings* cuantitativos, **un mercado más y más inteligente** en definitiva, creo que la generación de valor diferencial sobre el rendimiento del mercado (o *alpha*) vendrá del análisis de toda esa información más compleja de obtener que no figura en las auditorías de la empresa, del **análisis cualitativo** que no pueden realizar las máquinas y de lo que es en definitiva **más complicado** de modelar: **El futuro**.

Y si el valor actual de las compañías (y en consecuencia de sus acciones) es una estimación realizada por parte de todos los actores del mercado de un valor presente de sus flujos de caja futuros, ¿pensáis que servirá de algo comprar una compañía porque está “barata”, o a un múltiplo bajo, dividiendo su capitalización (y en su caso, su deuda) por sus flujos pasados? ¿Pensáis que será una estrategia inteligente comprar a un “múltiplo bajo” simplemente esperando a que el mercado decida asignarle un múltiplo mayor? ¿Por qué tiene que suceder esto, y cuándo va a suceder? Voy más allá... **¿qué es un múltiplo bajo?** ¿Cuándo una empresa está barata? ¿Es PER 10 un múltiplo atractivo de manera absoluta? Ya veis por dónde voy...

Como buen gallego, DEPENDE. Dependerá de muchos factores. Principalmente de lo que suceda en el futuro con sus flujos de caja. De la resiliencia de los mismos, de si son recurrentes o cíclicos, de los riesgos y oportunidades que presente la compañía los años venideros, de si crecerán o disminuirán, de las **alternativas disponibles con la misma certidumbre** (¡o incertidumbre!) y por supuesto, por qué no decirlo también, del entorno monetario en el que nos encontremos (que no deja de ser una alternativa o coste de oportunidad al mínimo riesgo posible). Nuestros padres compraron su primera casa con la *Superhipoteca* del Santander que rompió completamente el mercado al **11% de tipo de interés**. No es complicado adivinar que el dinero de los que depositaban sus ahorros en el banco en aquellos momentos (cuando las entidades financieras todavía cumplían el papel de ejercer de puente entre A-horro e I-nversión) era remunerado a tasas del orden del 8-9% (teóricamente sin demasiado riesgo)... parece razonable pensar que **el rendimiento exigido** para una buena inversión en bolsa entonces **no fuese el mismo** que el que podamos esperar ahora.

Por este motivo, porque al desarrollarse los países y avanzar las sociedades el entorno se vuelve más seguro y **el coste de capital, a menor incertidumbre, se reduce**, creo que tiene sentido que nuestra filosofía de inversión también vaya evolucionando. Irremediamente, a tasas de descuento menores, **los flujos futuros valdrán más** y **el crecimiento** será una variable más relevante en el valor presente de las compañías. Irremediamente, que el grueso de los flujos se espere a corto plazo pero que declinen a medio-largo plazo, será menos atractivo conforme el mundo avance. ¿Qué sentido tiene entonces invertir en países desarrollados, pero en sectores primarios, de poco valor añadido, de elevada incertidumbre, de elevado coste de capital, asumiendo simplemente que deben pagarse a un mayor múltiplo? ¿No supone eso seguir invirtiendo en la España de la *Superhipoteca*? ¿No supone eso estar invirtiendo de manera similar a hacerlo en países emergentes? ¿Qué tipos de interés tienen los países emergentes? ¿Deben descontarse los flujos de esos negocios a una tasa menor? Y los flujos de negocios de alto valor añadido, con coste de capital muy reducido, que reinvierten además a tasas elevadas, con una gran certidumbre y en entornos regulatorios muy estables, ¿están caros si cotizan a 20 ó 25 veces? Volvéis a ver por dónde voy...

Creo que **debemos adaptarnos** y saber jugar con las reglas que existen en cada momento. No sirve de mucho mirar atrás y montar nuestra cartera pensando en cómo cotizaban las compañías hace 30 años, dando por

hecho que ese entorno volverá antes o después. Porque aunque volviese (que no parece, y ojalá por nuestro bien como sociedad que no lo haga)... ¿cuándo sucederá? ¿No supone un **coste de oportunidad demasiado grande** como inversores perder 5, 10 o 15 años en la generación de interés compuesto? Yo pienso que sí...

Así pues, creo que nosotros en el presente debemos configurar nuestra cartera de inversión en base a las **alternativas disponibles EN EL PRESENTE**, y no a las que encontrábamos hace 15 años, y si nosotros lo hacemos bien, si componemos una cartera de 20-25 compañías que sean mucho mejor que la media del mercado en este preciso momento, dado que **el mundo a largo plazo crece** (y en consecuencia, el mercado lo sigue...), **nuestro portfolio tendrá grandes posibilidades de crecer todavía más** que la media. Porque al final, construir una cartera de inversión, en líneas generales supone tomar varias decisiones de prestar dinero a una persona o grupo de personas unidas en forma de Estado o Empresa, o participar como accionistas en una iniciativa de capital privado. Y dado que nosotros en un mundo que crece, no queremos ser prestamistas, si nos plantean la posibilidad de asociarnos con dos negocios, uno de ellos con márgenes bajos, que necesita mucha financiación mediante aportaciones de los socios o préstamos de los bancos para poder crecer, resultados dependientes de variables externas... y otro con márgenes elevados, en el que prácticamente no necesitamos poner dinero para hacerlo crecer y que será muy resistente con independencia de las crisis económicas que vengan... ¿con cuál de ellos os asociaríais?

Pues en esto, así tan simple pero complejo a la vez, consiste invertir. En tomar esa decisión unas 20 ó 25 veces, con la facilidad de que los mercados públicos nos permiten convertirnos en socios de iniciativas de capital privado simplemente pulsando un botón, sin necesidad de ir al notario a firmar una escritura. Entonces, **¿por qué no asociarnos con los mejores negocios posibles?**

Yo me considero un *"value investor"* desde el momento en el que me gusta comprar duros a cuatro pesetas (¡y a quién no!). Y voy a intentar explicar por qué nuestra cartera es *value*, muy *value*... siempre de manera RELATIVA, no ABSOLUTA, a las alternativas de inversión que existen en el mercado.

Digamos que "El Mercado" de acciones en su conjunto (tomando como "Mercado" el S&P500 americano) cotiza de manera aproximada a **22 veces los beneficios** del próximo año. Este es el precio que comprando el conjunto del mercado pagaríamos por los beneficios del año en curso y un **crecimiento medio esperado del 6-7% anual**. Si el mercado en su conjunto está "caro" o "barato" daría para otro largo debate, pero teniendo en cuenta que la tasa libre de riesgo americana está en el 1,43% no parece que un "earnings yield" del 4,5%, más un crecimiento anual del 6% sea una aberración... y por supuesto no sabemos lo que sucederá los próximos años, si ese crecimiento sorprenderá al alza o a la baja, si esa tasa libre de riesgo subirá o bajará (y en consecuencia, el yield y el múltiplo) pero asumamos que, a todo el resto de factores iguales, podríamos comprar el mercado en su conjunto al precio actual a múltiplo estable, **obtendríamos ese 6-7%** de crecimiento anual en los beneficios vía revalorización de nuestras acciones.

Bien.

La cartera actual de **ACCION GLOBAL, F.I.** cotiza actualmente a **28 veces el flujo de caja libre** del presente ejercicio 2021. Prácticamente ninguna de nuestras compañías tiene deuda financiera neta y el conjunto, ponderado, cuenta con elevadas cantidades de **CAJA neta** en su balance. Y según mis estimaciones de

crecimiento a futuro, son negocios en los que podemos esperar una **tasa de crecimiento media compuesta del 29% anual**.

¿Cotiza nuestra cartera cara o barata?

A simple vista, puede parecer que estamos pagando un múltiplo un 30% superior al del mercado y entonces nuestra cartera cotizaría algo cara. Pero resulta que nuestras empresas, si mi análisis es correcto, **compondrán el capital a un ritmo entre 4 y 5 veces superior al del mercado**. O lo que viene siendo lo mismo, si los beneficios/flujo de caja de las compañías en las que estamos invertido evolucionan como espero, solo tendríamos que sentarnos a esperar y en 3 años, nuestro múltiplo inicial de 28 veces, se convertiría en 13 veces... y tengo serias dudas de que llegado entonces, haya cambiado TANTO el entorno para que eso sea lo que el mercado pague por nuestras compañías. Y si hay una verdad inexorable, es que **el tiempo pasa**. ¿Por qué no ponerlo a **correr a nuestro favor**?

Creo que **nuestra cartera está barata**. Muy barata.

Es importante decir que mi estimación de crecimiento de flujo de caja para los próximos años no es un brindis al sol en base a un optimismo extremo sin ningún fundamento... digamos más bien que es mi estimación más prudente teniendo en cuenta un histórico de la **tasa anual a la que componen el capital en plazos largos** los negocios de nuestra cartera, y sobre todo, una variable resultante de la clave de todo esto que nos ocupa: El **interés compuesto**. ¿Cuánto capital podrán reinvertir los negocios que analizamos, y a qué tasa lo reinvertirán? El resultado de esta ecuación serán los beneficios futuros, y eso es lo que debemos estimar... así que ya podéis asumir que tendremos más probabilidades de generar tasas de interés compuesto elevadas si invertimos en aquellos negocios que **invirtan el capital a una tasa más elevada**, y además tengan probabilidades de **reinvertir la mayor cantidad posible** de los flujos que generan.

¡Trampa!

¿No era imposible estimar el futuro? Digamos que es prácticamente imposible, pero en el análisis de empresas podemos mirar al futuro a través de un agujerito que nos permite vislumbrar en cierta medida lo que sucederá: **El retorno sobre el capital invertido de cada negocio y la tasa de reinversión**.

Y diréis... pero si es tan sencillo, ¿por qué no todas las empresas hacen lo mismo? Si vas a ganar más en el futuro reinvertiendo a tasas elevadas, ¿**por qué no todas las empresas se dedican a negocios buenos**, con altos retornos sobre el capital invertido y grandes posibilidades de reinversión?

Exactamente... **LA COMPETENCIA**.

Los retornos elevados atraen competencia como la miel atrae a las abejas. Y por esto, exactamente para que esos retornos no se diluyan con el paso del tiempo entre un mayor número de jugadores, no solo debemos prestar atención al retorno sobre el capital que obtiene un negocio y a la cantidad de capital que puede reinvertir a esa tasa, si no a **la PROTECCIÓN de esos retornos** frente a la competencia. Y de eso voy a hablaros en el siguiente punto.

Ventajas competitivas y algunos ejemplos

Probablemente yo no soy quién para hablar de ventajas competitivas cuando podéis leer sobre ellas en su biblia particular, escrita por el gran **Pat Dorsey** y altamente recomendable: [El pequeño libro que genera riqueza](#). En ella encontraréis un gran repaso de los principales fosos económicos que protegen los “castillos” de rentabilidad frente a los competidores: **Activos intangibles, costes de sustitución, el efecto red, ventajas de costes** y el tamaño o **escala**.

A mí me gustaría simplemente hacer un repaso de estas ventajas competitivas, dando ejemplos de nuestra cartera para explicarlas mejor, y además añadir algunas situaciones que me parece que también aportan protección frente a la competencia o lo que viene siendo lo mismo, una **mayor certidumbre** de que una compañía determinada conseguirá **perdurar y crecer a largo plazo** por encima de la media del mercado, en un entorno económico siempre cambiante.

Los activos intangibles: Marcas, patentes y propiedad intelectual

Creo que este es uno de los fosos económicos más fácilmente entendible por cualquiera: **Coca Cola** puede permitirse cobrar el doble o más por su refresco que la bebida de cola de marca blanca del supermercado, aun teniendo características similares, simplemente por tener su **marca**, su **logotipo**, en la botella. Y pobre del bar o restaurante que se le ocurra poner a disposición de sus clientes una bebida de cola más barata, pero desconocida, en lugar de la Coca Cola. Lo mismo sucede con cientos de marcas que nos rodean a diario, posiblemente el caso más destacable de valor de marca en los últimos 15 años sea el de **Apple**.

Otro activo intangible que permite obtener retornos elevados y protegidos de la competencia durante un largo periodo de tiempo son las **patentes**. Quizá el sector farmacéutico sea el máximo exponente de dicha ventaja competitiva.

Además, tener los derechos de explotación de una **propiedad intelectual** determinada, en forma de venta de artículos, contenido audiovisual, videojuegos, etc. también suele ser un **negocio rentable** cuando la propiedad es exitosa, pues normalmente dicha propiedad puede ir obteniendo ingresos a lo largo del tiempo solo con pequeñas variaciones, desarrollos, evoluciones (nuevos capítulos, secuelas y precuelas, versiones modificadas, etc.) que suponen solo una **pequeña inversión** adicional pero una **gran fuente de ingresos**.

En lo referente a nuestra cartera, podemos encontrar el poder de la marca y las patentes tecnológicas en **Invisalign** (producido por nuestra participada **Align Technology**), cuyos activos intangibles le están permitiendo permanecer como líder absoluto sin prácticamente perder un ápice de cuota frente a la competencia, en un proceso de disrupción frente a una tecnología inferior que ya dura más de 20 años. También encontramos un fenómeno de “marca de culto” similar al sucedido en Tesla, en nuestra principal posición de cartera, **Peloton Interactive**, referente absoluto del *fitness* conectado en otro sector en sus etapas iniciales de disrupción, cuyos clientes pagan precios elevados por prendas para publicitar su “pertenencia a la tribu” mediante la exhibición de su marca y logotipo (incluso en algunos casos ¡atuándose!). Además, creo que en un mundo en el que prácticamente todos los hogares con internet estarán suscritos a una o varias plataformas de entretenimiento audiovisual, poseer el contenido será crucial, y creo que nuestras participadas **Embracer Group**, con su catálogo

de 225 videojuegos entre *backlog* y *pipeline* en desarrollo, y **Games Workshop** con su exitoso mundo *Warhammer*, podrán extraer mucho valor para nosotros como accionistas mediante la explotación de dichas propiedades intelectuales.

Estos son solo algunos ejemplos, pero en nuestra cartera tenemos **ventajas competitivas por activos intangibles**, además de en las compañías citadas, en Facebook, NBI, Alphabet, Spotify, Microsoft, Constellation, Amazon, Inditex, Judges, Endor (Fanatec), Airbnb, Renalytix AI y Topicus.com.

El Efecto Red

El efecto red o *network effect* es algo tan simple como que **un producto o servicio se vuelve cada vez más útil para sus clientes, cuantos más usuarios tenga**. Quizá uno de los efectos red más conocidos sea el de las tarjetas de crédito y la ventaja que ofrece para los usuarios que en la mayor cantidad de comercios posibles acepten la tarjeta que tú utilizas, o la dificultad que supone para un nuevo jugador empezar de cero cuando su medio de pago es aceptado todavía en muy pocos sitios.

En lo referente a nuestra cartera, todos recordamos lo que sucedió cuando **Facebook** llegó a España teniendo ya un poderoso efecto red global y aquí todos teníamos Tuenti (Q.E.P.D.) o cuando las compañías telefónicas todavía cobraban por los SMS y para chatear algunos usábamos Messenger, otros el chat de Blackberry y algunos el iMessage y de repente apareció una aplicación gratuita y que funcionaba en todos los dispositivos por igual, llamada **Whatsapp**.

Facebook es el ejemplo por antonomasia en el mundo actual del poder del efecto red, pero en nuestra cartera actual disfrutamos de esta ventaja competitiva también en Peloton (querrás competir con tu grupo de amigos), Alphabet, Spotify, Microsoft, Amazon, Align (especialmente en su software Exocad), Games Workshop (querrás jugar los torneos ya establecidos donde juega toda tu red) y muy especialmente en Airbnb (resulta especialmente útil que, busques donde busques, encuentres).

El problema principal de los efectos red es que en un mundo tan conectado, básicamente sin fronteras reales a nivel global y que evoluciona tan rápidamente, un producto o servicio innovador que ofrezca una clara mejoría a sus usuarios frente a lo establecido anteriormente, puede alcanzar velocidad de crucero y empezar a obtener **ventajas por efecto red mucho más rápido que antes** (este es el principal motivo de que nunca hayamos invertido en medios de pago) y considero que el efecto red **debe estar apuntalado** contando también con la siguiente ventaja.

Los costes de sustitución

El efecto red es poderoso pero es un foso que **puede erosionarse rápidamente** si los usuarios no tienen ninguna **dificultad a la hora de cambiarse**. Los costes de cambio o "*switching costs*" básicamente son los problemas o costes económicos que un cliente o usuario deberían soportar al plantearse cambiar de proveedor. Aquí siempre pongo el mismo ejemplo, imaginemos por un momento que una empresa de varios miles de empleados pensase por un solo segundo en cambiar su sistema operativo Windows (y Word, Excel, Powerpoint...) de todos los ordenadores de sus ordenadores para irse a un sistema ofimático que la

competencia le ofrezca más económico. Básicamente **la compañía tendría que cerrar durante meses** y los costes económicos en formar desde cero a toda su plantilla serían totalmente inasumibles. Este brutal coste de cambio ha generado en torno a **Microsoft** la madre de todos los “*moats*”, lo cual le permite subir ligeramente sus precios a sus clientes religiosamente todos los años, convirtiéndola en un negocio extraordinario para sus accionistas y permitiéndole además **reinvertir de manera transversal** hacia otros negocios de alto valor añadido y que también cuentan con sus propias ventajas.

Microsoft es un gran ejemplo, pero en nuestra cartera disfrutamos de ventaja competitiva por elevados costes de cambio en el software vertical que integra todos los datos de numerosas compañías en Constellation y Topicus.com; en todos los datos de usuario e histórico de actividades en Peloton Interactive; en todas las fotos, historias, conversaciones, grupos, followers y demás en Facebook (Whatsapp e Instagram incluidos); en los diseños industriales homologados dentro de un conjunto mayor de los rodamientos de NBI Bearings; en las listas musicales de Spotify; en los ejércitos de figuritas que ya poseen los jugadores de Wharhammer (resulta casi impensable empezar a construir de cero tu colección en otro juego diferente); en la compleja curva de aprendizaje para los ortodoncistas y el sistema de puntos y descuentos de Invisalign; y también en el histórico de valoraciones, ratings y comentarios de los perfiles de Airbnb, especialmente para los *hosts* cuyos alojamientos ya se han ganado una reputación.

Escala

Aunque no siempre es así, y hay veces que un jugador más pequeño con mayor agilidad de movimientos puede tener ventajas, hay sectores donde **más grande, es simplemente mejor**. Se me ocurren así de primeras sectores donde los márgenes unitarios no sean muy elevados, y una escala productiva suficiente (*rappels* en las compras, reparto de costes fijos, etc.) pueda permitir operar con un margen de beneficio superior a un competidor menor. Dos claros ejemplos de negocios de bajo valor añadido que se han convertido en monstruos al escalar, serían la división *retail* de **Amazon e Inditex**. En nuestra cartera además tenemos en **Instalco** otro buen ejemplo de negocio aburrido y teóricamente con márgenes pobres, que al alcanzar presencia en un mayor territorio, acudir a proyectos multidisciplinarios con varias de sus empresas, repartir los costes centrales y comprar los materiales para sus proyectos de manera centralizada y con descuentos por volumen, está experimentando una expansión de márgenes al escalar que la sitúan claramente por delante de la competencia.

Es importante señalar que como le pasaba al Efecto Red, **la escala por sí sola es una ventaja fácilmente erosionable**. Si solo hacen falta bolsillos profundos para crecer rápido y coger escala, nuestro foso estará amenazado tarde o temprano (porque siempre aparecen bolsillos profundos). Creo que es otra ventaja que **debe ir acompañada de más variables** clave, principalmente en cuanto a los **procesos**, la agilidad, la flexibilidad, una forma de hacer las cosas en definitiva, que **no solo requiera de tamaño** sino que sea algo que tarde muchos años en conseguirse, para que la ventaja esté suficientemente apuntalada.

Los nichos

Aunque competir en un nicho de mercado no es en sí mismo una ventaja, sí que suelen darse casos en los que **especializándote en un nicho puedes evitar la entrada de nuevos jugadores**. Por lo general, como su propio

nombre indica, suelen tratarse de sub-segmentos de sectores mayores en los que no existe un mercado potencial suficientemente grande como para que a los jugadores más grandes ya establecidos les resulte interesante invertir ahí y focalizar recursos en atacar ese sub-segmento, pero que **para una empresa de menor tamaño sí pueden ser significativos y sobre todo muy rentables.**

En nuestra cartera observamos como **NBI Bearings**, compitiendo en un sector de gigantes, está consiguiendo abrirse camino al especializarse en rodamientos de altas especificaciones técnicas pero en **tiradas medias y bajas**, que no resultan suficientemente rentables para los jugadores grandes del sector. **Judges Scientific** está construyendo una maravillosa historia de generación de valor para sus accionistas al comprar empresas productoras de instrumental y maquinaria para laboratorios científicos, nichos poco interesantes para los grandes fabricantes, por lo que terminan siendo **pequeños oligopolios** con buenos márgenes, recurrencia en ingresos y poder de fijación de precios en la reposición, y que aunque individualmente son de pequeño tamaño, juntando a muchas bajo un **conglomerado con estructura descentralizada** puede formarse un conjunto realmente interesante. Por último, incorporamos **Sdiptech** a cartera cuando tras fichar a Bengt Lejdström y a Fredrik Navjord (provenientes de Lagercrantz Group y Addtech respectivamente, dos historiales espectaculares de generación de valor que merecen ser ojeados...), comenzaron a focalizar sus inversiones en nichos de **alto valor añadido**, desinvirtiendo en los negocios de peor calidad y destinando los recursos a **infraestructuras** clave para una transición hacia **ciudades más sostenibles**, y estamos disfrutando a bordo de una maravillosa **expansión de márgenes** (que se suma al propio crecimiento en ventas y a un *bonus* en forma re-rate, tres variables que han ido directas a nuestra TIR).

Ventajas de costes, regulación...

Existen algunas ventajas que, aunque no las tenemos en cartera, me gustaría mencionar por encima para no dejarme nada en el tintero.

Hay algunas empresas que disfrutan de una ventaja competitiva en forma de **costes bajos** que no dependen de sus procesos, ni de su volumen. Un ejemplo típico es la empresa de celulosa que está situada en una región con mucha masa forestal de rápido crecimiento y además donde hay un río de donde proveerse de las grandes cantidades de agua que necesita para producir la pasta (Navigator o Ence), o la empresa de corchos que está situada en medio de un alcornocal y por lo tanto, es el único cliente posible para los agricultores de la zona. Un producto de bajo valor añadido normalmente no es rentable transportarlo a grandes distancias por lo que suele existir un poder de negociación elevado (por parte del comprador) en los precios de la materia prima (Corticeira Amorim).

Otra ventaja competitiva importante que suele ocasionar en la práctica monopolios suele ser la **regulación**. Una concesión administrativa para explotar una red o infraestructura durante varias décadas imposibilita normalmente la entrada de nuevos jugadores (AENA, Iberdrola, Naturgy, REE, Enagás... en España sobran ejemplos de empresas con esta "ventaja"). Todos hemos presenciado alguna vez la "máquina de imprimir billetes" que son las estaciones de ITV, concesiones regionales autonómicas (muchas de ellas en manos de Applus). Por lo general, este tipo de inversiones no me resultan especialmente atractivas por dos motivos: Que tu generación de valor esté cerquita del BOE tiene sus ventajas, pero también sus inconvenientes, me gusta que

la suerte de mis empresas dependa solo de ellas y no de quién gane las próximas elecciones. Y dada su recurrencia en ingresos y pocas posibilidades de competencia, estos “grifos de dinero” suelen comportarse de manera **muy similar a la renta fija** y estar afectadas de forma directa por los tipos de interés de mercado (por lo más o menos atractivo para los inversores “rentistas” de sus flujos y por la intensidad de capital-deuda que suelen soportar), contar con pocas o nulas posibilidades de reinversión y por lo tanto pagar alto dividendo. En definitiva, la dinámica contraria a la que nosotros buscamos para generar interés compuesto en nuestra cartera.

LA CULTURA EMPRESARIAL

La he dejado para el final y la he puesto en mayúsculas de manera voluntaria. No se suele hablar de la cultura como una ventaja competitiva (y siendo estrictos no es que sea una ventaja que impida a la competencia venir a por tus retornos), pero a mí personalmente me parece **LA MADRE de todas las ventajas**.

La cultura de una empresa, la calidad de su equipo gestor, su manera de hacer las cosas, su alineación de intereses con los nuestros, es probablemente **la condición más necesaria que busco** cuando invierto parte de nuestros ahorros en una compañía. Por supuesto, no es condición suficiente, pero a mi modo de ver y tras lo aprendido con el paso de los años, actualmente pienso así: “NO MANAGEMENT-NO GAME”. Si tengo la más mínima duda en la integridad del equipo gestor, si no tienen un historial intachable, si no me gusta su manera de hacer las cosas, si no observo que estén tomando decisiones inteligentes y enfocadas a generar valor para el accionista (idealmente ellos serán uno de ellos) o si ponen por delante sus intereses personales a los del conjunto de la empresa... no invierto. Punto. Esta es probablemente la única máxima que para mí no tiene vuelta de hoja.

¿Y por qué la cultura puede ser una ventaja competitiva? Porque las empresas son un animal vivo, que evoluciona y se adapta a los cambios que se producen en su medio, y como **es un hecho que se producirán cambios**, necesito equipos de personas **íntegros, trabajadores e inteligentes** (por ese orden) para que cada toma de decisión y ejecución que se produzca esté enfocada en la dirección correcta, porque al final el futuro de una empresa depende de miles de decisiones más pequeñas que se toman en el día a día.

Asignar capital a una nueva inversión o guardarlo para más adelante, pedir un crédito o no, emitir acciones o no, contratar a personal, comprar vehículos, negociar la compra de un competidor, invertir en investigación y desarrollo, abrir una nueva división, expandirse internacionalmente a otro país... son tantas las decisiones que pueden afectar al futuro de nuestra inversión, que básicamente, con independencia de lo que sea un negocio hoy, realmente **el futuro largo plazo de una empresa, son sus personas**.

Roberto Martínez, Lars Wingefors, Daniel Ek, Mark Zuckerberg, Jeff Bezos, Satya Nadella, John Foley, Mark Leonard, David Cicurel, Amancio Ortega, Andrew Austin, Thomas Jackermeier... los quiero a todos en mi equipo. Esto son el tipo de personas que tienen un sueño, se ponen manos a la obra con todo su empeño para llevarlo a cabo y mueven el mundo con pasión hasta que lo consiguen. Seguro que habrá fracasos por el camino, pero teniendo en nuestra cartera un conjunto de perfiles de este tipo, seguro que nos irá bien.

Este tipo de líderes no solo tiran de nuestros carros en la dirección adecuada y toman las decisiones correctas para anticiparse a los cambios del mercado, asegurando la supervivencia a largo plazo de nuestras empresas, sino que además por sus características personales, suelen **transferir sus valores al resto de la organización**. La cultura empresarial es como el agua colándose a través de la tierra para llegar a regar hasta la última de las raíces, el árbol en su conjunto debe beber de esta filosofía y que todos sus empleados actúen bajo estos criterios de excelencia. **La organización tendrá un alma** identificable, que atraerá por sí sola al talento que cumpla estas mismas características y hará que quien no sea de esta manera, se sienta incómodo y termine siguiendo otro camino.

No hace falta dar más ejemplos sobre directivos y empresas de nuestra cartera. Porque tenemos empresas en cartera tienen dos, tres o... ¡hasta cinco! ventajas competitivas (casualmente cuando avanzas hacia arriba en nuestra tabla de ponderaciones, más ventajas solapadas que se retroalimentan entre ellas vas encontrando). Pero si hay un factor común entre las 21 empresas que tenemos en cartera en estos momentos: Todas ellas tienen algo en sus equipos gestores, en su plantilla, en su forma de hacer las cosas, en su CULTURA en definitiva que las hace merecedoras de estar ahí. **La cultura es la ventaja competitiva común** que podemos encontrar en todas ellas.

Esto sería todo por el momento... nos vemos en el siguiente capítulo ☺

Un afectuoso saludo,



Javier Acción, EAF
Acción Global, F.I