

Tipos de Ventajas Competitivas y Ejemplos

NOTA DEL EDITOR: El siguiente texto es obtenido de una carta anual a los inversores de Acción Inversiones.

* * *

Los activos intangibles: Marcas, patentes y propiedad intelectual

Creo que este es uno de los fosos económicos (moats) 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 tatuándose!). 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 si sola es una ventaja fácilmente erosionable. Si únicamente 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 especializándose 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 Sdipotech 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 dónde 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 su empleados actúen bajo estos criterios de excelencia. La organización tendrá un alma identificable, que atraerá por si 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.