

*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

Te damos las gracias por adquirir este EBOOK  
Visita [Planetadelibros.com](http://Planetadelibros.com) y descubre una nueva forma  
de disfrutar de la lectura

**¡Regístrate y accede a contenidos exclusivos!**

Próximos lanzamientos

Clubs de lectura con autores

Concursos y promociones

Áreas temáticas

Presentaciones de libros

Noticias destacadas

**Comparte tu opinión en la ficha del libro  
y en nuestras redes sociales:**



Explora Descubre Comparte

## 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 eco-

nomías 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\* 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

