

---

COLECCIÓN DE LIBROS DE INVERSIÓN VALUE SCHOOL-DEUSTO

---

# INVIRTIENDO EN CALIDAD

Claves para invertir a largo plazo en las mejores empresas

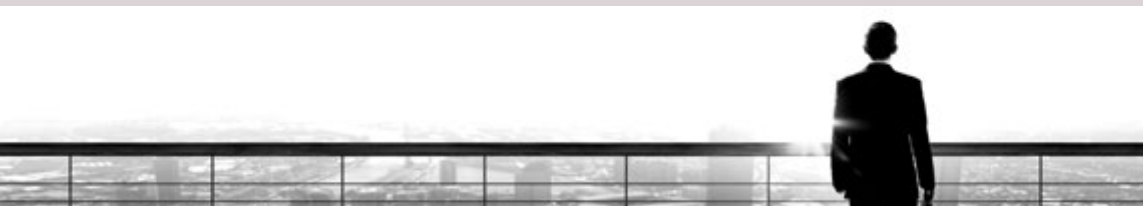
---

LAWRENCE A. CUNNINGHAM  
TORHELL T. EIDE  
PATRICK HARGREAVES

Prólogo de

JUAN HUERTA DE SOTO

Analista de Cobas Asset Management



**DEUSTO**

# **Invirtiendo en calidad**

**Claves para invertir a largo plazo  
en las mejores empresas**

**LAWRENCE A. CUNNINGHAM,  
TORHELL T. EIDE  
PATRICK HARGREAVES**

Traducido por Carla López Fatur



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Quality Investing*

Publicado por Harriman House LTD., Gran Bretaña, 2016

[www.harriman-house.com](http://www.harriman-house.com)

Autores: Lawrence A. Cunningham, Torkell T. Eide y Patrick Hargreaves

© 2016 Harriman House LTD.

© de la traducción Juan Manuel Salmerón, 2018

© Centro Libros PAPP, S.L.U., 2018

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

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

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

ISBN: 978-84-234-2914-1

Depósito legal: B. 3.341-2018

Primera edición: marzo de 2018

Preimpresión: pleca scp

Impreso por Romanyà Valls, S.A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

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 fotocopiar o escanear 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.

# Sumario

---

Prólogo de Juan Huerta de Soto Huarte .....	9
Casos prácticos.....	13
Sobre los autores .....	15
Prólogo .....	19
Introducción.....	23
<b>I. Los elementos básicos.....</b>	<b>29</b>
A. Colocación del capital.....	31
B. Rendimiento del capital .....	42
C. Fuentes de crecimiento .....	48
D. Buena gestión .....	58
E. Estructura sectorial.....	63
F. Beneficios para los clientes .....	74
G. Ventaja competitiva .....	84

<b>II. Pautas</b> .....	93
A. Ingresos regulares .....	95
B. Intermediarios amistosos .....	104
C. Carreteras de peaje .....	109
D. Precios y costes bajos .....	115
E. Capacidad de fijación de precios.....	123
F. La fuerza de la marca.....	129
G. Dominio de la innovación.....	138
H. La integración hacia delante .....	144
I. Ganar cuotas de mercado .....	151
J. Liderazgo y capacidad de globalización.....	156
K. Cultura empresarial .....	161
L. El coste de reproducir el negocio .....	168
<b>III. Peligros</b> .....	173
A. Ciclicidad .....	175
B. Innovación tecnológica .....	186
C. Dependencia .....	191
D. Las preferencias cambiantes del cliente .....	196
<b>IV. Implementación</b> .....	203
A. Desafíos.....	205
B. Errores al comprar.....	212
C. Errores al vender.....	218
D. Valoración y cotización .....	229
E. Proceso de inversión y reducción de errores.....	236
Epílogo .....	239
Apéndice .....	241
Agradecimientos.....	243

# A

---

## **Asignación del capital**

Una empresa puede asignar capital en alguno de estos cuatro elementos principales: en crecimiento, en publicidad y promoción o en I+D, en fusiones y compras de empresas, y en pagar a accionistas con dividendos o recompra de acciones. Examinaremos las cuatro por separado y también brevemente la cuestión del capital circulante, un aspecto poco valorado de la inversión de capital. Las decisiones sobre la colocación de capital son las más importantes que toma una empresa y marcan la diferencia entre crear valor y destruirlo.

### **Inversiones de capital en crecimiento**

Las empresas suelen llamar a todas las inversiones internas gastos de capital, pero hay una diferencia importante entre el capital que se invierte en mantenimiento y el que se invierte en crecimiento o expansión. A diferencia del gasto en crecimiento, el gasto en mantenimiento sólo busca conservar las cosas como están. Esta forma de desembolso forma parte, pues, de los gastos de funcionamiento ordinarios y debería ser fácilmente predecible.

ble. El gasto en crecimiento, como el nombre indica, consiste en invertir capital con el objetivo de generar crecimiento orgánico. Ejemplo de este tipo de gasto es construir una nueva planta para aumentar la capacidad de producción, o invertir en nuevos establecimientos de ocio o venta.

Hoy, la cadena de ropa sueca H&M tiene más de 3.500 tiendas en todo el mundo, cuando en 2005 tenía menos de 1.200. En 2014, la empresa abrió más de una tienda diaria. Aunque el crecimiento de las ventas por tienda fue relativamente modesto (una media de poco más del 1 en los últimos diez años), el buen rendimiento de la inversión efectuada en la apertura de nuevos establecimientos, incluso teniendo en cuenta los alquileres, ha permitido al grupo duplicar con creces el beneficio por acción en ese tiempo. Este buen desempeño del capital invertido es muy meritorio. Mantener este buen rendimiento de la inversión de capital produce un crecimiento compuesto notable, y en eso preferimos que se use el capital cuando se presentan buenas oportunidades de inversión.

### **Inversión en I+D y en publicidad y promoción**

Las impresionantes ventas actuales del jabón Dove, fabricado por Unilever, es resultado, en buena medida, de décadas de inversión en marketing para crear marca. Al fabricar conciencia de marca, Unilever invirtió, de hecho, en la mente de los consumidores. Creó una barrera de entrada mental, porque la competencia tendría que gastar grandes cantidades de dinero para sustituir la marca en la mente de los consumidores. Aunque hacer una publicidad constante es necesario para mantener esa conciencia de marca —un desembolso que entra más bien dentro de la categoría de gastos de mantenimiento—, gran parte de esa publicidad tiene por objeto influir en las nuevas generaciones, por lo que podemos considerarla parte de la inversión en crecimiento.

En muchos sectores, gastar en publicidad es un recurso importante que da a una empresa ventaja competitiva y permite su

crecimiento futuro. Aunque hay iniciativas que estimulan las ventas, como la publicidad que se hace en las tiendas, lo que de verdad añade valor son las campañas constantes pensadas para crear marca. A diferencia de lo que ocurre cuando se construye una fábrica o se compra material, gastar en marca no crea activos tangibles que puedan valorizarse o depreciarse. Desde un punto de vista financiero, es dinero que se pierde, como el del alquiler y los impuestos. Pero, a diferencia de muchos otros gastos, puede crear valor duradero.

De manera que, aunque los balances financieros clasifiquen el desembolso en publicidad como un gasto, en muchos casos convendría considerarlos inversiones. Y esto es así porque los gastos publicitarios son mucho más flexibles que la mayoría de los costes. En coyunturas económicas difíciles, estos gastos pueden reducirse fácilmente, lo que nos permite proteger y gestionar los flujos de caja más ágilmente. Sin embargo, recortarlos demasiado o por mucho tiempo puede, a la larga, restar valor.

Los costes en I+D son como los publicitarios. Aunque las normas contables actuales permiten tratar algunos gastos en I+D como activos a largo plazo, nosotros nos centramos expresamente en su naturaleza dual: algunos se consideran propiamente gastos necesarios para mantener un negocio, y otros, la gran mayoría, se ven más como inversiones en crecimiento futuro.

Medir el rendimiento del gasto en I+D y publicidad no es fácil. En el caso de la I+D, por ejemplo, hay muchos sectores en los que la inversión no se recuperará en muchos años. Considerar estos gastos como activos es un punto de partida, pero muchas veces el mejor indicador de la eficiencia de la I+D es el historial de una compañía en la obtención de retornos sobre su inversión en I+D.

## **Fusiones y adquisiciones**

Comprar empresas suele destruir valor, por lo que casi siempre es mejor invertir en crecimiento orgánico y no en fusiones y adquisiciones. Sin embargo, hay contextos en los que esas adquisi-



ciones pueden crear valor para los accionistas. Consolidar sectores fragmentados suele ser una buena razón para crecer gracias a la compra de empresas. Estas fusiones no siempre resultan bien,<sup>6</sup> pero hay varios ejemplos notables de éxito.

Por ejemplo, Essilor, líder mundial en la fabricación de lentes para gafas, tiene un largo historial de compra de pequeñas empresas. Individualmente insignificantes, estas empresas cobran importancia cuando se las agrega y han aumentado en más del 3 por ciento las ventas anuales en la última década. Estas empresas son sobre todo laboratorios ópticos locales que dan a Essilor acceso a la clientela local y más control de la cadena de valor. Antes de estas adquisiciones Essilor venía a representar un 40 por ciento de las ventas de lentes, mientras que después de ellas este porcentaje se duplicó. Dado lo especializado del nicho de mercado y el tamaño de las operaciones, hay poca competencia, lo que permite a Essilor comprar las empresas ventajosamente (por seis o siete veces el flujo de caja). Esta capacidad de mejorar sistemáticamente el funcionamiento de las empresas adquiridas es poco común pero puede crear bastante valor.

Otra estrategia que puede dar buenos resultados es comprar empresas que ya son fuertes. Es lo que ocurrió en 2007 en el mercado de las gafas, cuando Luxottica, una empresa consolidada que ofrecía gran variedad de productos, entre ellos gafas deportivas, compró Oakley, una marca ya exitosa que se dedicaba exclusivamente a las gafas de esta clase. Aunque las empresas siguieron funcionando de manera bastante autónoma, Luxottica multiplicó los canales de distribución de Oakley y creó marcas híbridas de otros productos de moda, como gafas femeninas.

Calculamos que las ventas de Oakley se han incrementado un diez por ciento al año desde que la empresa es propiedad de Lu-

6. Véase Paul B. Carroll y Chunka Mui, *Billion Dollar Lessons*, Portfolio, 2008. Los autores dedican un capítulo a hablar de fusiones fallidas y destacan que la negociación apresurada de algunas de estas operaciones entraña fraudes. Advierten de que no conviene hacer fusiones si no se tiene un modelo de integración y mejora: «Hay fusiones que parecen como si se quisiera reunir a unas cuantas bandas de rock para que formen una orquesta» (p. 61).

xottica, el doble que el mercado, y que los márgenes de beneficio han aumentado considerablemente. En ese tiempo, Oakley ha consolidado su posición como marca señera de gafas de sol, ha expandido su presencia en el sector y ha contribuido al dominio de Luxottica en el sector de las gafas de lujo. Aunque, en general, somos escépticos respecto de las fusiones basadas en sinergias excesivamente optimistas y mal definidas,<sup>7</sup> hay subsectores que ofrecen oportunidades de beneficio recíproco cuando dos empresas buenas se unen.

Otra característica común de las buenas adquisiciones es que se mejora la distribución, porque la red crece y abarca más. Un excelente ejemplo de esto es Diageo, la empresa líder mundial en la industria de las bebidas alcohólicas, con marcas conocidas en el mundo entero. Con muchas de sus compras, Diageo no sólo incorpora marcas buenas, aunque con poca penetración en el mercado —como el ron Zacapa, que ahora forma parte de su línea Reserve—, sino que también mejora la distribución en nuevos mercados de las marcas ya existentes. Marcas adquiridas recientemente como Mey Icki en Turquía o Ypióca en Brasil se venden ahora en todo el mundo y, lo que es más importante, las marcas de Diageo se venden ahora mejor en esos dos países.

7. Véase Mark Sirover, *The Synergy Trap*, Simon & Schuster, Nueva York, 2007, p. 14: «El dinero que se paga de más por la compra de muchas empresas exige rendimientos que son casi imposibles de realizar, incluso para los mejores gestores en las mejores condiciones».

Según un estudio de 2004 de la consultora McKinsey (Scott Christoffer-son, Rob McNish y Diane Sias, «Where Mergers Go Wrong», McKinsey on Finance, 2004), el índice de éxito en sinergia de costes después de la operación de compra era del 60 por ciento. La mayoría de las empresas cumplían con sus objetivos de costes, pero reducir estos últimos les llevaba más tiempo del previsto. Sin embargo, en lo que a la sinergia de ingresos se refiere, la situación era muy diferente: el 70 por ciento de las fusiones no alcanzaban sus objetivos de ingresos. Los objetivos iniciales resultaban exagerados porque no se realizaban las debidas comprobaciones e informes, porque se preveía un crecimiento del mercado demasiado optimista o porque se subestimaban los inconvenientes de la fusión. En el mismo informe, la consultora calcula que las empresas fusionadas pierden, de media, entre un dos y un 5 por ciento de sus clientes respectivos.

ASSA ABLOY:  
OPERACIONES DE CALIDAD

Assa Abloy, la empresa líder mundial en cerraduras y sistemas de puertas, domina las marcas y el negocio del sector desde hace cuatro siglos. La marca Chubb, por ejemplo, se fundó en 1818 en Wolverhampton, Reino Unido, y tuvo una prestigiosa clientela que incluía al duque de Wellington, al Banco de Inglaterra y a la General Post Office, para la que instaló los famosos buzones rojos de la Royal Mail. Assa Abloy nació en 1994 por la fusión de Assa, fundada en 1881 en Eskilstuna, Suecia, y Abloy, fundada en 1907 en Helsinki, Finlandia. Desde entonces, las fusiones y adquisiciones han sido una parte fundamental del constante crecimiento de la empresa.

A finales de los noventa y principios de los dos mil, Assa Abloy realizó una serie de operaciones excelentes con las que consolidó un mercado fragmentado. Desde 2006, bajo la dirección del consejero delegado Johan Molin, ha comprado más de 120 empresas, primero para ampliar la distribución geográfica y segundo para impulsar el desarrollo tecnológico. En ese período la empresa aumentó sus ingresos un 8 por ciento anual, de manera que, en la actualidad, casi la mitad de los ingresos del grupo viene de empresas adquiridas bajo la dirección de Molin. En el momento de la compra, las empresas tenían un margen de beneficio bajo, del orden del 5 por ciento. Con la compra y la integración ese margen aumentó. Siendo todo lo demás igual, las adquisiciones habrían menguado considerablemente el margen de beneficio del grupo, que en 2006 era del 15 por ciento. Pero gracias a la inteligencia estratégica y al aprovechamiento de las sinergias, el margen ha crecido hasta superar el 16 por ciento en 2014.

En lo que fue una adquisición ejemplar —y una de las mayores—, en 2002 Assa Abloy compró Besam, la empresa líder mundial en sistemas de puertas automáticas. Hasta entonces, Assa Abloy no tenía gran presencia en este sec-

tor, pero convirtió Besam en la base de un departamento más amplio llamado Entrance Systems, que hoy representa una cuarta parte de las ventas del grupo. Más o menos en línea con lo que venía pagando por adquisición, Assa Abloy compró la empresa por 1,5 veces el monto de las ventas. Desde entonces, el margen de beneficio de Besam ha aumentado considerablemente, con un gran crecimiento de las ganancias y un sólido rendimiento.

Pero la mayoría de las compras de Assa Abloy son de empresas pequeñas y complementarias, y por eso su estrategia de fusiones funciona pese a los peligros que conlleva esta forma de crecimiento del negocio. Además, su tendencia es a comprar empresas que no cotizan, lo que muchas veces permite profesionalizar la eficiencia y los procesos de la fabricación: algunas de esas empresas sólo funcionaban al 50 por ciento de su capacidad productiva.

La estructura descentralizada de Assa Abloy facilita la integración y permite coordinar simultáneamente múltiples operaciones de compra. Las empresas recién adquiridas enseguida se incorporan a la vasta red de distribución del grupo, de cuya experiencia e innovación se benefician. Las estructuras y procesos productivos de Assa Abloy son objeto de una racionalización constante que responde al crecimiento continuo, y que evoluciona de la fabricación de componentes tradicional a la externalización barata y al montaje automatizado. Este dinamismo se ve claramente en la evolución de su sistema productivo: desde 2006, la empresa ha cerrado 71 fábricas y 39 oficinas y ha convertido otras 84 fábricas en plantas de montaje.

La experiencia añade valor. Comprar cientos de empresas a lo largo de varias décadas produce conocimiento y saber institucional. La probada capacidad para evitar pagar más de la cuenta por las empresas y para integrarlas hace las cosas más predecibles y las correspondientes previsiones más fiables. Aunque emplear la mayor parte del capital de una empresa en adquirir otras puede destruir valor, Assa Abloy demuestra que, si se hace bien,

puede crear prosperidad: su cotización se ha sextuplicado en los últimos diez años. Sus razones para seguir creciendo mediante compras de empresas siguen siendo válidas: aunque es el doble de grande que el segundo fabricante del sector, Assa Abloy sólo domina el 10 por ciento del mercado global.

Pese a sus beneficios potenciales, la compra de empresas es arriesgada y ninguna de las razones antedichas es infalible. Hay pruebas fehacientes que muestran que esas compras menguan el valor de las acciones más que aumentarlo. Incluso buenos negocios —como algunos en los que hemos invertido— han marchado mal. Los gestores no siempre proporcionan a los inversores la información suficiente para que éstos juzguen debidamente la compra que les proponen. Hacen proyecciones que parecen interesantes y dan razones que parecen lógicas. Pero la idea de comprar una empresa suele excitar a los gestores y despertar optimismo, por lo que preferimos ser muy cautelosos.

Factores como la diversificación, la expansión y la rapidez son señales de alarma que suelen acompañar las malas adquisiciones. Desconfiamos especialmente de las compras con las que las empresas se expanden a nuevos terrenos: la relativa falta de experiencia de los gestores y el mal encaje del negocio en los nuevos sectores suelen resultar costosos. (Estamos de acuerdo con lo que dice Peter Lynch de que la mucha diversificación es, en realidad, mala.)<sup>8</sup> Nos oponemos a la idea de «crecer por crecer», sobre todo cuando se pagan bonus a los gestores por criterios que tienen que ver con el tamaño de la empresa, como el de los ingresos brutos o el crecimiento de los beneficios. Y desconfiamos también cuando una empresa compra muchas otras en poco tiempo, porque podría deberse a un deterioro del negocio básico.

8. Véase Peter Lynch, *One Up On Wall Street: How To Use What You Already Know To Make Money In The Market*, Simon & Schuster, Nueva York, 2000. [Versión castellana de Ramón Vilà Vernis, *Un paso por delante de Wall Street*, Deusto, Barcelona, 2015]

## Dividendos y recompra de acciones

El excedente de capital —el dinero que una empresa no necesita para reinvertir en el negocio ni para aprovechar buenas oportunidades— debería repartirse entre los accionistas en forma de dividendos o de recompra de acciones.

Los gestores tienen bastante libertad en esta forma de colocación del capital, por eso nos gustan las empresas que explican claramente su política de recompras y dividendos. Demasiado a menudo las empresas recompran demasiado en momentos de expansión económica, cuando las cotizaciones están altas, y demasiado poco en momentos de depresión económica, cuando las cotizaciones están bajas. Ambas propensiones reducen el valor en lugar de aumentarlo, en el primer caso porque las empresas dan más de lo que reciben y en el segundo porque privan a los accionistas de efectivo en un momento en el que les es particularmente valioso.

En la crisis financiera de 2008, por ejemplo, las empresas redujeron, en general, su recompra de acciones, a la vez que mantenían su nivel de dividendos. Los gestores tendían a acumular capital en lugar de usarlo para recomprar acciones —que es un camino más seguro, aunque menos valioso— porque todo el mundo lo hacía. Esta pauta poco inteligente se da en todas las situaciones económicas, no sólo en aquellas en las que los mercados tienen problemas financieros. Según un estudio del comportamiento de las acciones de Estados Unidos entre 1984 y 2010, «las inversiones en recompras rinden de media unos dos puntos porcentuales al año menos que las inversiones hipotéticas que progresivamente reducen las recompras».<sup>9</sup> Nosotros admiramos a las empresas que son capaces de recomprar ventajosamente sus propias acciones de una manera sostenida, pero, por regla general, las empresas recompran acciones cuando las valoraciones son menos favorables.

9. Véase Alice Bonaime, Kristine Hankins y Bradford Jordan, «The Cost of Financial Flexibility: Evidence from Share Repurchases», <ssrn.com>, 2015.

## Los costes del capital circulante

El capital circulante son los recursos que se invierten a corto plazo para generar ingresos: activos como el inventario y deudas a corto plazo como las cuentas por cobrar. Aunque el inventario y las cuentas por cobrar se conviertan al final en efectivo, hasta ese momento son recursos que están comprometidos en el proceso de producción y venta. Las empresas se ven compensadas en parte por el crédito que les dan sus proveedores, pero la mayoría tiene un capital circulante neto positivo. Entre las empresas europeas, el capital circulante representa un 16 por ciento de las ventas.<sup>10</sup> La carga en forma de capital circulante que tiene una empresa determina muchas veces su capacidad de negociación: aquellas que mejor perfil tienen en este sentido son las que suelen dictar los términos de esas negociaciones.

En las empresas que crecen, los costes asociados al capital circulante aumentan. Crecer significa que hay más dinero en tránsito, en forma de inventario o de deudas no cobradas. Si una empresa compromete el 10 por ciento de las ventas en forma de capital circulante neto, un porcentaje considerable de dinero que podría ir al bolsillo de los inversores no lo hará. La cuestión del capital circulante requerido para crecer es fundamental porque ese capital circulante reduce el flujo de caja y, por tanto, la creación de valor de la empresa. Por eso, las empresas que comprometen poco capital circulante extra con ventas crecientes suelen ser más atractivas.

La mayoría de las empresas deben hacer frente a los costes que supone invertir al menos cierto capital circulante. Las que mejor pueden mitigar el desembolso de dinero son las que producen a bajo coste (menos dinero comprometido en forma de inventario) o funcionan con un rápido volumen de inventario y cuentas por cobrar: aceleran el tiempo de producción y reducen el de cobro. En algunos infrecuentes y atractivos casos el capital circulante es negativo: el capital se guarda en lugar de

10. PWC, *Global Working Capital Review 2013*, p. 26.

invertirse, con lo que es un beneficio en lugar de un coste. Los ejemplos más habituales se dan en aquellos sectores que requieren pagos por anticipado, como los del software y los seguros.