

Diez claves para seleccionar bonos

► ¿Es posible aplicar criterios value a la inversión en renta fija?



Rafael Valera

CEO de Buy&Hold y gestor de Renta Fija

De un tiempo a esta parte ha surgido el debate sobre si es viable aplicar el value investing —o la inversión con sentido común— a la renta fija. Bien es sabido que la gran mayoría de gestores partidarios de esta escuela de pensamiento, iniciada por Benjamin Graham —y que tiene en Warren Buffett, su discípulo más avezado— han dedicado tradicionalmente todas sus energías a invertir en acciones de las compañías. Llegando en los casos más puristas a despreciar la renta fija como un activo con poco valor. Pues bien, no sólo se puede aplicar la filosofía de inversión en valor a la renta fija, si no que no conozco otra forma de hacerlo con éxito, algo que los gestores de Buy&Hold hemos probado con rentabilidades de doble dígito en la última década.

Invertir con sentido común, disciplina y estudio es aplicable a toda la estructura de capital de una compañía, bien sea para comprar sus acciones o sus bonos. Puede que estemos ante compañías con un potencial de valor elevado por el sector en que opere, su equipo directivo, o cualesquiera otras razones; o puede que, simplemente, sea una empresa que hace los deberes y afronta sus pagos de deuda religiosamente. En la primera, quizás compraríamos las acciones, y no la deuda; y en la segunda, haríamos justo lo contrario. En ocasiones, los fundamentales de la compañía, su valoración y entorno aconsejan la compra tanto de las acciones como de los bonos.

Dejando a un lado la deuda soberana, conviene no perder de vista diez claves antes de seleccionar un bono de empresa:

1. Los números básicos de la compañía. Debemos conocer cómo está estructurado el balance de la empresa; entender cómo gana dinero, cuáles son los plazos de cobro y de pago;

qué otras emisiones de deuda mantiene vivas; qué tensiones de tesorería ha arrastrado en el pasado.

2. El sector en que opera. ¿Es una compañía que opera en un sector de elevada competencia en precio?, ¿cuenta con jugadores disruptores que pueden alterar dramáticamente el sector?, ¿cuenta con ventajas competitivas como barreras de entrada para nuevos competidores; barreras de salida para los clientes; poder de fijación de precios, etc?

3. El equipo directivo. ¿Cuenta con un management de probada trayectoria?, ¿cómo han gestionado en el pasado: se han centrado en ganar dinero para el inversor o en acrecentar la compañía sin reparar en la rentabilidad?

4. Inversiones. En nuestro análisis debemos comprobar las inversiones necesarias para cumplir con el plan de negocio, ¿es un sector especialmente intensivo en capital?

5. Deuda/ebitda. ¿Cuánta deuda tiene la compañía en comparación con el beneficio que genera?, ¿cabe la posibilidad de que necesite ampliar capital?, ¿qué ocurre si los tipos bajan?, ¿tiene algún préstamo sindicado la compañía con bancos?

6. Modelo de negocio. Es sostenible el modelo de negocio de la compañía. Si su deuda vence, pongamos, en 2023: ¿seguirá ganando dinero entonces?, ¿puede hacer frente a sus deudas de manera interrumpida?

7. Riesgo regulatorio. La compañía opera en un sector

dependiente de la Administración pública, ¿cómo puede afectar a su capacidad crediticia un cambio en las reglas del juego por parte del sector público?

8. Clientes, proveedores y otros partners. ¿Estamos ante una empresa que cuenta con una base diversificada de clientes? ¿Son solventes sus clientes?, ¿son buenos pagadores? ¿Y sus proveedores?, ¿tiene consultores u otros partners que le aconsejan en su desarrollo?, ¿nos gusta cómo le aconsejan?

9. Accionistas. ¿Cómo son sus accionistas?, ¿es una empresa familiar o cuenta con un accionariado diluido?, ¿pueden pelearse los accionistas?, ¿existe un acuerdo de socios? En caso de ampliación de capital, ¿es probable que acudan?

10. Cotización. ¿A cuanto cotizan sus acciones? ¿Y sus bonos?, ¿tienen liquidez?

En definitiva, la inversión con sentido común implica método, disciplina, análisis y diversificación. Un oficio que sólo dan los años, la experiencia y los mercados.



Jon Frías

Doctor en Economía, profesor de Renta Fija en la Universidad de Zaragoza y profesional de Mercado de Capitales.

Criterios Value: ¿Una parte indivisible de nosotros mismos?

Los criterios de inversión value han llegado para quedarse en la gestión de la renta fija. Pero, ¿qué entendemos por criterios value? Básicamente, es la adquisición de activos que como gestor/inversor crees que han sufrido un castigo excesivo en precio por parte de mercado o que, simplemente, no están correctamente valorados. No deja de ser una apuesta contra una fijación del mercado que, como todos sabemos, se supone engloba toda la información existente y expectativas futuras en cada precio.

Sin embargo, ¿podemos considerar esta forma de actuar como algo nuevo? Ludwig Von Mises, padre de la Escuela Austriaca en el siglo XX ya afirmaba en su imprescindible y genial La Acción Humana: “La gente compra y vende solo porque valora los bienes a los que renuncia menos que los que recibe. (...) Una persona puede atribuir el mismo valor a dos cosas, pero entonces no se producirá ningún intercambio”. Esta es una idea en cierto modo perturbadora aunque resulta difícil rechazar su veracidad, cuando compras algo lo haces porque crees que vale más lo que recibes (en términos de necesidad o reducción de un malestar) que lo que pagas por ello. Incluso cuando ‘malvendes’ algo es, inevitablemente, porque valoras más lo que recibes (dinero, bien-

estar, necesidad de venta, o una combinación de todas ellas) que lo que das. Llevando este análisis a los criterios value, y focalizándolo en la renta fija en su vertiente especulativa, tenemos que cuando adquieres con criterio de precio un bono a una Tir determinada, siempre creerás, aunque no lo hagas conscientemente, que ese nivel de Tir está por encima de dónde realmente debería estar. Por ello, podemos afirmar que los criterios value son inherentes a nuestro comportamiento, los utilizamos constantemente en nuestra vida diaria y son, al menos, tan antiguos como el propio ser humano.

