

Este material ha sido publicado en www.rentamarkets.com/INformacion y tiene carácter meramente divulgativo por lo que no debe considerarse asesoramiento o análisis financiero. El documento no se ha elaborado con sujeción a las disposiciones orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones. Su contenido y uso queda sujeto al AVISO LEGAL contenido en www.rentamarkets.com/INformacion/AvisoLegal

EL PLAZO SUFICIENTE

Cualquier día es bueno para volver a leer *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*, de Bruce Greenwald. Para mí es el mejor libro de Inversión Valor jamás escrito.

En su primer capítulo, Greenwald define la Inversión Valor rescatando las teorías que Graham y Dodd plasmaron en *Security Analysis*:

1. Los precios de las acciones fluctúan constantemente y por lo general de forma aleatoria.
2. El valor de las empresas es mucho más estable que los precios y puede ser estimado, al menos de forma aproximada.
3. Valor y precio son dos realidades distintas que en unas ocasiones coincidan y en otras no.
4. La Inversión Valor es el método de inversión basado en comprar, únicamente, cuando el precio de la acción es muy inferior al valor de la empresa. La diferencia entre valor y precio fue bautizada como *margen de seguridad* por el propio Ben Graham.

Al repasar estos cuatro puntos destaca una ausencia notable: el largo plazo. Curiosa omisión: no hay inversor valor que no se declare largoplacista y, sin embargo, parece que el largo plazo es un añadido posterior a este método de inversión. Hay quien objetará que el largo plazo es consustancial al acto de invertir y que en él radica la diferencia con el acto de especular. No es el caso de Graham, quien afirma: *una operación de inversión es la que, después de un análisis minucioso, ofrece seguridad para el capital principal y un retorno adecuado. Las operaciones que no cumplen con estos requisitos son especulativas.* No hay alusión alguna al plazo de la inversión.

Si nos paramos a pensar en la razón de ser de un inversor, que no es otra que la de ganar dinero, nos daremos cuenta de que, por lo general, cuanto más tiempo mantengamos una inversión en cartera, menor será la rentabilidad anual de la misma. Entonces, ¿por qué los inversores valor decimos ser largoplacistas?

¿Cómo nos relacionamos con el tiempo?

Lo que define a un inversor valor es el aprovechamiento del margen de seguridad, no el plazo de la inversión. El paso del tiempo es una herramienta más de la que disponemos: no es un elemento esencial sino accesorio.

Lo que sí caracteriza a los inversores valor es la paciencia, pues sabemos que hay que esperar a que el tiempo pase para que ocurra una de estas tres cosas:

1. Que la empresa en la que invertimos alcance su nivel óptimo de rentabilidad; es decir, que gane lo que tiene que ganar. En este tipo de operaciones compramos una empresa cuando, por motivos coyunturales, su rentabilidad es inferior a su potencial y gracias a ello sus acciones cotizan por debajo de su verdadero valor. Cuando esos problemas desaparecen y la empresa alcanza su nivel adecuado de rentabilidad, los precios suben y el margen de seguridad desaparece. Es un ejercicio de reversión a la media. Aquí recordamos las palabras de Warren Buffett en su carta a los accionistas de Berkshire de 1991: *los aspectos cíclicos no afectan al valor de una compañía.*

2. Que la empresa en la que invertimos pueda desarrollar todo su plan de inversiones y crezca, lo cual es un proceso más largo que el anterior. Gracias al valor que producirá su nueva capacidad de crecimiento, al completar su plan de inversiones la empresa valdrá más. Esto sólo ocurre cuando invertimos en empresas que gozan de algún tipo de ventaja competitiva. Se trata de empresas que se alejan de la media dado que su valor intrínseco crece. De nuevo Warren nos explica este proceso en su carta anual de 1989: *el tiempo es el aliado de los negocios excelentes y enemigo de los mediocres.*

3. En los casos en los que no esperamos que la rentabilidad de la empresa mejore, ni que su valor aumente, necesitaremos que pase el tiempo para que, simplemente, el margen de seguridad se reduzca. En este caso las dinámicas y la naturaleza de la empresa permanecerán intactas a lo largo de toda nuestra inversión, siendo el precio lo único que cambia. Lo que hace el inversor es comprar barato con la esperanza de que la acción se ponga menos barata. Se trata de un caso de mera ineficiencia del mercado: esas cosillas que tiene Mr. Market.

Donde realmente sí somos largoplacistas es en el alcance de nuestro análisis. Tanto en el primer caso como en el segundo, somos capaces de ver más allá de la realidad de la empresa hoy, para comprender lo que la empresa puede llegar a ser mañana. Para ello estudiamos las dinámicas y los motores de cambio de la compañía, entendiendo cómo y por qué ocurren, así como sus probabilidades de éxito y de fracaso. En el tercer caso ocurre algo similar, pues de la misma forma que una ineficiencia de mercado necesita tiempo para generarse, también necesita tiempo para revertirse. Nuestro análisis es siempre verdaderamente largoplacista.

El impacto del tiempo

Aunque en nuestro análisis somos largoplacistas por convicción, en nuestra operativa lo somos por resignación. Normalmente tiene que pasar tiempo para que el margen de seguridad se estreche. Si tuviéramos la suerte de comprar una empresa y que al día siguiente desapareciera el margen de seguridad, venderíamos sin traicionar los pilares de nuestro método. Pero, lamentablemente, esto no suele pasar.

El tiempo es un peaje que va erosionando la rentabilidad anual de las inversiones. Por este motivo, cuando compramos una empresa del primer y tercer tipo, cuyo valor permanece estable en el tiempo, nuestro deseo es que el plazo de la operación sea el más corto posible. En las compañías del segundo tipo, el incremento del valor de la empresa compensa la erosión causada por el tiempo, ya que cada año ésta vale más. En este caso, estaríamos dispuestos a mantener la empresa en cartera durante más tiempo. Sólo cuando invertimos en empresas de calidad, obtenemos una compensación por el paso del tiempo.

Esto tiene implicaciones decisivas: los inversores en empresas de calidad tienen una menor urgencia por vender frente a los inversores de empresas cíclicas. Sin embargo, una vez que el margen de seguridad de las primeras desaparece, éstas deberán ser vendidas con la misma celeridad que las segundas.

En lo que respecta a las compañías de mala calidad, las que destruyen valor, Warren asegura que el tiempo es su peor enemigo. Dado que su valor se reduce con el tiempo, cuanto más tiempo pase sin liquidar la inversión menor será su rentabilidad anual. Ser inversor de largo plazo en una mala compañía no parece ser la mejor fórmula para ganar dinero en bolsa. Si tuviéramos que comprar una empresa de este tipo, el plazo temporal óptimo para la inversión será el mínimo y mientras que el margen de seguridad exigido tendrá que ser el máximo.

Conclusión

El paso del tiempo es un peaje que los inversores tenemos que asumir con resignación. Dependiendo del tipo de empresa que compremos, existirá una mayor o menor urgencia por vender, sin que ello nos aparte de los principios básicos de la metodología valor. De la misma forma que para un viajero el trayecto recorrido es un medio para alcanzar el destino, que es su fin, para los inversores valor el paso del tiempo es el medio a través del cual alcanzamos nuestro objetivo: el aprovechamiento del margen de seguridad.

Pensar que la Inversión Valor es esencialmente largoplacista es peligroso. El principal riesgo de esta creencia es que alarguemos innecesariamente el plazo de la inversión en compañías que exigen plazos cortos y que acortemos el plazo en compañías que los exigen largos. Es mejor decir que el plazo temporal de un inversor valor es una gran incógnita, determinada únicamente por la existencia del margen de seguridad. Hay veces que tendremos suerte porque el plazo será corto (al invertir en empresas cíclicas) y otras veces tendremos suerte porque el plazo será largo (al invertir en empresas de calidad). En cualquier caso, cuando el margen de seguridad desaparece, sea cuando sea, la empresa ha de desaparecer de nuestra cartera.

Por eso no creo que los inversores valor seamos inversores ni de largo plazo ni de corto, sino que somos inversores... del *plazo suficiente*. Cuidado con los fundamentalismos y las malas interpretaciones.