

CLÁSICOS DEUSTO DE INVERSIÓN Y FINANZAS

BENJAMIN GRAHAM · DAVID L. DODD

SECURITY ANALYSIS

"Tuve la suerte de tener a Graham y Dodd como profesores.
Ellos y este libro me cambiaron la vida."

DEL PRÓLOGO DE
WARREN E. BUFFETT

DEUSTO

Índice

- Portada
- Cita
- Nota a la edición digital
- Prólogo, por Warren E. Buffett
- Prólogo a sexta edición, por Seth A. Klarman: La eterna sabiduría de Graham y Dodd
- Prefacio a la segunda edición
- Prefacio a la primera edición
- Introducción a la sexta edición, por James Grant: Benjamin Graham y Security Analysis: el trasfondo histórico
- Introducción a la segunda edición: Problemas de la política de inversión
- Primera parte: Visión general y enfoque
 - Introducción a la primera parte, por Roger Lowenstein: Lecciones fundamentales
 - Capítulo 1. Ámbito y limitaciones del análisis de productos financieros. Concepto de valor intrínseco
 - Capítulo 2. Elementos fundamentales en el problema del análisis. Factores cuantitativos y cualitativos
 - Capítulo 3. Fuentes de información
 - Capítulo 4. Diferencias entre inversión y especulación
 - Capítulo 5. Clasificación de productos financieros
- Segunda parte: Inversiones de valor fijo.
 - Introducción a la segunda parte, por Howard S. Marks: Desentrañando los bonos
 - Capítulo 6. Selección de inversiones de renta fija
 - Capítulo 7. Selección de inversiones de renta fija: principios segundo y tercero
 - Capítulo 8. Principios específicos para la inversión en bonos
 - Capítulo 9. Criterios específicos para la inversión en bonos (continuación)
 - Capítulo 10. Criterios específicos para la inversión en bonos (continuación)
 - Capítulo 11. Criterios específicos para la inversión en bonos (final)
 - Capítulo 12. Factores especiales en el análisis de bonos de ferrocarriles y suministros públicos
 - Capítulo 13. Otros factores especiales del análisis de bonos
 - Capítulo 14. Teoría de las acciones preferentes
 - Capítulo 15. Técnica de selección de acciones preferentes para invertir
 - Capítulo 16. Income bonds y productos financieros garantizados
 - Capítulo 17. Productos financieros garantizados (continuación)

Capítulo 18. Pactos de protección y remedios para los titulares de productos financieros sénior

Capítulo 19. Pactos de protección (continuación)

Capítulo 20. Medidas de protección de las acciones preferentes. Mantenimiento del capital júnior

Capítulo 21. Supervisión de participaciones de inversión

Tercera parte: productos financieros preferentes de carácter especulativo

Introducción a la tercera parte, por J. Ezra Merkin: Sangre y juicio

Capítulo 22. Emisiones preferentes

Capítulo 23. Características técnicas de los productos financieros preferentes

Capítulo 24. Aspectos técnicos de las emisiones convertibles

Capítulo 25. Productos financieros preferentes con warrants. Emisiones participativas. Gestión de cartera y operaciones de cobertura

Capítulo 26. Productos preferentes de seguridad dudosa

Cuarta parte: Teoría de la inversión de acciones ordinarias. El factor dividendo

Introducción a la cuarta parte, por Bruce Berkowitz: Déjate llevar

Capítulo 27. Teoría de la inversión en acciones ordinarias

Capítulo 28. Nuevos cánones para la inversión en acciones ordinarias

Capítulo 29. El factor dividendos en el análisis de acciones ordinarias

Capítulo 30. Dividendos en acciones

Quinta parte: Análisis de la cuenta de resultados. El factor beneficios en la valoración de las acciones ordinarias

Introducción a la quinta parte, por Glenn H. Greenberg: En busca de la inversión racional

Capítulo 31. Análisis de la cuenta de resultados

Capítulo 32. Pérdidas excepcionales y otras partidas de la cuenta de resultados

Capítulo 33. Manipulaciones para falsear la cuenta de resultados. Ganancias de filiales

Capítulo 34. Relación entre la amortización y gastos similares y la capacidad de beneficio

Capítulo 35. Empresa de servicios públicos. Políticas de amortización

Capítulo 36. Gastos de amortización para el inversor

Capítulo 37. Importancia del registro de beneficios

Capítulo 38. Razones concretas para cuestionar o rechazar los registros de beneficios pasados

Capítulo 39. Price Earnings Ratios (PER) de acciones ordinarias. Ajustes por cambios de capitalización

Capítulo 40. Estructura de la capitalización de la empresa

Capítulo 41. Acciones ordinarias de precio bajo. Análisis de la fuente de beneficios

Sexta parte: Análisis del balance de situación. Implicaciones de los valores de activo

Introducción a la sexta parte, por Bruce Greenwald: Descomponiendo el balance general

Capítulo 42. Análisis del balance. Importancia del valor contable

Capítulo 43. Importancia del activo circulante

Capítulo 44. Las implicaciones del valor de liquidación. La relación entre los accionistas y la dirección

Capítulo 45. Análisis del balance (conclusión)

Séptima parte: aspectos adicionales del análisis financiero. Discrepancias entre el precio y el valor

Introducción a la séptima parte, por David Abrams: La Gran Ilusión de los mercados de valores y el futuro de la inversión en valores

Capítulo 46. Certificados de opción de compra de acciones

Capítulo 47. Coste de financiación y gestión

Capítulo 48. Aspectos de la piramidación de empresas

Capítulo 49. Análisis comparativo de empresas del mismo sector

Capítulo 50. Discrepancias entre precio y valor

Capítulo 51. Discrepancias entre precio y valor (continuación)

Capítulo 52. Análisis de mercado y análisis de productos financieros

Octava parte: Inversión de valores global

Introducción a la octava parte, por Thomas A. Russo: Trotando por el mundo con Graham y Dodd

Apéndice

Acerca de esta edición

Agradecimientos

Sobre los colaboradores

Sobre los autores

Notas

Créditos

Gracias por adquirir este eBook

Visita Planetadelibros.com y descubre una nueva forma de disfrutar de la lectura

¡Regístrate y accede a contenidos exclusivos!

Primeros capítulos
Fragmentos de próximas publicaciones
Clubs de lectura con los autores
Concursos, sorteos y promociones
Participa en presentaciones de libros

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



Explora

Descubre

Comparte

En 1934, BENJAMIN GRAHAM y DAVID DODD cambiaron para siempre la teoría y la práctica de la inversión financiera con la publicación de Security Analysis. El país y, desde luego, el resto del mundo, estaba sumido en la Gran Depresión, un período que provocó una agitación sin precedentes en el mundo de las finanzas. La segunda edición de Security Analysis (1940) está considerada por muchos inversores como la Biblia de los filósofos de la inversión más influyentes de nuestra era.

En el mundo entero, Security Analysis sigue siendo la obra fundamental para profundizar en el análisis de acciones y bonos. Se considera también la Biblia de la inversión en valores. Con motivo del 75 aniversario de Security Analysis, McGraw-Hill se enorgullece de presentar, ahora, esta sexta edición. Además del texto de la edición de 1940, esta ofrece una serie de trabajos prácticos e interesantes escritos por un equipo estelar que incluye a los inversores en valores más importantes de hoy en día, un destacado académico, y prestigiosos periodistas financieros. El resultado es una Biblia contemporánea de las inversiones en valores, con un nuevo diseño que rinde homenaje al diseño original de 1940.

Muchos que ahora han perecido regresarán
Y muchos que ahora son honrados perecerán.

HORACIO, Arte poética



En este icono podrás descargarte algunas de las tablas que aparecen en el libro

Prólogo, por Warren E. Buffett

Hay cuatro libros de mi nutrida biblioteca por los que siento una especial predilección, y todos ellos fueron escritos hace más de cincuenta años. No obstante, seguirían teniendo un enorme valor para mí si los leyera hoy por vez primera; la sabiduría que albergan perdura en sus amarillentas páginas.

Dos de estos libros son primeras ediciones de *La riqueza de las naciones* (1776), de Adam Smith, y *El inversor inteligente* (1949) de Benjamin Graham. El tercero es, precisamente, una copia original de este libro, *Security Analysis* de Graham y Dodd. Estudié con este libro cuando era alumno de la universidad de Columbia en 1950 y 1951 y tuve la suerte de tener a Ben Graham y a Dave Dodd como profesores. Estos dos hombres y su libro *Security Analysis* cambiaron mi vida.

Desde un punto de vista práctico, lo que aprendí por aquel entonces se convirtió luego en el fundamento sobre el cual se cimentaron todas mis decisiones comerciales y de inversión. Antes de conocer a Ben y a Dave, sentía ya una cierta fascinación por el mercado de valores. Antes de comprar mis primeras acciones a la edad de once años —tardé ese tiempo en reunir los 115 dólares necesarios para realizar la adquisición— había leído todos los libros de la biblioteca pública de Omaha que estaban relacionados con la inversión en Bolsa y descubrí que muchos de ellos eran fascinantes e interesantes, pero que ninguno me resultaba realmente de utilidad.

Sin embargo, mi odisea intelectual terminó cuando conocí a Ben y a Dave, primero a través de sus escritos y luego personalmente. Ellos diseñaron una hoja de ruta para inversiones que he estado siguiendo a lo largo de cincuenta y siete años. No he tenido motivos para buscar otro.

Pero más allá de las ideas que Ben y Dave me proporcionaron, estuvo la amistad, el estímulo y la confianza que irradiaron en mí. No les interesaba lo más mínimo lo que un joven estudiante pudiera darles a cambio, simplemente querían brindarme toda la ayuda que estaba a su alcance. Esto es, probablemente, lo que más admiro de estos dos autores. Estaba escrito, desde que nacieron, que serían hombres brillantes; pero ellos, además, eligieron ser amables y generosos.

Los misántropos se habrían sentido confundidos por su conducta. Ben y Dave enseñaron, literalmente, a miles de potenciales competidores, jóvenes que, como yo, estaban dispuestos a comprar valores en oferta o a involucrarse en transacciones de arbitraje, compitiendo directamente con la Graham-Newman Corporation, la compañía de inversiones de Ben. Y más aún, Ben y Dave solían exponer textos y ejemplos actuales de compañías inversoras en sus clases, por lo que, de hecho, hacían prácticamente el trabajo por nosotros. El modo en que se comportaban me dejó una profunda impresión —como en muchos de mis compañeros de clase— al igual que sus ideas. Nos enseñaron no solo cómo invertir con sensatez, sino a vivir sensatamente.

El ejemplar de *Security Analysis* que guardo en mi biblioteca y que utilicé cuando estudiaba en la Universidad de Columbia es el de la edición de 1940. Estoy seguro de que lo he leído por lo menos cuatro veces por lo que, es obvio, que para mí es un libro especial.

Ahora fijémonos, sin embargo, en el cuarto libro que acabo de mencionar, que para mí tiene un valor inestimable. En el año 2000, Barbara Dodd Anderson, la única hija de Dave, me dio el ejemplar de *Security Analysis* que tenía

su padre. Se trata de una edición de 1934 y tiene cientos de notas en los márgenes. Fueron anotadas por Dave mientras preparaba la publicación de la edición revisada de 1940. Ningún regalo ha significado tanto para mí.

Prólogo a la sexta edición, por Seth A. Klarman

La eterna sabiduría de Graham y Dodd

Setenta y cinco años después de que Benjamin Graham y David Dodd escribieran *Security Analysis*, un número considerable de inversores en Bolsa se sienten en deuda con ellos. Graham y David fueron dos pensadores diligentes e inusualmente perspicaces que trataron de poner orden a la inhóspita selva financiera de su tiempo. Encendieron una llama que ha iluminado el camino de los inversores en valores desde entonces. Actualmente, *Security Analysis* sigue siendo una inestimable «hoja de ruta» para los inversores que navegan por esos mercados financieros impredecibles, a menudo volátiles, y a veces traicioneros. Se suele decir que *Security Analysis* es «la Biblia de la inversión en valores» por ser un texto sumamente completo, minucioso y colmado de la sabiduría de la época. A pesar de que muchos de los ejemplos han quedado obsoletos, las lecciones que pueden extraerse de ellos son perennes. Si bien en ocasiones la prosa puede parecer seca, los lectores descubrirán ideas valiosas en prácticamente cada página. Es cierto que los mercados financieros han evolucionado enormemente desde 1934, pero el enfoque de Graham y Dodd sobre la inversión sigue siendo, hoy en día, de una extraordinaria aplicabilidad.

La inversión en valores actual, como en la época de Graham y Dodd, es comprar títulos o activos financieros por menos de lo que valen, es decir, el famoso dólar a cincuenta centavos. Invertir en valores de precio reducido ofrece un «margen de seguridad», un espacio para el error, la imprecisión, la mala suerte, o las vicisitudes de la econo-

mía y el mercado de valores. Pese a que algunos podrían considerar erróneamente que la inversión en valores es una herramienta mecánica para identificar oportunidades, en realidad se trata de una filosofía de inversión que hace hincapié en la necesidad de llevar a cabo un análisis profundo, perseguir resultados a largo plazo, limitar el riesgo, y resistirse a la psicología de masas.

Hay muchas personas que desean invertir en Bolsa para ganar dinero rápidamente, pero esta mentalidad lleva implícita cierta especulación, en vez de una propia voluntad de invertir, y se basa en la esperanza de que los precios de las acciones suban al margen de su capitalización. Por lo general, los especuladores consideran las acciones trozos de papel con los que comerciar, y los separan erróneamente de la realidad comercial y los criterios de valoración. Los enfoques especulativos —que prestan muy poca o ninguna atención al riesgo depreciativo— son especialmente populares en los mercados emergentes. En épocas de prosperidad, muy pocos inversores conservan rigor suficiente como para ceñirse a los estrictos estándares de valoración y prevención del riesgo, sobre todo cuando la mayoría de los inversores que abandonan estos estándares planteamientos se enriquecen en un abrir y cerrar de ojos. A fin de cuentas, es muy fácil confundir el talento con la dinámica de un mercado al alza.

En los últimos años, algunas personas han tratado de ampliar la definición de «inversión» para referirse a cualquier activo que haya aumentado su valor (o lo aumente en un futuro próximo) y su precio: obras de arte, sellos insólitos o una bodega. Puesto que estos artículos no tienen un valor fundamental comprobable, no generan un *cash flow* presente ni futuro, y por lo tanto su valor depende por completo del capricho de los compradores; por ello se convierten en artículos especulativos y no en inversiones.

A diferencia del afán del especulador por obtener rápidos beneficios, los inversores en valores demuestran su aversión al riesgo en su lucha por evitar las pérdidas. Para un inversor que evita el riesgo, el beneficio percibido de una ganancia se sopesa con el coste percibido de una pérdida por un valor equivalente. Cuando todos hayamos acumulado un mínimo de capital, el beneficio adicional de ganar más suele verse eclipsado por el temor de tener menos.¹ Imaginemos de qué modo responderíamos ante la propuesta de tirar una moneda al aire que duplicara nuestro valor neto o lo anulara por completo. Si se quiere evitar el riesgo, casi todas las personas optarían por rechazar educadamente dicha propuesta. El temor al riesgo es una característica inherente en la naturaleza humana. Sin embargo, muchos prefieren no hacer caso a esta tendencia y no les importa el riesgo cuando escuchan el canto de las sirenas de la especulación bursátil.

Los inversores en valores no consideran los títulos de Bolsa instrumentos especulativos sino una participación patrimonial en la base subyacente de un negocio o bien una fracción de su deuda. Dicha orientación resulta clave para entender la inversión en valores. Cuando se ofrece una pequeña parte de un negocio a un precio reducido, resulta de gran utilidad valorarlo como si todo el negocio se pusiera a la venta. Esta medida analítica ayuda a los inversores en valores a centrarse en su afán por obtener resultados a largo plazo en lugar de buscar la rentabilidad de sus anotaciones diarias de transacciones en el parque.

La raíz de la filosofía de Graham y Dodd reside en el principio de que los mercados financieros son, en última instancia, los creadores de oportunidades. A veces los mercados tasan correctamente los títulos y valores, pero en otras ocasiones no es así. De hecho, a corto plazo, el mercado puede ser bastante ineficaz, y registra notables variaciones entre el precio y el valor subyacente del producto. Los movimientos inesperados, un crecimiento de la incerti-

dumbre y los flujos de capital pueden reforzar la volatilidad del mercado a corto plazo con unos precios que sobresalgan en ambas direcciones.² Según Graham y Dodd: «La cotización [de un valor] suele ser un elemento esencial, de modo que una acción [...] pueda contar con un mérito de inversión a un nivel de cotización pero no en otro». Graham nos enseña que las personas que consideran el mercado como una especie de balanza —un tasador preciso y eficiente de valor— forman parte del grupo de inversores que se deja llevar por las emociones. Sin embargo, los que consideran el mercado como una máquina de votar —un concurso de popularidad motivado por los sentimientos— estarán mejor posicionados para aprovecharse adecuadamente de las oscilaciones del sentir del mercado.

Si bien a veces parece que cualquiera puede ser un inversor en valores, las características esenciales de este tipo de inversor —paciencia, disciplina y cautela ante el riesgo— pueden estar determinadas genéticamente. Cuando uno conoce este tipo de actividad, o vibra con él o no. O eres capaz de ser paciente y disciplinado o no. Como afirmó Warren Buffett en su famoso artículo «Superinversores de villa Graham y Dodd»: «Resulta extraordinario que la idea de comprar billetes de dólar por cuarenta centavos tenga la capacidad de captar de inmediato o no la atención de las personas. Es como las vacunas. Si no despierta el interés de una persona, puedes hablarle de eso durante años, mostrarle informes, pero no servirá de nada».^{3, 4} Si *Security Analysis* zumba en tus oídos —si puedes resistirte a la especulación y cruzarte de brazos de vez en cuando— entonces es que sientes una cierta predisposición hacia la inversión en valores. Si no es así, este libro te ayudará, al menos, a entender dónde encajas en el variado panorama de las inversiones, lo que te permitirá comprender la mentalidad de la comunidad que invierte en valores.