

BENJAMIN GRAHAM

AUTOR DEL BESTSELLER *EL INVERSOR INTELIGENTE*

LOS
PRIMEROS
ESCRITOS
DEL PADRE
DE LA
INVERSIÓN

INVERTIR SEGÚN BENJAMIN GRAHAM

EDITADO POR RODNEY G. KLEIN

COMENTADO POR DAVID M. DARST

DEUSTO

Invertir según Benjamin Graham

BENJAMIN GRAHAM

Artículos compilados por Rodney G. Klein

Comentarios de David M. Darst

Traducción de Javier Lorente Puchades



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Benjamin Graham on Investing*

© 2009 by McGraw-Hill LLC. All rights reserved

© de la traducción: Javier Lorente Puchades, 2010

© Centro de Libros PAFP, SLU, 2022

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAFP, SLU

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3361-2

Depósito legal: B. 5.656-2022

Primera edición: mayo de 2022

Preimpresión: Pleka, scp

Impreso por Huertas Industrias Gráficas, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro está calificado como **papel ecológico** y procede de bosques gestionados de manera **sostenible**.

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 o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Prefacio , por Rodney Klein	15
--	----

PRIMERA PARTE

Septiembre de 1917 – Septiembre de 1918

Introducción a la Primera parte , por David Darst	21
--	----

1. Algunos datos curiosos sobre las cotizaciones de los bonos	31
Emisiones basadas en razonamientos ilógicos — Errores de los inversores — Anomalías en los bonos extranjeros	
2. Valoración de los certificados de Great Northern Iron Ore	39
Cálculo basado en las operaciones de 1914 y 1916 — Vida útil de las minas — Comparación con pórfidos — Una opinión sobre el precio de mercado actual	
3. Dificultades y logros de Inspiration Copper en 1917	49
Valoración del mineral y de las acciones en relación con los costes, beneficios e impuestos de guerra	
4. Nevada Consolidated, el resurgir del fénix	59
Una mina exhausta que se niega a morir — Cambios en el balance — Perspectivas de inversión en sus acciones	

5. Los secretos del capital invertido (I)	67
Los activos tangibles deducidos a partir de la reserva para impuestos de guerra — Valor real y valor en libros	
6. El gran misterio del impuesto del acero.	
Los secretos del capital invertido (II)	77
Las distintas etapas del impuesto sobre el acero — Otras acciones de acero y equipos — Reservas de impuestos excesivas e insuficientes	

SEGUNDA PARTE

Septiembre de 1918 – Enero de 1919

Introducción a la Segunda parte , por David Darst	91
7. American Agricultural Chemical y Virginia-Carolina Chemical	99
¿Se ha vendido más de la cuenta? — Causas de la preeminencia de American Agricultural Chemical — Los fertilizantes como valor seguro en tiempos de guerra y de paz	
8. Inversiones seguras y de gran rentabilidad	111
Algunos prejuicios infundados dan pie a buenas oportunidades — Ejemplos de productos seguros, al 6 por ciento y que pueden dar beneficios de hasta diez puntos — Relación de bonos y acciones preferentes y comunes	
9. Activos ocultos de Consolidated Gas	123
¿Volverán a venderse las acciones a 150 dólares? — Ganancias y activos del grupo — Análisis de los bonos	
10. Gangas en el mercado de bonos	133
Acciones ferroviarias a buen precio — Algunos bonos industriales baratos — Peerless al 6 por ciento — El misterio de la inversión	

TERCERA PARTE

Abril de 1919 – Diciembre de 1924

Introducción a la Tercera parte , por David Darst	145
--	-----

11. Acciones industriales preferentes de gran atractivo	175
La importancia de la exención fiscal — Mejoras recientes en los modelos de inversión — Elementos que deben tenerse en cuenta al valorar un producto — Acciones industriales más recomendables	
12. Northern Pacific toma la delantera a Great Northern . .	185
Dos empresas en competición — Análisis de ciertas peculiaridades financieras y físicas — Activos ocultos de Northern Pacific — Una preferente que no lo es tanto	
13. Las acciones de una cadena de establecimientos comerciales que han pasado desapercibidas	195
Los discretos méritos de McCrory — El atractivo de su bajo precio — Análisis comparativo con sus rivales más directos	
14. El arte de la cobertura	205
Beneficios máximos y pérdidas mínimas — Los títulos convertibles como medio de cobertura — Operaciones seguras en un mercado peligroso	
15. ¿Cuál es la mejor acción azucarera?	215
La buena situación de la materia prima en el mercado — Análisis comparativo de cinco acciones — Importancia de la estructura de capitalización y de la eficiencia operativa	
16. El «colapso» de American International	225
Grandes expectativas que acabaron por frustrarse — ¿Resultan baratas las acciones a 42 dólares? — Hechos y cifras sobre la empresa y sus filiales	
17. La reestructuración de Goodyear	237
Insolvencia oficiosa causada por una expansión a destiempo — A un desastre repentino le sucede un crecimiento maravilloso — Detalles sobre la reestructuración propuesta y discusión sobre las perspectivas de la compañía	
18. ¿Resulta barata United Drug a 53 dólares?	249
Factores de la caída desde los 83 dólares	
19. Oportunidades para especular con acciones de compañías ferroviarias	261
Nuevas condiciones que afectan a los valores ferroviarios — Un intento de calcular su rentabilidad futura — Descripción detallada de seis acciones	

20. Aritmética y valores de mercado	273
La estructura de capital y sus efectos sobre la rentabilidad — Resultados mágicos con un sencillo juego de manos — Poseer una empresa en margen	
21. Diálogo sobre los bonos	285
o Todo lo que un pequeño inversor debería saber (Entremés financiero con moraleja)	
22. La disolución de Reading	295
Un problema para los accionistas — Rentabilidad antes y después de la disolución — Ciertas cuestiones acerca de las minas de carbón	
23. Cómo aplicar la teoría del canje de títulos a casos concretos	307
Un estudio práctico sobre los méritos relativos de diferentes acciones que pueden encontrarse en el mercado	
24. Ocho acciones fuera de lo habitual	323
Acciones respaldadas por activos líquidos o equivalentes — Emisiones que no tienen por delante bonos ni preferentes — Un grupo insólito de títulos muy interesantes	
25. Ocho acciones a bajo precio y con buenas perspectivas a largo plazo	341
Dos tipos de «acciones baratas» — Análisis de ocho títulos muy interesantes — Diferencias entre especulación inteligente y apuestas arriesgadas	
26. Seis gangas en acciones de bajo precio que pagan dividendos	357
Oportunidades muy rentables para inversores	
27. Reading, la bella durmiente del mercado de valores	369
Unos resultados excepcionales ensombrecidos por unas comparaciones desacertadas — Datos de inversión y posibilidades de especulación	
28. Una sencilla prueba para determinar el valor de las acciones ferroviarias preferentes	377
Algo que los inversores deberían saber — Consejos y advertencias	

CUARTA PARTE
Enero de 1925 – Enero de 1927

Introducción a la Cuarta parte , por David Darst	393
29. Una relación muy diversificada de acciones a bajo precio	409
Siete acciones que cotizan a menos de 25 dólares, pagan dividendos, resultan muy recomendables por sus beneficios inmediatos y tienen grandes perspectivas a largo plazo	
30. ¿Se ha maltratado a los accionistas de Chesapeake & Ohio?	419
Análisis de la fusión con Van Sweringen — Beneficios de las empresas implicadas en comparación con los precios de sus acciones	
31. Efecto de las fusiones en el sector ferroviario sobre la cotización de las acciones	431
Cómo se están resolviendo los problemas relacionados con los procesos de fusión	
32. Unas gangas no demasiado emocionantes pero muy provechosas	443
Algunos ejemplos de las oportunidades que brinda el mercado	
33. Una victoria para el pequeño accionista	457
Defectos graves del plan Van Sweringen — Consecuencias de la fusión — Valor de Chesapeake & Ohio, Erie y Pere Marquette	
34. El enigma del valor contable de U. S. Steel	469
¿Una ganancia de 280 dólares por acción? — Activos y beneficios — Características principales de la industria siderúrgica	
35. Señor inversor, ¿sabe cuándo el pago periódico de un dividendo le beneficia y cuándo le perjudica?	483
36. Una nueva era en la selección de acciones	495
Lecciones aprendidas en 1926 que pueden resultar valiosas en 1927	
Índice analítico	511

Algunos datos curiosos sobre las cotizaciones de los bonos

Emisiones basadas en razonamientos ilógicos — Errores de los inversores — Anomalías en los bonos extranjeros

Al igual que el policía de los relatos de Barrie, se supone que la prueba del mercado es «infalible». Los economistas se imaginan a miles de vendedores y compradores reunidos en la plaza, dispuestos a poner a prueba su ingenio y establecer el precio correcto para cada artículo. En el mercado de valores, los datos del teletipo van a misa, ya que a menudo se considera que los precios determinan los valores y no al contrario.

Si bien los mercados suelen comportarse de manera correcta, no se les puede exigir que sean infalibles. Aunque se dan movimientos caprichosos tanto en las cotizaciones de acciones como en las de bonos, estas últimas se prestan más al estudio en la medida en que las comparaciones directas resultan más sencillas, sobre todo cuando se comercializan dos emisiones de la misma empresa. El reciente reajuste universal de los precios de los bonos ha causado más discrepancias de las habituales, de ahí que los inversores dispongan de más oportunidades de cambiar sus valores de cartera por otros «igual de buenos» que les deparen un rendimiento mayor. Algunas de esas anomalías se analizarán en los párrafos siguientes.

Consideremos en primer lugar el caso de Lorillard al 7 por ciento y Lorillard al 5 por ciento, con vencimientos en 1944 y 1951, respectivamente. Los primeros tienen prioridad sobre los

segundos a la hora de reclamar los activos de la compañía, y cotizan sobre la par a 118, con una rentabilidad del 5,62 por ciento, mientras que los segundos están a la par y por tanto rinden un 5 por ciento.

Un error de inversión

En este caso, la diferencia entre unos valores y otros es del 0,62 por ciento. Además, los Lorillard al 7 por ciento son una emisión más pequeña y a un plazo más corto. Tal diferencia se debe al prejuicio que suele haber en contra de los bonos que se venden con una prima de emisión alta. El inversor, en un principio, imagina que si paga 1.180 dólares por un bono de 1.000, perderá 180 dólares. Tal razonamiento entraña un error que resultará más claro con un sencillo ejemplo. De invertir esa cantidad en los bonos más recientes, a un 5 por ciento, se obtendría tan sólo un beneficio anual de 59 dólares por una inversión de 1.180 dólares. Sin embargo, en el caso que se opte por los Lorillard al 7 por ciento, este ingreso sería de 70, es decir, 11 más cada año, que se acumularía y que, al terminar el plazo y *sin contar los intereses*, ascendería a un total de 300, es decir, 120 dólares una vez descontada la prima abonada. Si se añaden además los intereses, la ganancia por encima de los bonos al 5 por ciento será aún mayor.

El caso inverso

El caso contrario, por lo que respecta a este prejuicio contra las primas de emisión, puede verse, por ejemplo, con los bonos convertibles al 4,5 por ciento de Baltimore y Ohio y los de Refunding and General al 5 por ciento, con vencimiento en 1933 y 1995, respectivamente. A pesar de que *ambas emisiones están respaldadas por la misma hipoteca*, los primeros, vendidos a 87,50 dólares, aportan un beneficio del 5,7 por ciento, y los segundos, a 96,75 dólares, de tan sólo el 5,16 por ciento. Se trata de la di-

ferencia más notable, pues los bonos al 4,5 por ciento poseen un privilegio de conversión que los hace más valiosos. Cabe tener en cuenta, además, que vencen mucho antes, lo cual aporta una mayor estabilidad al mercado, y que existe un número limitado de títulos en circulación, mientras que los Refunding al 5 por ciento pueden incrementarse, en principio, de manera indefinida, de hecho, estos últimos habrán de sustituir a los emitidos al 4,5 por ciento en futuras emisiones.

La causa de tal diferencia quizá sea doble. En primer lugar, los inversores parecen preferir un cupón del 5 por ciento antes que cualquier otro. Se trata de una decisión en extremo ilógica, ya que un cupón del 4 por ciento sobre un bono de 80 bajo la par no es menos atractivo que otro del 5 por ciento aplicado a un título a la par. Además, el público suele pasar por alto la parte del beneficio que representa la cuota de rescate a la par de un bono comprado al descuento. El argumento más habitual en estos casos se basa en el hecho de que no esperan mantener el bono hasta su vencimiento y no pueden contar con recibir el valor a la par.

Este tipo de razonamiento es erróneo porque no es necesario mantener un bono hasta la fecha de vencimiento para recuperar por lo menos parte del descuento. Año tras año, a medida que se acerca el vencimiento, la cotización del bono se aproxima más a la par —a menos que el beneficio aumente a causa de ciertas condiciones—. En el caso de los títulos a largo plazo, el adelanto anual es casi imperceptible, pero a corto o medio plazo la diferencia es notable. De ahí que, en el caso de los convertibles 4,5 por ciento de Baltimore y Ohio, la diferencia de 12 puntos respecto a la par se distribuirá a lo largo del relativamente corto plazo de trece años, constituyendo una mejora sustancial del beneficio.

El rasgo más peculiar de este asunto reside en el hecho de que el mismo inversor que ignora por completo el beneficio adicional contenido en la cuota de rescate se opone de manera tajante a comprar bonos con prima de emisión. Está obsesionado con la idea de que los 180 dólares extra que debe abonar por los Lorillard al 7 por ciento desaparecerán en 1941 y apenas cae en

la cuenta de que, en 1933, podrá recuperar los 120 abonados por los convertibles 4,5 por ciento de Baltimore y Ohio.

De hecho, el beneficio proporcionado por estos títulos comprados a 87,50 dólares, tomado en conjunto, es prácticamente el mismo que el obtenido por los bonos de General al 5 por ciento. Además, existen las otras ventajas, ya descritas, que los convierten en un valor mucho más atractivo, incluso si se prescinde del factor descuento.

Los nuevos bonos de Baltimore y Ohio a dos años, asegurados a un 120 por ciento en títulos reembolsables al 5 por ciento, proporcionan un 5,73 por ciento, un porcentaje algo mayor si se los compara con los de largo plazo, que tan sólo ofrecen un 5,17 por ciento. Sus garantías son tan buenas como los bonos con vencimiento en 1995 y, dadas las oscilaciones del mercado, poseen un precio muy estable gracias precisamente a su rápido reembolso a la par.

Los títulos de Saint Paul

Una situación casi idéntica a las de Baltimore y Ohio es la que presentan los bonos convertibles al 4,5 por ciento de Chicago, Milwaukee y Saint Paul con vencimiento en 1932 y los bonos al 5 por ciento, convertibles en 2014. Los primeros se venden a 88,25 dólares y ofrecen un beneficio del 5,65 por ciento, mientras que los segundos, a un plazo mucho más largo, cuestan 97,25 y rinden tan sólo un 5,14 por ciento. Todos están asegurados por la misma hipoteca y, en este caso, pueden canjearse por acciones ordinarias a la par. Los bonos al 5 por ciento de 2014 tienen ciertas ventajas, ya que el privilegio de conversión se prolonga hasta 1926, cuatro años más que los emitidos con vencimiento en 1932. Sin embargo, este rasgo quizá quede compensado en la medida en que estos últimos poseen una amortización más temprana y circulan en un número mucho más limitado. Además, el hecho de que generen casi un 0,5 por ciento más los convierte en un producto muy atractivo.

Existen asimismo otros tres tipos de títulos emitidos por

Saint Paul que, pese a estar respaldados por la misma hipoteca, no son convertibles: el bono al 4,5 por ciento para 2014, a 93,50 dólares y con una rentabilidad del 5,39 por ciento; el bono al 4 por ciento para 1934, a 84 dólares (5,45 por ciento); y el bono al 4 por ciento para 1925, a 89,25 dólares (5,65 por ciento).

Otras diferencias

Los bonos emitidos para las recientes obras de remodelación de las carreteras de Saint Louis, San Francisco, Marquette y Missouri-Pacific presentan diferencias similares pese a contar con la misma hipoteca. En el caso de los títulos al 4 por ciento y el 5 por ciento para San Francisco, ambos con vencimiento en 1950, los primeros se comercializan a 61 dólares y ofrecen un 7,05 por ciento de beneficio, mientras que los segundos cuestan 80 y no pasan del 6,48 por ciento —es decir, un 0,53 por ciento menos—. No obstante, para ser exactos, los bonos al 4 por ciento devuelven sólo un 6,57 por ciento y los que están al 5 por ciento, el 6,25 por ciento.

Tal disparidad se debe probablemente a la mayor cantidad de títulos al 4 por ciento en circulación, si bien este detalle explica la variación, pero no la justifica. De hecho, el número de bonos al 4 por ciento para Pere Marquette con vencimiento en 1956 es algo menor que en el caso de los bonos al 5 por ciento y los primeros salen a 71 dólares con un 5,92 por ciento y los segundos, a 88 dólares con un 5,76 por ciento.

Los títulos al 5 por ciento de Missouri-Pacific presentan una diferencia aún más llamativa. La emisión se ha dividido en tres series, con vencimientos en 1923, 1926 y 1965, respectivamente. Cabría suponer que los bonos a corto plazo se venderían a un precio menor —por ejemplo, los bonos al 5 por ciento de Baltimore y Ohio de 1918 rinden sólo un 5,12 por ciento frente a los de 1919, que ascienden hasta un 5,73 por ciento—. Sin embargo, los títulos de Missouri-Pacific al 5 por ciento para 1923, vendidos a 94,25 dólares, proporcionan un beneficio del 6,15 por ciento, mientras que los de 1926, cuestan 91,50 dólares, y dan un 6,22

por ciento, y los de 1965, al canjearse a un plazo mucho mayor, salen a 90 dólares y no ofrecen más que un 5,6 por ciento.

Un simple análisis permite entrever hasta qué punto la situación resulta absurda. En 1923, el vencimiento más corto debe ser amortizado a la par, una apreciación de seis puntos. Si los títulos para 1965 se comercializan sobre una base del 5,6 por ciento, tan sólo se habrá ganado medio punto durante esos seis años. Para igualar la ventaja respecto a la emisión de 1923 habrá que venderlos a 96 dólares, lo cual sólo es posible si se parte de un 5,25 por ciento.

Por otra parte, conviene mencionar también que existe una tercera emisión de bonos al 4 por ciento de Missouri-Pacific, prorrogada hasta 1938, con una hipoteca sobre la anterior, cuyo precio de salida es de 80 dólares y su porcentaje de beneficio, del 5,62 por ciento.

Asimismo resulta interesante observar que las obligaciones al 5 por ciento de General Electric de 1952 se venden a 103 dólares con un rendimiento del 4,82 por ciento, a pesar de que existe otra emisión, la de bonos al 6 por ciento, con vencimiento en 1920, que ofrece un 5,7 por ciento sobre su precio actual de 100,75 dólares. En el sector de los servicios públicos, tampoco se puede perder de vista el 5,37 por ciento de los títulos al 4 por ciento de American Telephone and Telegraph de 1929, comercializados a 88 dólares, sobre todo si se los compara con los bonos al 5 por ciento a 98,75 dólares, con fecha de 1946 y un 5,12 por ciento de beneficio. Los primeros poseen además la ventaja de ser aceptados en las cajas de ahorro de algunos estados de Nueva Inglaterra.

Los bonos New York Central Consolidation al 4 por ciento

Entre los bonos de compañías ferroviarias, cabe destacar los de New York Central Consolidation al 4 y el 4,5 por ciento, con vencimiento en 1988 y 2013, respectivamente. Los primeros poseen ciertas ventajas frente a los segundos, ya que se ha autorizado

una emisión más limitada y poseen unas condiciones más atractivas: 77 dólares de salida y un 5,24 por ciento de beneficio frente a los 93,75 dólares y un 4,82 por ciento para estos últimos.

Del mismo modo, conviene tener en cuenta los Norfolk and Western General al 6 por ciento para 1931, comercializados a 88 dólares con un beneficio del 4,56 por ciento y basados en los bonos al 4 por ciento para 1996, a 112,87 dólares y con el 4,72 por ciento.

Finalmente, y entrando ya en el terreno de la deuda extranjera, no está de más considerar el caso de los bonos japoneses para 1925. Se han emitido dos series. La segunda se basa en las ganancias derivadas del monopolio estatal del tabaco. Ambas se venden al mismo precio, si bien la primera parece haber tenido menos éxito que la segunda. El hecho no deja de ser extraño, ya que los bonos cubanos al 5 por ciento emitidos en 1914, basados como los de 1904 en los derechos de aduanas, cotizan seis puntos por debajo de los precedentes.

Un caso interesante

Hasta cierto punto, la diferencia más interesante en todo lo visto hasta ahora está en los bonos japoneses al 4,5 por ciento con «Estampillado alemán», cuya cotización se encuentra siete puntos por debajo de los títulos convencionales. Aunque estos títulos fueron anteriormente propiedad de súbditos alemanes, reciben el mismo trato que el resto de obligaciones emitidas en lo que al pago de intereses se refiere, si bien no suelen incluirse en las compras del fondo de rescate. El pago puntual del capital principal y de los intereses está de sobra garantizado, incluso cuando los acreedores pertenecen a países hostiles, una cuestión que, de hecho, no merece tenerse en cuenta, ya que estos títulos son ahora propiedad de ciudadanos estadounidenses.

Un escrutinio esmerado de la lista de bonos quizá desvelase otras tantas peculiaridades, similares a las analizadas. El artículo se ha limitado a algunas cuestiones de interés general y espero que resulte útil a la hora de sugerir a los inversores de aquí y

de allá la posibilidad de realizar transacciones más ventajosas. Son tiempos estos de cambios vertiginosos en las cotizaciones. Quien se halle en posesión de varios títulos debería estar al tanto de todo cuanto afecte a su cartera de valores para modificarla, sin perder ni un minuto, en el momento en que se presente la oportunidad.