

BENJAMIN GRAHAM

AUTOR DEL BESTSELLER *EL INVERSOR INTELIGENTE*

Y

DAVID DODD

«TENER A
GRAHAM Y A DODD
DE PROFESORES
Y LEER ESTE LIBRO
CAMBIARON
MI VIDA.»
WARREN BUFFETT

SECURITY ANALYSIS

PRÓLOGO DE WARREN BUFFETT
INTRODUCCIÓN DE SETH KLARMAN

TRADUCCIÓN DE CRISTINA DE OLANO

DEUSTO

Security analysis

BENJAMIN GRAHAM
DAVID L. DODD

Traducción de Cristina de Olano



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Security Analysis*

© 2009, 1988, 1962, 1951, 1940, 1934 by McGraw-Hill Companies, Inc.

© Benjamin Graham y David L. Dodd

© de la traducción: Cristina de Olano, 2023

© Centro de Libros PAPP, SLU, 2023

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

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Primera edición: octubre de 2023

Depósito legal: B. 15.176-2023

ISBN: 978-84-234-3642-2

Preimpresión: David Pablo

Impreso por CPI Black Print

Impreso en España - *Printed in Spain*

La lectura abre horizontes, iguala oportunidades y construye una sociedad mejor. La propiedad intelectual es clave en la creación de contenidos culturales porque sostiene el ecosistema de quienes escriben y de nuestras librerías. Al comprar este libro estarás contribuyendo a mantener dicho ecosistema vivo y en crecimiento. En **Grupo Planeta** agradecemos que nos ayudes a apoyar así la autonomía creativa de autoras y autores para que puedan seguir desempeñando su labor.

Dirígete a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesitas fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puedes contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.



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

Sumario

Prólogo, por Warren E. Buffett.....	11
Introducción, por Seth A. Klarman:	
La eterna sabiduría de Graham y Dodd	13
Prefacio a la segunda edición	39
Prefacio a la primera edición	41
Introducción a la sexta edición, por James Grant:	
Benjamin Graham y <i>Security analysis</i> : el contexto histórico.....	43
Introducción a la segunda edición:	
Problemas de la política de inversión.....	61

PRIMERA PARTE

Estudio y enfoque

Introducción a la primera parte, por Roger Lowenstein:	
Lecciones fundamentales	81
1. Alcance y limitaciones del análisis de valores.	
Concepto del valor intrínseco.....	103
2. Elementos fundamentales en el problema del análisis.	
Factores cuantitativos y cualitativos	119

3. Fuentes de información	135
4. Diferencias entre inversión y especulación	147
5. Clasificación de los valores.	161

SEGUNDA PARTE

Inversiones en renta fija

Introducción a la segunda parte, por Howard S. Marks:

Descifrando los bonos	171
6. Selección de inversiones en renta fija	189
7. Selección de inversiones en renta fija: segundo y tercer principio	205
8. Normas específicas para la inversión en bonos.	221
9. Normas específicas para la inversión en bonos (continuación)	233
10. Normas específicas para la inversión en bonos (continuación)	253
11. Normas específicas para la inversión en bonos (conclusión) . . .	265
12. Factores especiales en el análisis de los bonos de ferrocarriles y servicios públicos	279
13. Otros factores especiales del análisis de bonos.	303
14. Teoría de las acciones preferentes	311
15. Técnica de selección de acciones preferentes para la inversión	325
16. Bonos de ingreso y títulos garantizados	339
17. Títulos garantizados (continuación)	353
18. Cláusulas de protección y recursos para los tenedores de títulos sénior	371
19. Cláusulas de protección (continuación)	387
20. Disposiciones protectoras de las acciones preferentes. Mantene- nimiento del capital subordinado.	401
21. Supervisión de las sociedades de inversión	417

TERCERA PARTE

Títulos sénior de carácter especulativo

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

Sangre y juicio	429
22. Emisiones privilegiadas	453
23. Características técnicas de los títulos sénior privilegiados	465
24. Aspectos técnicos de las emisiones convertibles	481

25. Títulos sénior con <i>warrants</i> . Emisiones participativas. Canje de valores y cobertura	493
26. Títulos sénior de dudosa seguridad	507

CUARTA PARTE

**Teoría de la inversión en acciones ordinarias.
El factor dividendo**

Introducción a la cuarta parte, por Bruce Berkowitz:	
Déjate llevar	525
27. Teoría de la inversión en acciones ordinarias	535
28. Nuevos cánones de la inversión en acciones ordinarias	555
29. El factor dividendo en el análisis de acciones ordinarias	567
30. Dividendos en acciones	587

QUINTA PARTE

**Análisis de la cuenta de resultados. El factor de los beneficios
en la valoración de las acciones ordinarias**

Introducción a la quinta parte, por Glenn H. Greenberg:	
En busca de la inversión racional	603
31. Análisis de la cuenta de resultados	617
32. Pérdidas excepcionales y otras partidas especiales de la cuenta de resultados	635
33. Manipulaciones para falsear la cuenta de resultados. Ganancias de las filiales	647
34. Relación de la depreciación y gastos similares con la rentabilidad	667
35. Políticas de depreciación de los servicios públicos	689
36. Gastos de amortización por parte del inversor	707
37. Importancia del registro de ganancias	739
38. Razones específicas para cuestionar o desestimar el historial	755
39. Ratio precio-beneficio de acciones ordinarias. Ajustes por cam- bios en la capitalización	765
40. Estructura de la capitalización	779
41. Acciones ordinarias de bajo precio. Análisis de la fuente de ingresos	793

SEXTA PARTE

**Análisis del balance de situación.
Implicaciones del valor de los activos**

Introducción a la sexta parte, por Bruce Greenwald:	
Deconstruyendo el balance general	811
42. Análisis del balance de situación. Importancia del valor con- table	823
43. Importancia del valor del activo corriente	837
44. Implicaciones del valor de liquidación. Relaciones de los accio- nistas con la dirección	855
45. Análisis del balance de situación (conclusión)	873

SÉPTIMA PARTE

**Otros aspectos del análisis de valores.
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 valor	901
46. Certificados de opción de compra de acciones	917
47. Coste de financiación y gestión	931
48. Aspectos de la pirimidación empresarial	943
49. Análisis comparativo de empresas del mismo sector	955
50. Discrepancias entre el precio y el valor	973
51. Discrepancias entre el precio y el valor (continuación)	995
52. Análisis de mercado y análisis de valores	1005

OCTAVA PARTE

Inversión en valor global

Introducción a la octava parte, por Thomas A. Russo:	
Viajando por el mundo con Graham y Dodd	1023
Apéndice	1035

Alcance y limitaciones del análisis de valores. Concepto del valor intrínseco

El análisis conecta el estudio detallado de los hechos disponibles con el intento de extraer conclusiones acerca de ellos basadas en principios establecidos y en una lógica sólida. Forma parte del método científico. Pero, a la hora de aplicar el análisis al campo de los títulos valores, nos encontramos con el gran obstáculo de que la inversión no es, por naturaleza, una ciencia exacta. No obstante, lo mismo ocurre con el derecho y la medicina, ya que aquí también la habilidad individual (el arte) y el azar son factores importantes que determinan el éxito o el fracaso. Sin embargo, en esas profesiones, el análisis no sólo es útil, sino indispensable, por lo que probablemente debería suceder lo mismo en el ámbito de la inversión y, posiblemente, en el de la especulación.

En las últimas tres décadas, el prestigio del análisis de valores en Wall Street ha experimentado tanto un fulgurante impulso como una ignominiosa caída, una trayectoria relacionada con la evolución de las cotizaciones bursátiles pero en absoluto paralela a ella. El avance del análisis de los valores prosiguió ininterrumpidamente hasta aproximadamente 1927, abarcando un largo período en el que se prestaba cada vez más atención a los informes financieros y a los datos estadísticos. Pero la «nueva era» iniciada en 1927 supuso, en el fondo, el abandono del enfoque analítico, y los hechos y números —aunque aparentemente se les seguía prestando atención— fueron manipulados

por una especie de pseudoanálisis para apoyar los delirios propios de la época. El colapso del mercado en octubre de 1929 no sorprendió a los analistas que habían conservado la sensatez, pero la magnitud del colapso empresarial que se produjo posteriormente, con sus devastadores efectos sobre la capacidad probada de generar beneficio, volvió a echar por tierra sus cálculos. Al final, el resultado fue que el análisis riguroso sufrió un doble descrédito: el primero, antes del crac, a causa de la persistencia del valor imaginario; y el segundo, después del crac, a causa de la desaparición del valor real.

Los acontecimientos de 1927-1933 tuvieron un carácter tan extraordinario que apenas ofrecen un criterio válido para juzgar la utilidad del análisis de valores. En lo que respecta a los años transcurridos desde 1933, es posible que existan diferencias de opinión. Creemos que, en el ámbito de los bonos y las acciones preferentes, los sólidos principios de selección y descarte han demostrado ser bastante eficaces. En el terreno de las acciones ordinarias, la parcialidad del mercado se ha mostrado proclive a refutar el punto de vista conservador, y, a la inversa, muchas emisiones que parecían baratas de acuerdo con el análisis han generado un rendimiento decepcionante. Por otro lado, el enfoque analítico habría dado sólidas razones para pensar que los precios de las acciones representativas eran demasiado altos a principios de 1937 y demasiado bajos un año después.

Tres funciones del análisis

1. Función descriptiva

Las funciones del análisis de valores pueden englobarse en tres apartados: descriptivo, selectivo y crítico. Su forma más evidente es el análisis descriptivo, que consiste en reunir los hechos importantes relacionados con una emisión y presentarlos de forma coherente y fácilmente comprensible. Los diferentes manuales, los servicios de Standard Statistics y Fitch, entre otros, desempeñan correctamente esta función para el conjunto de valores negociables de las empresas. Un tipo más detallado de descripción trata de revelar los puntos fuertes y débiles de la posición de una emisión, comparar su folleto informativo con el de otras de carácter similar y valorar los factores susceptibles de influir en su rendimiento futuro. Este tipo de análisis es aplicable a casi todas las emisiones corporativas y puede ser considerado como

un complemento no sólo de la inversión, sino también de la especulación inteligente, ya que proporciona una base de datos organizada para la aplicación del cálculo.

2. La función selectiva del análisis de valores

En su función selectiva, el análisis de valores va más allá y emite juicios concretos propios. Trata de establecer si hay que comprar, vender, conservar o cambiar una determinada emisión por otra. ¿Qué tipos de valores o situaciones son las que mejor se prestan a esta actividad más positiva del analista y a qué desventajas o limitaciones está sujeta? Tal vez lo más conveniente sea comenzar con un grupo de ejemplos de juicios analíticos que, más tarde, podrían servir de base para una investigación de carácter más general.

Ejemplos de juicios analíticos. En 1928, la compañía ferroviaria St. Louis-San Francisco emitió una gran cantidad de acciones preferentes no acumulativas al 6% a un precio de 100. Los datos indicaban que nunca en la historia de la empresa los beneficios habían sido equivalentes a 1,5 veces los gastos fijos y los dividendos preferentes juntos. Si se hubieran aplicado las normas de selección vigentes a este caso, se habría rechazado la emisión por no contar con la suficiente protección.

Un ejemplo contrastado es el siguiente. En junio de 1932 se podían comprar bonos de Owens-Illinois Glass Company con un cupón del 5%, a 70, con una rentabilidad del 11% a su vencimiento en 1939. Los beneficios de la empresa superaban con creces los intereses que debía abonar, y no sólo en promedio, también en aquel momento de profunda crisis. La emisión de bonos estaba cubierta sin problemas con el activo corriente. Le siguieron acciones ordinarias y preferentes con un valor de mercado agregado muy elevado y cotizaciones más bajas. En este caso, el análisis habría llevado a recomendar esta emisión como una inversión muy consolidada y con un precio atractivo.

Veamos un ejemplo del ámbito de las acciones ordinarias. En 1922, antes del *boom* de los valores del sector de la aviación, las acciones de Wright Aeronautical Corporation se vendían en la Bolsa de Nueva York a sólo 8 dólares. Aunque pagaban un dividendo de 1 dólar, llevaban ya algún tiempo ganando más de 2 dólares por acción y contaban con más de 8 dólares por acción en activos líquidos en la tesorería. En este caso, el análisis habría demostrado que el valor intrínseco de la emisión era sustancialmente superior al precio de mercado.

Una vez más, examinemos la misma emisión en 1928, cuando había ascendido a 280 dólares por acción. En ese momento ganaba 8 dólares por acción, frente a los 3,77 dólares de 1927. La tasa de dividendos era de 2 dólares, y el valor de los activos netos, inferior a 50 dólares por acción. Al estudiar estos hechos, se habría demostrado de forma concluyente que el precio de mercado representaba en su mayor parte la capitalización de perspectivas futuras totalmente hipotéticas, es decir, que el valor intrínseco era muy inferior a la cotización de mercado.

Podemos extraer un tercer tipo de conclusión analítica si comparamos los bonos de primera hipoteca y refinanciación con cupón del 5 % de Interborough Rapid Transit Company con los pagarés con garantía colateral al 7 % de la misma empresa, cuando ambas emisiones se vendían al mismo precio (digamos, 62) en 1933. Es evidente que los pagarés al 7 % valían mucho más que los bonos al 5 %. Cada pagaré de 1.000 dólares estaba asegurado por el depósito de 1.736 dólares del valor nominal de los bonos al 5 %. El principal de los pagarés había vencido, y los tenedores tenían derecho a ser reembolsados en su totalidad o a una venta de la garantía en su favor. Los intereses anuales percibidos por la garantía equivalían a unos 87 dólares por cada pagaré del 7 % (cantidad que en realidad se abonaba a los titulares de los pagarés), por lo que los ingresos corrientes de los pagarés al 7 % eran considerablemente mayores que los de los bonos al 5 %. Independientemente de los tecnicismos que se hubiesen podido esgrimir para impedir que los titulares de los pagarés hiciesen valer sus derechos contractuales de forma rápida y completa, resultaba difícil imaginar las condiciones en las que los pagarés al 7 % no tuviesen un valor intrínseco considerablemente mayor que los bonos al 5 %.

Una comparación más reciente del mismo tipo general podría haberse hecho entre las acciones convertibles preferentes de Paramount Pictures que se vendían a 113 en octubre de 1936 y las acciones ordinarias que se vendían al mismo tiempo a un precio de 15,88. Las acciones preferentes eran convertibles, a elección de sus titulares, en un número siete veces superior de acciones ordinarias, y llevaban asociados unos dividendos acumulados de cerca de 11 dólares por acción. Obviamente, la acción preferente era más barata que la acción ordinaria, ya que debía recibir dividendos muy cuantiosos antes de que la ordinaria recibiera algo, y, además, podía participar íntegramente en cualquier incremento de la acción ordinaria en virtud del privilegio de conversión. Si un propietario de acciones ordinarias hubiera aceptado este análisis y canjeado las acciones por la séptima parte de las prefe-

rentes, en poco tiempo habría obtenido una gran ganancia, tanto en dividendos percibidos como en valor del principal.⁴⁴

Valor intrínseco frente a precio. De los ejemplos anteriores se desprende que el trabajo del analista de valores, además de no estar exento de resultados concretos de considerable valor práctico, es aplicable a una gran variedad de situaciones. En todos ellos, el analista se muestra preocupado por el valor intrínseco del título y, en particular, por detectar las discrepancias entre el valor intrínseco y el precio de mercado. No obstante, debemos reconocer que el valor intrínseco es un concepto esquivo. En términos generales, entendemos que es aquel valor que se justifica por los hechos, como, por ejemplo, los activos, las ganancias, los dividendos y las perspectivas definidas, a diferencia, digamos, de las cotizaciones bursátiles creadas mediante manipulación artificial o distorsionadas por desmanes psicológicos. Pero es un gran error imaginar que el valor intrínseco es tan concreto y determinable como el precio de mercado. Hace algún tiempo se pensaba que el valor intrínseco (en el caso de una acción ordinaria) era más o menos lo mismo que el «valor contable», es decir, que era igual a los activos netos de la empresa, valorados en su justa medida. Esta visión del valor intrínseco era bastante precisa, pero resultaba casi inútil en la práctica, porque ni los ingresos medios ni el precio medio de mercado mostraban ninguna tendencia a regirse por el valor contable.

Valor intrínseco y rentabilidad. Por tanto, esta idea fue sustituida por una visión más novedosa, según la cual el valor intrínseco de una empresa venía determinado por su rentabilidad, es decir, su capacidad de generar ingresos. Pero la palabra rentabilidad implica la confianza en que se obtendrán determinados resultados en el futuro. Para ello no basta con saber cuál ha sido la media de los beneficios en el pasado, y ni siquiera sirve que éstos muestren una línea clara de crecimiento o caída. Debe haber motivos fundados para pensar que esta media o esta tendencia es un indicador fiable de lo que pasará en el futuro. La experiencia nos ha demostrado de forma fehaciente que, en muchos casos, esto dista mucho de ser cierto. Ello significa que ni el concepto de *rentabilidad*, expresado como una cifra definida, ni el concepto derivado de valor intrínseco, expresado como algo igual-

44. Para conocer la continuación de los seis ejemplos que acabamos de dar, véase la nota 2 del apéndice.

mente definido y determinable, pueden ser aceptados con garantías como una *premisa general* del análisis de valores.

Ejemplo. Para explicar mejor este razonamiento, veamos un ejemplo concreto y típico. ¿A qué nos referimos con el valor intrínseco de las acciones ordinarias de J. I. Case Company, tal y como se analizaron, por ejemplo, a principios de 1933? El precio de mercado era de 30 dólares; el valor de los activos por acción era de 176 dólares; no se pagaban dividendos; la media de los beneficios durante diez años había sido de 9,50 dólares por acción; los resultados de 1932 habían reflejado un *déficit* de 17 dólares por acción. Si siguiéramos un método de valoración tradicional, podríamos tomar la media de los beneficios por acción de las ordinarias durante diez años, multiplicar esta media por diez y obtener un valor intrínseco de 95 dólares. Pero examinemos el conjunto de cifras que componen esta media de diez años. Son las que se muestran en la siguiente tabla. La media de 9,50 dólares no es más que un resultado aritmético de diez cifras no relacionadas. Resulta difícil afirmar que esta media sea representativa de unas circunstancias *típicas* del pasado o de lo que puede esperarse en el futuro. Por lo tanto, cualquier cifra de valor «real» o intrínseco que se derive de esta media debe calificarse igualmente de fortuita o artificial.⁴⁵

**Tabla 1.1. Beneficio por acción ordinaria de J. I. Case
(en dólares de EE. UU.)**

1932	17,40 (<i>déficit</i>)
1931	2,90 (<i>déficit</i>)
1930	11,00
1929	20,40
1928	26,90
1927	26,00
1926	23,30
1925	15,30
1924	5,90 (<i>déficit</i>)
1923	2,10 (<i>déficit</i>)
Promedio	9,50

45. Entre 1933 y 1939 el beneficio de la acción ordinaria de Case varió entre un déficit de 14,66 dólares y una ganancia de 19,20 dólares por acción, siendo la media de 3,18 dólares. El precio osciló entre 30,5 y 191,75, cerrando a 73,75 en 1939.

El papel del valor intrínseco en el trabajo del analista. Vamos a tratar de definir el papel del valor intrínseco en el trabajo del analista para conciliar las implicaciones más bien contradictorias de nuestros diferentes ejemplos. El aspecto fundamental es que el análisis de valores no busca averiguar con exactitud cuál es el valor intrínseco de un determinado valor. Le basta con saber que el valor es *adecuado* —por ejemplo, para asegurar un bono o para justificar una compra de acciones—, o bien que el valor es considerablemente superior o inferior al precio de mercado. En este sentido, una medida indefinida y aproximada del valor intrínseco puede ser suficiente. Utilizando un símil prosaico, es perfectamente factible saber a simple vista que una mujer tiene edad suficiente para votar sin conocer su edad o que un hombre pesa más de lo que debería sin conocer su peso exacto.

Esta afirmación se entiende mejor si volvemos por un momento a nuestros ejemplos. A la hora de rechazar la acción preferente de St. Louis-San Francisco no fue necesario calcular con exactitud el valor intrínseco de este sistema ferroviario. Fue suficiente con demostrar, de forma muy sencilla a partir del historial de beneficios, que el margen de valor por encima de los derechos de los tenedores de bonos y de los accionistas preferentes era demasiado pequeño como para garantizar las condiciones de seguridad. Justo lo contrario ocurrió con los bonos con cupón del 5 % de Owens-Illinois Glass. En este caso también habría sido difícil llegar a una valoración justa del negocio, pero era bastante fácil determinar que esta cifra, de cualquier modo, era muy superior a la deuda de la empresa.

En el ejemplo de Wright Aeronautical, la situación inicial presentaba una serie de hechos que demostraban que la empresa valía bastante más de 8 dólares por acción, es decir, 1.800.000 dólares. En el último año, los hechos eran igualmente concluyentes e indicaban que el negocio no tenía un valor razonable de 280 dólares por acción o 70.000.000 de dólares en total. Al analista le habría resultado difícil determinar si Wright Aeronautical valía realmente 20 o 40 dólares por acción en 1922, o si valía 50 u 80 dólares en 1929. Pero, por suerte, no fue necesario resolver estos extremos para concluir que las acciones resultaban atractivas a 8 dólares y poco atractivas, intrínsecamente, a 280 dólares. El ejemplo de J. I. Case refleja la típica realidad de las acciones ordinarias, en la que el analista no puede llegar a una conclusión fiable sobre la relación entre el valor intrínseco y el precio de mercado. Sin embargo, *si el precio hubiera sido lo suficientemente bajo o elevado*, sí que se podría haber llegado a una conclusión. La

incertidumbre que se respiraba nos lleva a decir que, a principios de 1933, resultaba difícil determinar si el valor intrínseco de la acción ordinaria de Case se acercaba a los 30 o a los 130 dólares. Sin embargo, si la acción se hubiera vendido a un precio de tan sólo 10 dólares, el analista habría estado sin duda legitimado para declarar que valía más que el precio de mercado.

Flexibilidad del concepto del valor intrínseco. Esto debería indicar lo flexible que es el concepto de valor intrínseco aplicado al análisis de valores. Nuestra noción del valor intrínseco puede variar más o menos según el caso. El grado de indefinición puede expresarse mediante un «rango de valor aproximado» bastante hipotético, que se ampliaría a medida que aumentara la incertidumbre, como, por ejemplo, de 20 a 40 dólares en el caso de Wright Aeronautical en 1922 frente a los 30 a 130 dólares de Case en 1933. De ello se desprende una idea muy indefinida del valor intrínseco que puede justificar una conclusión si el precio actual queda muy lejos de la valoración máxima o mínima.

Concepto más definido en casos especiales. El ejemplo de Interborough Rapid Transit permite un razonamiento más detallado que los demás. En este caso, el precio de mercado dado para los bonos al 5 % da como resultado una valoración muy precisa de los pagarés al 7 %. En el supuesto de que la garantía colateral de los pagarés hubiese sido finalmente comprada y distribuida entre sus tenedores, la relación matemática —es decir, un valor de 1.736 dólares para los pagarés al 7 % frente a un valor de 1.000 dólares para los bonos al 5 %— habría acabado por fijarse en esta proporción en el mercado. Pero, debido a las complicaciones de tipo político que podían surgir, era imposible confiar en que este procedimiento normal se llevase a cabo. Por lo tanto, en la práctica, no es posible decir que los pagarés al 7 % valen un 74 % más que los bonos al 5 %, pero se puede afirmar con seguridad que los pagarés valen *bastante más*, lo cual es una conclusión muy útil cuando ambas emisiones se venden al mismo precio.

Las emisiones de Interborough son un ejemplo de un conjunto de situaciones bastante especiales en las que el análisis puede arrojar conclusiones más precisas con respecto al valor intrínseco de lo que suele ser habitual. Estas situaciones pueden conllevar una liquidación o dar lugar a operaciones técnicas conocidas como «arbitraje» o «cobertura». Aunque, en abstracto, constituyen probablemente el terreno

más satisfactorio para el trabajo del analista, el hecho de que sean de carácter tan especializado y de escasa frecuencia las hace relativamente poco importantes desde el punto de vista más general de la teoría y la práctica de la inversión.

Principales obstáculos para el éxito del analista. *a) Datos insuficientes o incorrectos.* Huelga decir que el analista no puede acertar siempre. Además, es posible que una conclusión sea correcta desde el punto de vista lógico pero que funcione mal en la práctica. Los principales obstáculos para el éxito en el trabajo del analista son tres: 1) los datos insuficientes o incorrectos; 2) el carácter incierto del futuro; y 3) el comportamiento irracional del mercado. El primero de ellos, a pesar de ser grave, es el menos importante de los tres. La falsificación deliberada de los datos es poco frecuente; la mayor parte de las distorsiones provienen del uso de artimañas contables que el analista competente debe ser capaz de detectar. La práctica consistente en ocultar es más común que la de falsear. Sin embargo, la magnitud de dicha práctica se ha reducido en gran medida como resultado de las regulaciones, primero de la Bolsa de Valores de Nueva York y posteriormente de la SEC, que exigen información más completa y una mayor explicación de las prácticas contables. Cuando se oculta información sobre un aspecto importante, la experiencia y la habilidad del analista deberían permitirle observar esta deficiencia y tenerla en cuenta —si es que no puede averiguar los hechos mediante la investigación y la presión adecuadas—. No cabe duda de que, en algunos casos, este encubrimiento escapará a la detección y provocará una conclusión incorrecta.

b) Carácter incierto del futuro. Mucho más importante es el elemento de los cambios futuros. Una conclusión avalada por los hechos y por una serie de perspectivas aparentes puede verse invalidada por nuevos acontecimientos. Esto plantea la cuestión de en qué medida la función del análisis de valores es anticiparse a los cambios en el entorno. Dejaremos este punto para cuando hablemos de los distintos factores que intervienen en los procesos de análisis. Sin embargo, es evidente que los cambios futuros son, en gran medida, imprevisibles, y que el análisis de valores debería partir de la base de que el pasado constituye al menos una guía aproximada del futuro. Cuanto más se cuestione este supuesto, menos valioso será el análisis. Por lo tanto, esta técnica resultará más útil si se aplica a los títulos sénior (que están protegidos contra los cambios) que a las acciones ordinarias, más

útil si se aplica a un negocio de carácter intrínsecamente estable que a uno sujeto a grandes variaciones, y, por último, más útil si se lleva a cabo en un contexto relativamente normal que en épocas de gran incertidumbre y cambios radicales.

c) *El comportamiento irracional del mercado.* El tercer obstáculo del análisis de valores se encuentra en el propio mercado. El mercado y el futuro plantean, en cierto modo, las mismas dificultades. El analista no puede prever ni controlar ninguno de los dos, pero su éxito depende en gran medida de ambos. Cabría pensar que las principales actividades del analista de inversiones apenas guardan relación con los precios del mercado. Su tarea más común es la selección de bonos de alta calidad que generen ingresos fijos y que, previa evaluación, considere seguros en términos de intereses y capital. Se supone que el comprador no debe prestar atención a las fluctuaciones posteriores del mercado, sino interesarse únicamente en si los bonos siguen siendo una buena inversión. En nuestra opinión, esta visión clásica sobre la actitud del inversor es inexacta y algo hipócrita. Los tenedores de valores, sin importar su carácter, están interesados en las cotizaciones del mercado. Este hecho resulta evidente por el énfasis que siempre se ha puesto en la práctica de la inversión en torno a la *bursatilidad*. Si bien es importante que una emisión sea fácilmente vendible, es aún más importante que tenga un precio adecuado. Si bien, y por razones obvias, al inversor en bonos de alta calidad le preocupan menos las fluctuaciones del mercado que al especulador, éstas siguen teniendo un fuerte efecto psicológico, e incluso financiero, sobre él. Por lo tanto, también en este ámbito, el analista ha de tener en cuenta cualquier factor que pueda influir negativamente en el precio de mercado, así como los que afectan a la seguridad básica de la emisión.

El analista trabaja de forma más directa con los precios del mercado en lo que respecta a la detección de títulos infravalorados y, en su caso, sobrevalorados; y es que aquí el fundamento de su criterio se encuentra en gran medida en la última actuación de la emisión en el mercado. Se podría afirmar que este campo de trabajo analítico se basa en un doble supuesto: en primer lugar, que el precio de mercado a menudo no coincide con el valor real; y, en segundo lugar, que existe una tendencia intrínseca a que estas disparidades se corrijan por sí mismas. Sobre la veracidad de la primera afirmación existen muy pocas dudas, a pesar de que Wall Street suele hablar alegremente del «juicio infalible del mercado» y asegura que «una acción vale aquello por lo que se puede vender, ni más ni menos».

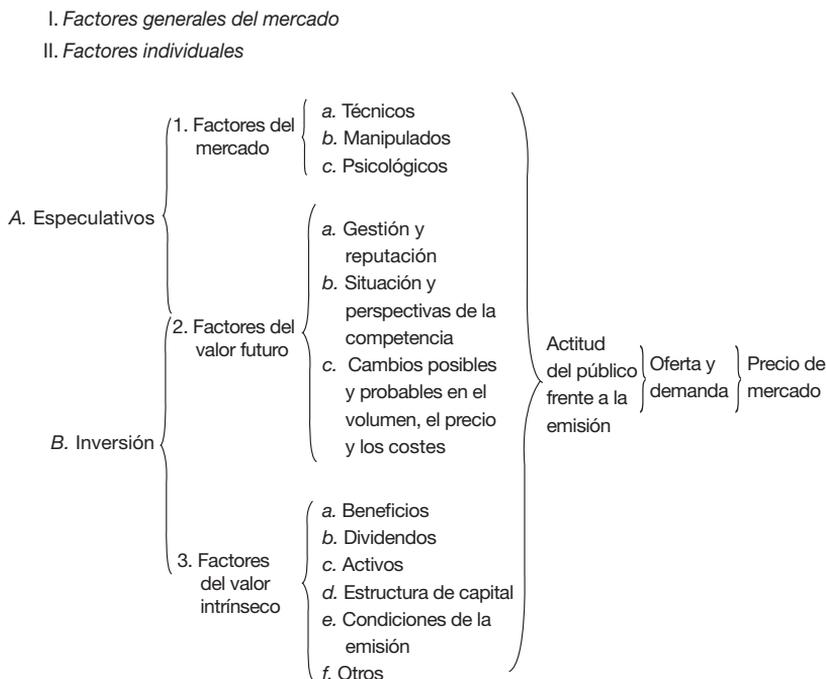
El peligro de que el ajuste en el valor del precio se retrase. La segunda hipótesis es igual de válida en el plano teórico, pero su aplicación en la práctica suele ser muy poco satisfactoria. Cualquier infravaloración causada por una negligencia o un prejuicio puede perdurar durante un tiempo excesivamente largo, y lo mismo ocurre con los precios inflados debido a un entusiasmo excesivo o a estímulos artificiales. El peligro concreto para el analista es que, debido a ese retraso, surjan nuevos factores condicionantes antes de que el precio de mercado se ajuste al valor tal y como lo encontró. En otras palabras, para cuando el precio refleje por fin el valor, éste puede haber cambiado considerablemente, y los hechos y el razonamiento en los que se basó su decisión pueden ya no ser válidos.

El analista debe intentar protegerse de este peligro como mejor pueda: por un lado, abordando preferentemente aquellas situaciones que no estén sujetas a cambios repentinos; por otro, prefiriendo los títulos en los que el interés popular sea lo suficientemente acusado como para garantizar una respuesta bastante rápida a los elementos de valor que él mismo reconozca; por último, moderando su actividad a la situación financiera general, dando prioridad al descubrimiento de títulos infravalorados cuando las condiciones empresariales y de mercado sean bastante estables, y procediendo con mayor precaución en momentos puntuales de estrés e incertidumbre.

La relación entre el valor intrínseco y el precio de mercado.

La cuestión de la relación entre el valor intrínseco y la cotización en el mercado quedará más clara con el siguiente gráfico, que recoge las distintas etapas que determinan el precio de mercado. En la figura siguiente se aprecia que la influencia de lo que llamamos factores analíticos sobre el precio de mercado es a la vez *parcial e indirecta*: parcial, porque compite a menudo con los factores puramente especulativos que influyen en el precio en sentido contrario; e indirecta, porque opera a través de los sentimientos y las decisiones de las personas. En otras palabras, el mercado no es una *máquina de pesar*, en la que el valor de cada emisión queda registrado mediante un mecanismo preciso e impersonal, de acuerdo con sus cualidades específicas. Más bien habría que decir que el mercado es una *máquina de votar*, en la que un sinnúmero de individuos registran sus elecciones que son producto tanto de la razón como de la emoción.

Figura 1.1. La relación entre el valor intrínseco y el precio de mercado



Análisis y especulación

Podríamos pensar que un buen análisis debería producir resultados satisfactorios en cualquier tipo de situación, incluidas las manifiestamente especulativas, es decir, las que están sujetas a una incertidumbre y un riesgo considerables. Si la elección de las emisiones especulativas se basa en el estudio por parte de expertos de la posición de las compañías, ¿no debería este enfoque otorgar una ventaja considerable al comprador? Sabiendo que los acontecimientos futuros son inciertos, ¿no cabría esperar que las evoluciones favorables y las desfavorables se anularan entre sí, en mayor o menor medida, de modo que la ventaja inicial que proporciona un buen análisis se tradujera finalmente en un beneficio promedio? Éste es un argumento factible, pero engañoso, y su excesiva aceptación ha hecho que los analistas

se equivoquen. Conviene, por tanto, explicar en detalle una serie de argumentos de peso en contra de recurrir en primera instancia al análisis en contextos especulativos.

En primer lugar, lo que podría denominarse la mecánica de la especulación implica serias desventajas para el especulador, las cuales pueden pesar más que los beneficios que aporta el estudio analítico. Entre estas desventajas se encuentran el pago de comisiones e intereses, el llamado «giro del mercado» (es decir, el diferencial entre el precio más alto que el comprador está dispuesto a pagar, o *bid*, y el precio más bajo al que el vendedor está dispuesto a vender, o *ask*) y, lo más importante, una tendencia intrínseca a que la pérdida media supere el beneficio medio, a menos que se siga una determinada técnica de negociación bursátil, lo que es contrario al enfoque analítico.

El segundo inconveniente radica en que los factores analíticos subyacentes en las situaciones especulativas son susceptibles de una rápida y repentina revisión. El peligro, al que ya se ha hecho referencia, de que el valor intrínseco cambie antes de que el precio de mercado refleje ese valor, es, por tanto, mucho más grave en el ámbito de la especulación que en el de la inversión. El tercer problema surge de las circunstancias que rodean a los factores desconocidos, que inevitablemente quedan fuera del análisis de valores. En teoría, estos factores desconocidos deberían tener la misma probabilidad de ser favorables o desfavorables, por lo que a la larga tendrían que neutralizarse mutuamente. Por ejemplo, suele ser fácil determinar mediante un análisis comparativo que una empresa se vende por mucho menos que otra del mismo sector en relación con los beneficios, a pesar de que ambas cuenten aparentemente con perspectivas similares. Pero es muy posible que el bajo precio de la emisión en apariencia atractiva se deba a una serie de importantes factores desfavorables que, aunque no sean públicos, sí son conocidos por quienes tengan relación con la empresa —y a la inversa para una emisión que parece venderse por encima de su valor relativo—. En situaciones especulativas, los que están «dentro» suelen disponer de esta clase de ventaja que anula la premisa de que los cambios buenos y malos se compensan mutuamente, y que carga los dados contra el analista que trabaja teniendo algunos de los datos ocultos para él.⁴⁶

46. Véase en la nota 3 del apéndice el resultado de un estudio del comportamiento de mercado de las «acciones con una ratio precio-beneficio alta» comparado con el de las «acciones con una ratio precio-beneficio baja».

El valor del análisis disminuye a medida que aumenta el elemento de azar. El último argumento tiene una base más abstracta, pero, sin embargo, su importancia en la práctica es muy elevada. Incluso si aceptamos que el análisis puede dar al especulador una ventaja matemática, no le garantiza un beneficio. Sus iniciativas siguen siendo arriesgadas; en cada caso particular se pueden producir pérdidas; y, una vez concluida la operación, es difícil determinar si la aportación del analista ha supuesto un beneficio o un perjuicio. De ahí que su figura en el terreno especulativo sea, en el mejor de los casos, incierta y algo carente de dignidad profesional. Es como si el analista y la diosa Fortuna estuvieran tocando a dúo en el piano de la especulación, con la caprichosa deidad dictando el ritmo.

Utilizando otro símil menos imaginativo, podríamos explicar de forma más convincente por qué el análisis es intrínsecamente más adecuado para la inversión que para la actividad especulativa. (En previsión de un estudio más detallado en un capítulo posterior, a lo largo de este capítulo hemos dado por sentado que la inversión conlleva una seguridad estimada y que la especulación connota un riesgo reconocido.) En Montecarlo, las probabilidades de ganar son de 19 a 18 a favor del dueño de la ruleta, por lo que, en promedio, gana un dólar de cada 37 apostados por el público. Este hecho puede hacer pensar que las probabilidades juegan en contra del inversor o especulador inexperto. Supongamos que, mediante algo equivalente al análisis, un jugador de la ruleta es capaz de invertir las probabilidades en un número limitado de apuestas, de modo que ahora son de 18 a 19 a su favor. Si distribuye sus apuestas de forma equitativa entre todos los números, cualquier cifra que salga le hará ganar una cantidad moderada. Esta operación puede asemejarse a un plan de inversión fundamentado en un análisis sólido y llevado a cabo en un entorno propicio.

Pero, si el jugador apuesta todo su dinero a un solo número, las escasas probabilidades a su favor son de poca importancia comparadas con la cuestión capital de si el azar escogerá el número elegido. Su «análisis» le servirá para ganar un poco más si tiene suerte; y no tendrá ningún valor cuando la suerte esté en su contra. Esto describe, quizá de forma un poco exagerada, la posición del analista que se ocupa de operaciones esencialmente especulativas. La misma ventaja matemática que prácticamente asegura buenos resultados en el campo de la inversión puede resultar totalmente ineficaz allí donde la suerte es la influencia predominante.

Por tanto, nos parece prudente considerar el análisis como un *complemento* o una *ayuda* más que como una *guía* en materia de especulación. Sólo en los casos en los que el azar desempeña un papel subordinado, el analista puede hablar con autoridad y aceptar la responsabilidad de los resultados de sus decisiones.

3. La función crítica del análisis de valores

Los principios de la financiación de las inversiones y los métodos de financiación corporativa entran inevitablemente dentro del ámbito del análisis de valores. Los juicios de análisis se obtienen aplicando normas a los hechos. El analista se preocupa, por tanto, de la solidez y la viabilidad de las normas de selección. Además, se muestra interesado en que los títulos valores, en especial los bonos y las acciones preferentes, sean emitidos con disposiciones protectoras adecuadas y en que, lo que es aún más importante, los métodos para hacer cumplir estas cláusulas formen parte de la práctica financiera aceptada.

Para el analista es fundamental que los hechos se presenten de forma imparcial, lo cual significa que debe ser muy crítico con los métodos contables. Por último, debe estudiar todas las políticas corporativas que afectan al propietario del título, ya que el valor de la emisión que analiza puede depender en gran medida de las acciones de la dirección. En esta categoría se incluyen cuestiones relativas a la estructura de capitalización, a las políticas de dividendos y de expansión, a la remuneración de los directivos e, incluso, a la continuidad o liquidación de una empresa no rentable.

En estos asuntos de diversa importancia, el análisis de los títulos valores es capaz de expresar juicios críticos, buscando evitar errores, corregir abusos y proteger mejor a los propietarios de bonos o acciones.