

La Importancia del Uso de Checklists

NOTA DEL EDITOR: Este texto es obtenido de una carta semestral de BrightGate Focus, FI.

* * *

Para aquellos interesados en una lectura en profundidad, el famoso cirujano Atul Gawande publicó en 2009 un libro, [The Checklist Manifesto](#), en el que popularizó el concepto y explicó sus usos a través de varias disciplinas.¹ Gran parte de los conceptos que elaboramos a continuación han sido directamente extraídos de allí.

En primer lugar, y corriendo el riesgo de sonar muy obvio, ¿qué es una lista de comprobación? Es simplemente un instrumento útil que previene de errores críticos y fáciles de prevenir, pero que normalmente se pasan por alto, especialmente en profesiones especializadas en el que la toma de decisiones es un proceso complejo que no depende de una única variable, sino de muchas. Con la creciente complejidad del mundo de hoy en día, el número de profesiones en el que las decisiones se han vuelto intratables para la cruda intuición humana ha ido inevitablemente en aumento: desde los cirujanos, hasta los pilotos de aviones, pasando por arquitectos y, como no, el tema que nos ocupa, el mundo de la inversión.

No es ningún secreto que los mejores inversores de la historia han utilizado listas de comprobación, o mecanismos similares, a la hora de tomar decisiones. Por ejemplo, esto es lo que Monish Pabrai, el legendario inversor indio, y al cual sigo de manera regular, tiene que decir sobre las listas de comprobación en su proceso de inversión:

Boeing no se sienta simplemente de brazos cruzados y se pone a escribir de la nada una lista de comprobación para despegues. Dicha lista se ha creado tras 60-70 años de fallos que han desencadenado acontecimientos que han provocado la redacción de esta. Nuestra lista de comprobación inversora ha sido diseñada de la misma manera. Me he fijado en los errores que he cometido desde que comencé a invertir, y me he fijado en los errores de otra gente que respeto, tales como Warren Buffett y Charlie Munger, LongLeaf Partners, etc. Cuando estudio dichos errores, me preguntó cuál es la razón por la que se perdió dinero en esa inversión, y si dicha razón era visible desde el comienzo. ¿Era visible también antes de que se realizase la inversión? En la mayoría de los casos, las razones son extremadamente obvias.

La frase de Charlie Munger con la que hemos decidido empezar esta carta ilustra también el hecho de que el uso de listas de comprobación ha debido ser muy común en la historia de Berkshire Hathaway.

¿Cuáles son las mejores prácticas a la hora de confeccionar dichas listas? A riesgo de simplificar el libro de Gawande, destacaríamos tres puntos:

- Ser precisa, ir al grano, no intentar explicarlo todo – una lista de comprobación no puede “invertir por sí sola”. Como señaló Warren Buffett una vez, una lista de comprobación no puede reemplazar el tener que pensar sobre las inversiones. Según Gawande, las listas bien hechas suelen tener entre 5 y 9 apartados, aunque depende del campo en que se apliquen.
- Fáciles de utilizar en situaciones difíciles o de stress.
- Definir el momento en que dicha lista se utilizará; por ejemplo, antes o después de la decisión de

inversión.

La lista de comprobación que utilizamos en BrightGate Focus se divide básicamente en seis apartados, que son: conocimiento del negocio, sectores que excluimos (o círculo de competencia), si la empresa tiene deuda, cómo es el equipo directivo, la valoración a la que cotiza el instrumento y si la inversión tendrá algún catalizador. La importancia relativa de cada uno de estos apartados varía en función de la clase de activo en cuestión: por ejemplo, en nuestras acciones no solemos valorar la presencia de catalizadores, mientras que en renta fija (y en las situaciones especiales) dicho atributo es crucial (ej. los bonos se refinancian, pueden ser llamados, se pagan cupones, etc.).

Dado que una explicación en detalle de todos los puntos sería muy larga, nos centraremos en un punto que creo que es fundamental y que a menudo está malentendido: la cantidad de deuda que tiene una empresa.

No es exagerado si digo que la estructura de capital es el primer atributo que consideramos a la hora de filtrar compañías. A la hora de invertir en renta fija, es obvia la importancia de la deuda (¡si la compañía no tiene deuda pues no hay nada en lo que invertir!), pero no así cuando se realizan filtros de acciones. Los filtros que aplican la mayoría de los gestores

suelen ser cuantitativos, tales como múltiplos (una práctica que puede ser peligrosa, como explicaremos en una futura carta) o evolución de cualquier magnitud financiera, o algunas veces cualitativos (¿en qué sector opera la empresa?), pero en cualquier caso difícilmente la cantidad de deuda de la empresa en cuestión figura como uno de los aspectos fundamentales a filtrar. Hay al menos tres razones por las que dicha práctica puede ser imprudente.

La sabiduría académica, encarnada en los teoremas de Modigliani-Miller (M&M) de hace cinco décadas, así como la práctica de muchos gestores, sugiere que (en ausencia de impuestos) la estructura de capital es irrelevante en la valoración de una compañía. Según M&M, en mundo de previsión perfecta y agentes racionales, cuando el apalancamiento cambia, los inversores ajustarán automáticamente la tasa de descuento a aplicar a los flujos futuros de la compañía en cuestión, dejando la valoración intacta. Los inversores pueden obtener mayores flujos con un apalancamiento mayor, pero dicho apalancamiento tiene un riesgo, que se ve perfectamente reflejado en la tasa de descuento. En este sentido, los inversores ven a través del “velo corporativo” y hacen una valoración insesgada correcta de dichos flujos. A su vez, las empresas eligen libremente su estructura de capital, en base a sus preferencias. En la práctica, aunque muchos gestores probablemente no conozcan las proposiciones de M&M, sus modos de proceder las santiguan de manera indirecta, al comprar empresas con irrelevancia de si tienen mucha deuda o no: generalmente justifican de manera ligera que la estructura de capital es “sostenible” dado el tipo de negocio en el que opera la empresa, y pasan rápidamente a otra cosa.

La realidad, sin embargo, es más compleja. Mientras que en el mundo mítico de M&M las empresas pueden elegir libremente su estructura de capital, en la vida real la estructura de capital no es una variable exógena, sino que viene determinada por otros factores – entre otros, la calidad del negocio. Este [estudio de GMO](#), que, aunque ya tiene muchas lunas a sus espaldas, es de lo mejor que hemos podido encontrar, muestra que las compañías con mayor apalancamiento son aquellas con negocios más mediocres (medidos, en este caso, a través del retorno sobre los fondos propios). Es decir, la cantidad de deuda no es simplemente una variable discrecional en manos del equipo directivo (como ocurre en las operaciones de *private equity*), sino una pista importante de la calidad del negocio que tenemos entre manos.

En segundo lugar, la deuda también tiene efectos perversos sobre los modelos de valoración de las empresas, amplificando la incertidumbre inherente que tenemos en toda valoración. Consideren, por

ejemplo, una empresa ficticia sin deuda neta que, tras un tiempo estudiándola, decidimos que su valor de empresa (y para los accionistas, dado que no hay deuda neta) está entre 8 y 10 euros. Como pueden ver, es un rango ya considerable, estando el límite superior un 25% por arriba del inferior, pero entra dentro de lo normal en términos de incertidumbre a la hora de valorar. Si ahora asumimos una empresa similar, pero con una deuda neta de 6 euros, los respectivos valores para los accionistas serían de 2 y 4 euros, resultando en una variabilidad en nuestras estimaciones del 100%. Es decir, mientras que en el primer caso se puede realizar una estimación razonable del valor para los accionistas, en el segundo caso es básicamente tirar una moneda, a pesar de que ambos casos el negocio es exactamente el mismo. Y dado que la mayoría de las veces es imposible reducir nuestro rango de valoración (siguiendo la idea de Keynes de “incertidumbre radical”, que es la imposibilidad de incluso definir una distribución estadística para la mayoría de los acontecimientos), es mejor evitar este tipo de situaciones.

Una tercera y última consideración viene puramente de la sabiduría popular, y no es ni más ni menos que todos los gestores exitosos mencionan la cantidad de deuda como uno de los factores más importantes detrás de sus peores decisiones de inversión. Por citar solo un ejemplo, es conocida la [anécdota](#) de Buffett sobre un amigo inversor suyo, Rick Guerin, que se vio obligado a liquidar su cartera en la debacle de 1973-’74 por diversas margin call que tuvo. Otros inversores tales como Keynes, Greenblatt, Pabrai, Munger o Gayner han mencionado comentarios similares en el pasado.

¹ Hay versión en español, con el título *El Efecto Checklist: Cómo una Simple Lista de Comprobación Elimina Errores y Salva Vidas*, 2011, Editorial Antoni Bosch.