

Es un placer presentarles esta entrevista con Pablo González, fundador y CEO de Ábaco Capital, firma de inversión española que invierte en renta fija así como en renta variable con una filosofía de *value investing*. En esta entrevista, Pablo nos cuenta un poco sobre su trayectoria profesional; la filosofía de inversión de Ábaco; algunas lecturas recomendadas; y más.

**MOI Global en Español:** *Cuéntanos acerca de tu formación y tu trayectoria.*

**Pablo González:** Soy ingeniero agrónomo y tengo un máster en administración y dirección de empresas por el IESE. Acabada mi formación académica comencé mi carrera profesional en el sector financiero, en el cual llevo más de treinta años.

Comencé como trader de opciones y futuros sobre acciones en el Banco Santander en Madrid, llegando a ser el responsable de este departamento. Esta experiencia me dio la oportunidad de moverme a la sede en Nueva York donde operaba tomando posiciones propias para el banco.

Continué trabajando en Nomura, Nueva York, como Director de la unidad de trading durante cinco años y en Crédit Lyonnais Securities en Londres como Director Ejecutivo durante cuatro, encargándome en ambas entidades de gestionar el patrimonio del propio banco mediante la compraventa de bonos, acciones, divisas y derivados.

Tras estos años de carrera, decidí que era el momento de gestionar según la filosofía que había demostrado ser la más consistente y rentable de la historia, y emprendimos en 2008 el proyecto de Ábaco Capital. Ábaco es el fondo de inversión en el que comencé a gestionar bajo una filosofía de inversión en valor y en el que a día de hoy continúo trabajando con las mismas ganas e ilusión que el primer día. Además, formo parte del comité de inversiones del IESE.

**MOI:** *¿Cuál es el criterio de inversión de Ábaco Capital? ¿Cómo ha ido evolucionando con el tiempo?*

**González:** Invertimos en acciones y bonos corporativos de empresas cuyos negocios comprendemos bien y lo hacemos siempre con una visión a largo plazo.

Para el análisis de renta fija, nos enfocamos en que los activos de las empresas tengan un valor muy superior a la deuda. De este modo, nos aseguramos de que el crédito esté cubierto varias veces por el valor de dichos activos. Es cierto que no sólo invertimos en bonos "*investment grade*", sino que somos bastante oportunistas, buscando ideas en toda la estructura de capital. Desde híbridos, COCOs, perpetuos, lo que requiere de nosotros un análisis muy exhaustivo y riguroso, pero a la vez nos permite entrar en oportunidades que otros fondos no tienen en su radar.

Además, nos hemos especializado en empresas con activos reales de calidad, como pueden ser construcciones, viviendas, barcos, ferrocarriles e infraestructuras necesarias. Creemos que este tipo de empresas nos dan mucha protección de crédito, incluso en escenarios

futuros de inflaciones más altas.

En el caso de renta variable, invertimos en empresas con posiciones competitivas fuertes y equipos gestores extraordinarios. Compramos las acciones con un precio significativamente inferior al valor intrínseco de la empresa, de manera que quedamos cubiertos por el margen de seguridad.

Esta divergencia entre precio y valor puede ocurrir por diferentes razones, como puede ser el hecho de que sean empresas cíclicas, por factores coyunturales que le afecten; o por el sector y las geografías en las que opera. El mercado es capaz de penalizar compañías excelentes simplemente por estar enfocado en lo que pasará el próximo mes o la incertidumbre del próximo trimestre y eso nos da oportunidad de comprar empresas de una calidad sobresaliente.

En cuanto al tipo de empresas las que invertimos, es cierto que hemos ido evolucionando hacia empresas de calidad, líderes en su sector o del nicho en el que operan. Y muchas de ellas tienen un modelo de negocio superior al de sus competidores, antiguamente se podía decir que nos centrábamos en el precio y en que fuera un buen negocio.

**MOI:** *¿Cómo generan ideas de inversión?*

**González:** A la hora de encontrar ideas, las fuentes son muy variadas. En muchos casos son empresas que hemos tenido en el pasado y vendimos porque llegaron ya a su valor intrínseco, y vuelven a estar a precios atractivos por alguna razón como las que mencionaba.

En otros casos son incluso competidores de empresas que hemos analizado, que admiramos y conocemos y no llegamos a comprar hace años porque estaban cotizando a precios elevados. En otros casos, se trata de empresas que empezamos a analizar porque sufren grandes caídas en sus cotizaciones y no vemos que se hayan visto afectadas sus principales ventajas competitivas.

También, analizamos empresas que nos recomiendan otros inversores con los que compartimos ideas.

Otra fuente especialmente importante, son los informes sectoriales en los que además de aprender, accedemos a información interesante sobre los líderes de sector y los mejor posicionados.

También, hablando con los equipos gestores de las compañías intentamos saber qué compañías son referentes por ser competidores directos o por estar en la cadena de valor de su propio producto o servicio.

Sin embargo, esto es únicamente el primer filtro, ya que en general solo una de cada tres ideas que analizamos termina en cartera, las otras dos suelen ir a una lista de empresas a seguir que en muchas ocasiones terminamos comprando dos o tres años más tarde, después de alguna caída en el precio.

**MOI:** *¿Qué tanta importancia le dan al management? ¿Cómo valoran al management? ¿Algún CEO que admire personalmente?*

**González:** Para nosotros, que la compañía tenga un equipo gestor excelente es fundamental.

En renta variable, buscamos gestores que tengan participación en el negocio, un historial operativo de éxito en el sector y sobre todo integridad (especialmente en el trato a accionistas minoritarios). Además, la forma de asignar el capital es una pieza fundamental en la gestión de las compañías, ya que de ella depende en gran parte la rentabilidad en el largo plazo que generan estos gestores.

En renta fija prestamos mucha atención a que las empresas tengan un accionista de control inteligente, el cual sea prudente en el uso de los fondos que generan.

Francisco José Riberas Mera (Gestamp) o Antón Pradera (Presidente de CIE Automotive y Global Dominion), son dos claros ejemplos de gestores a los que admiramos. Además de hacer una labor extraordinaria dirigiendo sus respectivas compañías, están totalmente alineados con los intereses de los inversores y la creación de valor a largo plazo.

**MOI:** *¿Cómo encuentran el equilibrio en su cartera entre la concentración en sus mejores ideas y la diversificación necesaria para controlar el riesgo de caídas?*

**González:** Normalmente, el 75% de la cartera está formado por las 20 principales posiciones de cada uno de los fondos. Seguimos los límites de concentración impuestos por el regulador, la cual no te permite tener una exposición superior al 40% de la cartera con las posiciones que representen un 5% o más de esta.

La mayor parte de nuestro tiempo lo dedicamos a seleccionar y entender muy bien estas empresas. En el fondo de renta fija mixta tenemos un límite del 30% de exposición neta a renta variable.

**MOI:** *Cuéntanos sobre uno (o un par) de tus mayores errores de inversión. ¿Alguna empresa que te hayas arrepentido de no haber comprado?*

**González:** En renta fija el único bono corporativo en el que hemos perdido dinero en nuestra historia fue el de Portugal Telecom en 2010. Este bono tenía la garantía de la eléctrica de Sao Paulo y estaba regido bajo ley internacional. Sin embargo, la ley brasileña no nos permitió a los bonistas ejercer este derecho sobre los activos brasileños, aun estando dicho bono bajo ley internacional. Esto nos ha llevado a buscar el máximo conocimiento sobre la regulación que cubre cada uno de nuestros bonos, porque pese a que siempre buscamos que tanto la caja que genere la compañía como los activos que cubren la deuda aseguren la misma, queremos saber que estaremos cubiertos dado el caso.

Por la parte de renta variable un error a destacar sería la entrada en la compañía Dia. Esta compañía es una cadena de supermercados con presencia en España y tenía una parte muy potente en mercados emergentes, en la que los márgenes del negocio eran muy

prometedores. El potencial de crecimiento en Latinoamérica, así como los márgenes que podían llegar a obtener en esa zona nos hicieron entrar en la misma puesto que tenía mucho descuento y el mercado la había castigado mucho.

Aunque recuperamos gran parte del capital invertido en esta compañía por el gran descuento con el que habíamos entrado, fue uno de los errores que nos hizo aprender que no debemos entrar en compañías que no tengan inversores de referencia o en las que el equipo gestor tenga participación en el negocio, de manera que los intereses estén alineados con los nuestros.

Respecto a los errores de omisión destacaría compañías como Trupanion. Pese a que es una compañía relativamente pequeña nos pareció interesante porque operaban en un mercado de crecimiento (seguros para mascotas) en el que el sector no estaba desarrollado (Estados Unidos) y con el fundador totalmente involucrado en la misma. Nos pareció que en el precio ya estaba recogido gran parte de su crecimiento futuro por lo que no encontramos gran descuento en la misma.

Posteriormente el mercado reconoció que la compañía podía seguir creciendo rápido.

**MOI:** *¿A cuáles de los grandes inversores admiras más y por qué?*

**González:** Warren Buffett y Charlie Munger, son los que más admiro, creo que son dos profesores extraordinarios para cualquier inversor y que tienen más experiencia que nadie, han invertido en todo tipo de situaciones macroeconómicas, geopolíticas, burbujas, modas, etc. Consiguiendo una rentabilidad histórica envidiable.

También admiro mucho a Seth Klarman: solemos utilizar su forma pensar al estudiar los casos de compañías en *distress*; creo que nos da un marco de referencia muy sólido.

**MOI:** *Menciona un par de libros que hayas leído recientemente y que te hayan otorgado nuevos conocimientos para mejorar como inversor.*

**González:** Dos libros que me parecen muy útiles en mi opinión para mejorar como inversor son [Decision Making and Rationality in the Modern World](#) de Keith Stanovich, sobre como diferenciar inteligencia de racionalidad, la importancia de la misma y como se puede desarrollar. Su libro [The Rationality Quotient](#) también es muy útil aunque algo más voluminoso y difícil de leer.

Y el libro de Peter Bevelin, [All I Want To Know Is Where I'm Going To Die So I'll Never Go There](#), es otra gran lectura para intentar ser racional especialmente en los momentos en los que la mayoría no lo son.

**MOI:** *¿Algo más que quisieras agregar para nuestros miembros?*

**González:** Sólo me gustaría añadir que lo más importante es el análisis profundo de la calidad de los negocios y ser conscientes de que siempre nos podemos equivocar, por lo que hay que dar margen a ese error, que podemos “cubrir” cuando compramos barato. Una vez hecho el análisis profundo, sólo nos queda ser pacientes y no entrar en el juego de la

historia de los mercados, por difícil que sea.

**MOI:** *Muchas gracias, Pablo, por compartir tus conocimientos con nuestros miembros.*