

## “La complacencia nos hace olvidar que vivimos en un mundo con incertidumbre”

Es un honor compartir esta entrevista con Daniel Tello, fundador y Director de Inversiones de Azagala Capital, entidad que asesora el vehículo Esfera II Azagala. Daniel define su proyecto como «el tipo de fondo en el que siempre quise invertir pero que no existía, por eso decidí crearlo».

En la entrevista, Daniel nos platica sobre la filosofía de inversión de Azagala Capital, así como algunos inversores que admira y que son pocos conocidos por la mayoría de los inversores.

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

**Daniel Tello:** Mi formación académica no es muy distinta a la de muchos inversores. Soy Licenciado en Administración y Dirección de empresas por la Universidad Complutense, pero hice la licenciatura en dos pasos; primero hice la diplomatura con especialidad en Auditoría de Cuentas y luego la Licenciatura con especialidad en Mercados Financieros.

Tengo un Master en Mercados Financieros por la Escuela Superior de Cajas de Ahorros y Deusto y recientemente he terminado en OMMA el Master sobre Value Investing y Teoría del Ciclo.

Mi trayectoria profesional ha estado siempre ligada a la banca de inversión empezando desde muy abajo. Comencé en Abn Amro haciendo una suplencia de una semana y estuve allí casi dos años pasando por prácticamente todos los departamentos, lo que me permitió conocer a fondo el banco y la sociedad de valores. De esta etapa guardo muchos recuerdos maravillosos y allí fue donde por primera vez conocí la importancia que tiene la cultura empresarial dentro de una organización, trabajamos como bestias pero rodeados de uno de los mejores ambientes que nunca he visto.

De Abn me fui a la antigua Confederación Española de Cajas de Ahorros —hoy convertida en Cecabank—; Mi casa durante dieciocho años, en la que tuve la suerte de estar siempre rodeado de personas mejores que yo y de las que pude aprender durante mi trayectoria desde *back office*, luego *middle* y finalmente *front office* ya en el año 2006.

Para todo el mundo que haya estado invertido en 2008, hay un antes y un después en su trayectoria como inversor. Si sólo tuviera que destacar una lección de esa época —y créeme que fueron muchas— es que no hay que descartar *nunca* ninguna posibilidad por remota que parezca. La complacencia nos hace olvidar que vivimos en un mundo con incertidumbre; me preocupa lo que todavía no conozco.

Los últimos doce años de mi vida profesional han sido los mejores: los he disfrutado en una sala de tesorería con diferentes responsabilidades relacionadas con mercados de Liquidez, Deuda, Derivados y Crédito y con algunos de los profesionales anónimos más brillantes que hay en el mercado y de los que he tenido la suerte de aprender a invertir de la manera correcta (si es que solo hay una...)

Por eso cada vez era más evidente que un inversor en valor no encajaba en el «*comprar caro*»

*para vender más caro»* que se había instalado en el mercado en los últimos años y tomé la decisión de abandonar el banco para montar mi propio proyecto. Tengo que agradecer a mucha gente que ha confiado en mí, pero sobre todo a Cecabank y especialmente a sus empleados. Tuve la suerte de poder despedirme en persona de la mayoría y me llevo para siempre sus muestras de cariño y una deuda de gratitud por la generosidad que mostró el banco conmigo y que me ha permitido disponer del tiempo y de los recursos necesarios para cumplir mi sueño.

**MOI:** *¿Cuál es el criterio de inversión de Azagala Capital?*

**Tello:** El objetivo de Azagala es generar rentabilidad, porque se trata de esto, de ganar dinero que no es lo más importante, pero ayuda y mucho a conseguir nuestros objetivos.

La filosofía de inversión se basa en encontrar activos —acciones, deuda, deuda convertible, opciones— que nos generen rentabilidad de forma estable en el tiempo, si bien porque el negocio se vea afectado por razones temporales, no estructurales o porque el mercado no valora correctamente los fundamentales de la empresa y su evolución a futuro. Estas discrepancias en renta variable se ponen de manifiesto en empresas pequeñas, muy poco seguidas por su tamaño y que las hacen muy interesantes para fondos pequeños como el que asesoro.

En cambio, en renta fija, que es un mercado para mayoristas, si es posible encontrar crédito de empresas que están fuera del radar de muchos institucionales porque no cumplen una serie de requisitos preestablecidos que les impide invertir. Un claro ejemplo es primar el disponer de rating frente a la capacidad de pago de una empresa. No digo que no tengan relación, lo que digo es que para multitud de institucionales un bono sin rating es no invertible sin mirar los fundamentales sólo por el hecho de no estar rateado. Hay una frase magistral de Howard Marks que lo define a la perfección: «Lo que importa es que un bono se pague, no como se le califique».

En España, que hay una comunidad inversora fantástica en renta variable, no hay mucha gente que combine la inversión en valor usando todos los instrumentos de capital disponibles. Afortunadamente, esa minoría cada vez va creciendo más y espero que en unos años no seamos tan diferentes a otras comunidades inversoras que lo hacen muy bien fuera de España usando el crédito para invertir.

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

**Tello:** No hacemos nada diferente del resto de inversores. Leer, leer, leer y observar como persona curiosa lo que pasa a nuestro alrededor. Creo que la curiosidad es algo consustancial en un proceso de descubrimiento de ideas, y aunque resulta casi imposible descubrir algo que a alguien no se le haya ocurrido con anterioridad, lo bueno es que te ayuda en tu proceso ya que mantener el contacto con otros inversores te facilita muchas respuestas que necesitas durante la fase de estudio.

A diferencia de banca de inversión, donde tu ventaja competitiva reside en saber algo que no saben los demás o saberlo antes que ellos, en la comunidad inversora compartir conocimientos es algo bueno ya que forma parte del proceso de inversión porque te ayuda a depurar el tuyo mientras que ayudar a los demás te vuelve siempre amplificado en forma de gratitud o de conocimiento.

También es necesario saber aislarte del ruido como parte del proceso. Hoy en día la sociedad

asume opiniones como si fuera información y, sobre todo, cree lo que lee o escucha sin cuestionar la validez del argumento o sin acudir a la fuente para comprobar si los datos son ciertos. Depurar esto en tu proceso es sin duda una ventaja muy poderosa para aquellos que se fijan en los detalles que no se suelen ver a simple vista.

Un buen ejemplo de esto era la mayoría de las noticias que se han publicado en los últimos años sobre la situación de El Corte Inglés. Alejarte del ruido y ver los fundamentales te lleva a que sus activos inmobiliarios —algunos de ellos únicos— son 4 veces su deuda y que por mucho descuento que le quieras aplicar son suficientes como para repagar su deuda en el escenario más adverso que podamos imaginar.

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

**Tello:** El *management* es fundamental en el proceso de inversión y si hablamos de empresas pequeñas todavía más ya que tiene una importancia decisiva sobre la evolución futura de una empresa.

Yo creo que las características del CEO perfecto no existen ya que siempre le faltará algo, como por ejemplo a Buffett que desearía para él la inmortalidad, pero sí que me gustaría destacar a John Walbrecht como un CEO, quien para mí, podría ser perfectamente un miembro del grupo del libro [The Outsiders](#) de William Thorndike.

Su trayectoria en Timberland, Dr. Martens y Spider, entre otras empresas, te llama la atención ya que su presencia coincide con un ascenso meteórico de esas marcas. Y desde su llegada a Black Diamond en octubre de 2016, es un placer comprobar cómo sus decisiones (dice lo que hace y hace lo que dice) están evolucionando a la empresa de una manera muy favorable para los clientes, empleados y accionistas de la compañía.

Para aquel que no lo conozca y tenga interés en saber más de él le recomiendo que vea esta [charla en YouTube](#) que les garantizo que no se quedarán indiferentes al escucharle hablar a un grupo de estudiantes/emprendedores. (Todavía no entiendo como solo tiene 51 visualizaciones).

**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?*

**Tello:** Es una gran pregunta, voy a tratar de responder de la manera más precisa que pueda. Al tratarse de un fondo recién creado, donde muchos de los inversores no han invertido anteriormente en otros fondos de inversión, una caída muy fuerte —del estilo de la que sufrió el mercado a finales de 2018— es algo que no podemos permitirnos durante los primeros años.

Por lo tanto, es necesario que la volatilidad nos afecte en menor medida que al resto del mercado y en un fondo tan pequeño una de las maneras de gestionar la volatilidad es tener una posición de liquidez muy elevada.

Tener una posición de liquidez muy elevada permite al fondo:

- Caer menos que el mercado.
- Atender los posibles reembolsos sin necesidad de vender inversiones.
- Disponer del tiempo y de los recursos necesarios para crear la cartera correcta.

Si usamos un símil y comparamos la inversión con un maratón, lo que queremos los participantes de Azagala es llegar a la meta y hacerlo en las mejores condiciones posibles, pero sin necesidad de correr más riesgos ya que no necesitamos llegar primero. Una manera de llegar a la meta es limitar la concentración durante los primeros años, esta también será una recomendación como asesor del fondo.

Una vez que el fondo haya madurado y esté consolidado será el momento de pensar en reducir la liquidez y aumentar la concentración en determinadas posiciones. Si puedo decir que mi recomendación será tener siempre un mínimo del 10/20% en liquidez ya que el coste de oportunidad de no tener liquidez supera a la ventaja de tenerla, como han demostrado algunos inversores con rentabilidades excepcionales y con altos niveles de liquidez.

Las recomendaciones de compra estarán basadas en activos con potencial de revalorización suficiente como para compensar el peso de la liquidez.

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

**Tello:** Como inversor particular he tenido errores y aciertos, pero hay un error que me quema mucho más que cualquier acierto y es no haber empezado a invertir antes; creo que es un error imperdonable que no haya más educación financiera (libre sin adoctrinamientos) y por eso iniciativas como *Junior Achievement, ValueKids...* merecen el mayor de los reconocimientos.

Mis mayores errores han estado relacionados con mi evolución como inversor: es necesario empezar a invertir muy pronto para acumular la mayor cantidad posible de errores para poder madurar. Estos son unos ejemplos:

- No dedicar el tiempo necesario a una empresa. Cada una tiene su tiempo, unas más y otras mucho más.
- No leer hasta el final y en detalle los *prospectus* de un bono o una OPV.
- Confiar en el trabajo de otros y no hacer el tuyo de la manera correcta por comodidad.
- Los muertos del armario no mejoran con el tiempo.
- El apalancamiento y el tiempo son cosas que no mezclan bien si no están niveladas.
- Vender antes de tiempo tus ganadores.

Hay muchas empresas que me he arrepentido de no haber comprado a posteriori, como se suele decir en España: los toros se ven bien desde la barrera. Pero por dar un nombre, me quedo con **Moody's [MCO]**. Es imperdonable, en mi caso, no haberla comprado conociendo bien la relevancia del negocio y lo enganchado que estaba el mercado a su uso, pero reconozco que me dejé llevar por la negatividad del momento y perdí la oportunidad por no tener la convicción suficiente en ese momento.

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

**Tello:** Admiro a mucha gente, todos tenemos en la cabeza a los grandes, pero me gustaría reconocer a algunos inversores que no son tan conocidos para la industria que reconozco que disfruto mucho cuando tengo la oportunidad de leerles.

Fuera de España, hay mucha gente que me gusta. Tendría que destacar una lista interminable, entre la que incluiría a muchos inversores particulares que se encuentran en la parte agradable de la selva que es Twitter, pero voy a citar a dos gestores de fondos que tienen debilidad por negocios singulares de empresas pequeñas y desconocidas.

- Steven Kiel de Arqitos
- Dan Roller de Maran Capital

Steven tiene además un proyecto en Willow Oak que nos dará en el futuro muchas alegrías a los accionistas de **Enterprise Diversified [SYTE]**, que sé que Ezra tú también la sigues con atención.

Cuando un CEO se juega su dinero en su empresa es óptimo, pero cuando un gestor de un fondo se juega su medio de vida invirtiendo un % muy alto de su cartera en esa misma empresa de la que es CEO me cuesta encontrar un incentivo más poderoso. Todos cometemos errores en nuestro trabajo, pero la manera de afrontarlos es lo que marca la diferencia muchas veces.

A Dan Roller, espero darle algún día las gracias por haberme descubierto la figura de John Walbrecht.

Y en España, tengo debilidad por [Miguel de Juan](#) el asesor de Esfera Arca Global (antiguo Argos). No sólo me parece alguien brillante en su proceso de inversión, sino que destaca por una serie de valores que no son muy comunes en el mundo que vivimos hoy. Sus cartas para mí son lectura obligada junto a las de otros grandes inversores como Howard Marks, Robert Vinall...

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

**Tello:** Me quedo sin ninguna duda con estos dos: [Capital Returns](#) de Edward Chancellor. Creo que es un libro de lectura obligada para cualquier inversor, del que se puede aprender mucho y escrito con una sencillez en sus argumentos que asusta; y [Shoe Dog](#) de Phill Knight. Una maravilla que no puedes dejar de leer desde que empiezas hasta el final.

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

**Tello:** Sólo agradecer a todos los miembros de MOI la labor inversora y divulgativa tan buena que hacéis y la generosidad de sus miembros con el resto de la comunidad inversora. Ha sido un verdadero placer que hayáis contado conmigo en esta entrevista y un honor que esta vez haya estado yo en el lugar de gente a la que admiro tanto y de la que he disfrutado leyendo sus entrevistas y tesis de inversión en MOI.

Muchas gracias y un fuerte abrazo a todos.

**MOI:** *Muchas gracias a ti, Daniel, por haber compartido tus conocimientos y experiencia con la comunidad.*