

“Nunca invertir en una compañía sin haber hecho un análisis exhaustivo de la misma”

Entrevistamos a Juan Huerta de Soto Huarte, analista en [Cobas Asset Management](#). Juan lleva más de cinco años trabajando con Francisco García Paramés, tanto en Bestinver como en Cobas. También fue analista en azValor Asset Management.

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

Juan Huerta de Soto: Al terminar el colegio no tenía una vocación clara, por lo que decidí seguir el consejo de mi familia y estudiar Derecho y Administración y Dirección de empresas en la Universidad Complutense de Madrid. A pesar de ser una carrera larga (6 años), me permitió ganar algo más de tiempo para descubrir a lo que me quería dedicar y, por tanto, no especializarme demasiado pronto en un sector concreto. Esto resultó ser un absoluto acierto ya que en un principio yo querría haber estudiado Derecho y quizás no habría descubierto el *value investing*. Durante los primeros años de universidad me interesé más por las leyes y su aplicación práctica, no obstante, en el tercer año cursé una asignatura de introducción a las finanzas corporativas y a partir de ese momento mi interés se centró en el mundo de la empresa, las finanzas y la economía.

Mi descubrimiento del *value investing* fue también a raíz de mi familia, a la cual como ya se puede intuir debo gran parte de lo que soy ahora. Más concretamente, fue mi hermano mayor el que me recomendó [One up on Wall Street](#) de Peter Lynch para iniciarme en el mundo de la inversión. A pesar de estar cursando una carrera de empresariales no fue hasta que leí el libro de Lynch que empecé a entender lo que era invertir con sensatez y, a partir de ese momento, mi interés intelectual se centró casi por completo en la inversión y la economía. Resulta curioso que mi hermano llegase hasta ese libro gracias a las lecturas recomendadas por Bestinver Asset Management, gestora independiente de reconocido prestigio en España y en la que por aquel entonces estaban trabajando Francisco García Paramés y su equipo, con los cuales años más tardes llegaría a trabajar yo.

Tras la lectura del libro de Lynch empecé a leer el mayor número posible de libros relacionados con el *value investing*, a ver todas las entrevistas y conferencias en las que saliese el equipo de Bestinver (por el momento casi la única gestora *value* en España y con diferencia la más importante y exitosa) y a invertir mis pocos ahorros en sus fondos, así como en empresas cotizadas españolas. Mis primeras inversiones en compañías cotizadas me hicieron descubrir mi pasión por el análisis de negocios y fue el último detonante que me hizo darme cuenta de que quería dedicarme profesionalmente al análisis financiero y la inversión.

Aun así, los deseos no lo son todo y por aquel entonces resultaba muy difícil encontrar trabajo en una gestora *value* en España, principalmente debido a la escasez de compañías con esa particular filosofía de inversión. Por ende, decidí cursar un Máster de Economía Aplicada con especialización en la Escuela Austriaca de Economía en la Universidad Rey Juan Carlos, mientras simultaneaba unas prácticas en el departamento de M&A de un gran banco europeo. El Máster en Economía me aportó una capacidad de pensamiento crítico esencial, lo que los anglosajones definen como “thinking out of the box”, y que a día de hoy me ayuda mucho para tener un pensamiento contrario al mercado. Finalmente, la fortuna me sonrió y en Bestinver abrieron una plaza para analista junior justo cuando yo terminaba mi Máster y

mi periodo de prácticas, por lo que sin dudarle mandé mi CV y me presenté a la ronda de 5 entrevistas como candidato al puesto. Les debí gustar y en septiembre de 2013 empecé a trabajar en la prestigiosa gestora con el equipo de Francisco García Paramés. Tras casi dos años el equipo de inversión tomó la decisión de fundar una gestora independiente, poniendo fin a muchos años de relación con Bestinver. Afortunadamente, decidieron contar conmigo también para dicho proyecto y nada más dejar Bestinver me uní al resto del equipo en Azvalor Asset Management. Fueron buenos años en los que aprendí lo que no está escrito y me pude desarrollar como analista, puliendo mis cualidades e incorporando nuevas. Finalmente, tras otros casi dos años, Francisco García Paramés, que no se había unido a Azvalor debido a impedimentos contractuales, decidió fundar su propia firma de inversiones y fui invitado a formar parte de su proyecto, lo cual acepté. De esto hace ya un año y medio y espero permanecer en este apasionante proyecto lo que me resta de vida profesional.

MOI: *¿Cuál es tu criterio de inversión de Cobas Asset Management? ¿Cómo ha ido evolucionando con el tiempo?*

Huerta de Soto: En Cobas no somos dogmáticos, sino más bien lo contrario, tenemos un pensamiento flexible que nos permite invertir siempre y cuando se cumplan una serie de premisas básicas. Cuando digo que no somos dogmáticos me refiero a que no nos encasillamos en un particular estilo de inversión, cosa que es bastante frecuente hoy en día. Es decir, no somos ni cien por cien *deep value* ni tampoco exclusivamente de la escuela de Buffett y Munger (negocios formidables a precios razonables), sino que invertimos allí donde consideramos que hay valor y el mercado está siendo ineficiente. Por ejemplo, en la actualidad la Bolsa americana y parte de la europea están caras, cercanas a máximos de los últimos veinte años, por lo cual no tenemos ningún problema en buscar oportunidades en otras geografías, como por ejemplo Asia, donde actualmente tenemos invertida una parte sustancial de nuestra cartera.

Otro buen ejemplo serían los sectores cíclicos y en especial las materias primas. Históricamente hemos preferido invertir en negocios con ventajas competitivas claras, con retornos sobre el capital elevados y con cierto poder de fijación de precios, es decir, justo lo contrario a los sectores *commodity*. No obstante, la expansión del crédito orquestada por los bancos centrales desde la crisis financiera de 2008, junto con las bajadas de tipos de interés a mínimos históricos, han provocado que el dinero de nueva creación buscase una rentabilidad decente, primero en la renta fija creando una burbuja sin precedentes, y posteriormente en determinados sectores de la renta variable, como son las compañías de calidad y las que pagan dividendo. Por ello, consideramos que a día de hoy los buenos negocios tal y como los he definido están bastante caros en general, mientras que determinados sectores como el transporte marítimo de materias primas y el petróleo y gas, entre otros, se encuentran cercanos a mínimos de los últimos diez años. Si se sabe buscar bien y se está dispuesto a hacer un análisis exhaustivo de dichos sectores se pueden encontrar buenas compañías, con un buen equipo gestor, poca deuda y un potencial de revalorización muy alto.

Con estos dos ejemplos he tratado de mostrar la flexibilidad que caracteriza nuestro proceso inversor. Consideramos que un buen inversor tiene que ser capaz de generar valor en cualquier contexto económico y no sólo cuando la Bolsa cae y los mejores negocios se ponen a tiro. Hay que ir allí donde hay una fuerte discrepancia entre valor y precio y eso es lo que tratamos de hacer en todo momento en Cobas.

Respecto a las premisas básicas que queremos que se cumplan, las más importantes son la capacidad de entender el negocio (el famoso círculo de competencia), unas cuentas limpias y

un balance saneado, la calidad del equipo gestor y, sobre todo, el precio. Podría decirse que en lo referente al precio sí que somos algo dogmáticos ya que, por norma general, no estamos dispuestos a pagar mucho porque el negocio sea especialmente bueno o el crecimiento esperado alto. Tendemos a pensar que el principal riesgo al que nos vemos sometidos es el riesgo de sobre pagar, que generalmente ocurre cuando se es demasiado generoso en el precio inicial y el margen de seguridad respecto a la valoración no es suficientemente amplio. Por lo demás, si dentro de los criterios especificados encontramos una compañía con barreras de entrada y retornos sobre el capital altos, siempre tendemos a preferirla respecto a otra compañía en igualdad de circunstancias, pero sin ventajas competitivas.

MOI: *¿Cómo generan ideas de inversión?*

Huerta de Soto: El proceso de generación de ideas es muy amplio y heterogéneo. No tenemos un método único para encontrar ideas, ni tampoco usamos los famosos *screenings* tan conocidos en la industria. Gran parte de las ideas provienen del conocimiento que hemos ido acumulando con el paso del tiempo sobre determinados sectores específicos, por lo que la experiencia y los años aportan un valor añadido. Nos gusta mirar sectores que no están de moda y están siendo penalizados por el mercado, para tratar de averiguar si las razones que subyacen a dicho pesimismo están justificadas o, por el contrario, están siendo exageradas. Como bien sabemos el mercado no es tonto, pero sí es irracional a corto plazo y muchas veces castiga sectores en exceso, en especial cuando existe incertidumbre en el medio plazo.

Otras ideas surgen a raíz de conversaciones con compañías, las cuales mencionan competidores, proveedores o clientes que luego resultan ser compañías cotizadas en las que podemos invertir. También encontramos ideas en nuestras frecuentes reuniones con expertos sectoriales y, en menor medida, con analistas financieros de bancos de inversión o casas de análisis independientes.

La lectura en sus distintos formatos ya sea prensa, libros, revistas especializadas o informes sectoriales, también es una buena fuente de ideas.

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

Huerta de Soto: El equipo directivo es muy importante, sobre todo cuando se trata de negocios con pocas o ninguna barrera de entrada. Haciendo uso del símil de Buffett, cuando el caballo es bueno (empresa) y el jockey malo (management), es el caballo el que termina ganando la carrera, pero en el caso de sectores sin barreras de entrada la calidad del jockey es fundamental. Se me ocurre el ejemplo del sector de automoción, ampliamente denostado por muchos *value* debido a que no ha generado valor históricamente e incluso a llegado a destruirlo según qué momentos. Durante la última década han surgido algunos directivos excepcionales como Sergio Marchionne (**FCA**), Carlos Ghosn (**Renault**) y Carlos Tavares (**Peugeot**), que han conseguido dar un giro radical a sus empresas, mejorando la eficiencia y los resultados desde que casi quiebran tras la crisis financiera y económica. La industria en su conjunto no parece ser la misma que hace diez años: se ha reducido la sobrecapacidad, la competencia irracional está desapareciendo y los retos del futuro se están afrontando. Esto se debe en parte al empuje de los directivos que he mencionado, por lo que todos ellos merecen mi más sincera admiración.

Valorar al *management* es una tarea difícil porque es necesario tener la capacidad de calar a

la gente y saber cuando te están diciendo la verdad y cuando te están mintiendo. Creo que Warren Buffett tiene esta cualidad, pero es uno de los pocos que la tienen y la realidad es que resulta muy difícil, sino imposible, desarrollar dicha cualidad mediante la práctica. Por esta razón hay inversores que directamente prefieren no hablar con el equipo directivo, ya que piensan que su capacidad crítica de decisión se puede ver empañada por el halo de optimismo de las historias que cuentan los directivos.

Sin embargo, creo que existe un punto intermedio entre los dos extremos mencionados: tener un don o no reunirse con el *management* bajo ninguna circunstancia, que se adquiere con tiempo y paciencia. Si uno se reúne suficientes veces con el *management* de una compañía, de forma prolongada en el tiempo, mientras que simultáneamente la compañía sigue publicando resultados y aplicando su estrategia, eventualmente es fácil hacerse una composición de lugar entre el discurso del *management* durante el periodo objeto de análisis y la realidad de los hechos. Si el equipo directivo ha dicho una cosa desde el primer momento y luego los hechos han ido en otra dirección, la compañía ha actuado de forma distinta o simplemente no han reconocido sus errores, se puede ver una clara disonancia entre las palabras y la realidad. Así, mediante un proceso de prueba y error podemos terminar evaluando si el management es bueno y su discurso consistente o más bien todo lo contrario.

MOI: *¿Hablan con el management de la empresa?*

Huerta de Soto: Esta pregunta ya ha sido en parte contestada antes, pero la respuesta es sí. A nosotros nos gusta hablar con el *management* ya que muchas veces se aprenden cosas sobre la compañía que es prácticamente imposible aprender a través de otra fuente. Además, consideramos que es muy útil saber quién está al cargo de nuestras inversiones puesto que nunca adoptamos una posición activista, sino que buscamos una relación de confianza con el equipo gestor. Si el equipo gestor no nos convence, difícilmente invertiremos en esa compañía.

Por supuesto tendremos que analizar nuestras interacciones con el *management* con escepticismo para no creernos absolutamente todo lo que dicen, ya que es de sobra conocido que los CEOs de las compañías suelen ser excelentes *story tellers*. Esta es la razón por la cual es de crucial importancia acudir a las reuniones con los deberes bien hechos, es decir, un modelo financiero de la compañía robusto, preferiblemente desarrollado por uno mismo, y un conocimiento amplio del negocio, su historia y el sector en el que se encuentra. Cuanto más sepas como analista/ gestor más difícil será para el *management* contarte una historia que no se sustenta con hechos reales y, al mismo tiempo, mejor será la imagen que transmitas. Es una relación bilateral y es importante que el CEO también llegue a respetarte como inversor, pues de esa manera será más proclive a contestar a tus preguntas, tendrá mayor accesibilidad y respetará tus opiniones sobre la compañía y el negocio cuando se las des.

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

Huerta de Soto: Recuerdo dos errores de inversión claros en mi cartera personal: **Arcelor Mittal** (fabricante de acero a nivel mundial) y **Polarcus** (compañía de exploración sísmica en el sector de O&G). Arcelor fue un claro ejemplo de inversión realizada a raíz de una recomendación, sin haber hecho yo el trabajo de análisis necesario para saber cuánto valía la compañía. Aunque no perdí mucho en términos absolutos, dicho error ha lastrado la rentabilidad de mi cartera desde un inicio (ya sabemos las reglas de oro de Buffett: la

primera no perder dinero y la segunda recordar la primera). El problema con Arcelor no fue la inversión en sí, ya que al cabo de cinco años la acción subió muy por encima de mi precio de compra, sino haberse dejado guiar por una recomendación sin haber realizado mi propio análisis. No haber hecho los deberes me impidió tener una convicción clara sobre el valor de la compañía cuando el precio de la acción se desplomó y al no tener dicho punto de referencia cuando volvió a rebotar vendí la totalidad de mis acciones realizando una pérdida en mi cartera. Lección aprendida: nunca invertir en una compañía sin haber hecho un análisis exhaustivo de la misma y tener claro cuánto vale.

El caso de Polarcus fue un claro ejemplo de compañía cíclica muy endeuda que no pudo hacer frente a sus obligaciones cuando el sector del crudo se desplomó en 2015. En las compañías cíclicas el tiempo juega en tu contra, por lo que si el ciclo bajista dura más de lo esperado normalmente muchas de las compañías acaban desapareciendo. Lección aprendida: si inviertes en compañías cíclicas asegúrate de que tengan poca o ninguna deuda, de manera que puedan aguantar lo suficiente hasta que el ciclo revierta.

Respecto a un error de omisión, me arrepiento de no haber invertido en FCA (Fiat Chrysler Automobiles) a comienzos de 2017 cuando era muy visible que valía el doble del precio de mercado.

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

Huerta de Soto: Personalmente es difícil mencionar solo dos o tres ya que son muchos los inversores a los que admiro y me han ayudado a crecer como analista e inversor. Sin duda, Warren Buffett y Charlie Munger son unos ejemplos excepcionales y las cartas a los inversores de **Berkshire Hathaway** son de estudio obligado por las muchas píldoras de sabiduría que contienen. Además, Buffett y Munger no son solo un ejemplo a seguir como inversores, sino también por su particular forma de ver el mundo desde un prisma optimista. Como ya he mencionado, la experiencia es un plus en el mundo de la inversión, principalmente porque permite cometer menos errores. Existen dos formas de aprender sobre los errores: cometiéndolos uno mismo (la manera más dolorosa y menos inteligente) o aprendiendo de los errores de otros (la forma inteligente). En este caso, escuchar y leer todo lo que dicen Buffett y Munger es posiblemente la mejor manera de evitar errores de inversión ya que, gracias a más de 60 años invirtiendo, han visto y han tropezado con todo tipo de piedras por el camino.

Otros inversores a los que admiro son Walter Schloss, Philip Fisher, Peter Lynch y Joel Greenblatt. De todas formas, como ya he dicho hay tantos y tan buenos que es difícil escoger solo unos pocos.

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

Huerta de Soto: Me gustaría mandar un mensaje de ánimo a todos los inversores *value* que actualmente están atravesando dificultades, ya sea por estar cosechando unas rentabilidades inferiores a las del mercado o por la dificultad a la hora de encontrar ideas de inversión interesantes. Estoy absolutamente convencido de que el *value investing* sigue siendo la filosofía correcta para generar unos buenos retornos a largo plazo, batiendo al resto del mercado y protegiéndonos del verdadero riesgo, definido como la pérdida permanente del capital.

Nos encontramos en un mercado alcista que ya dura demasiados años y puede parecer que el *value investing* no es la estrategia adecuada, sobre todo cuando lo comparamos con la

rentabilidad cosechada por la bolsa americana o los famosos FAANG. En estos complicados momentos en los que todo parece estar demasiado caro puede existir la tentación de tirar la toalla, dar la espalda a nuestros convencimientos y dejarnos llevar por la masa (ya sea invirtiendo en empresas como **Facebook**, **Netflix** o **Tesla**, o simplemente cerrando nuestros fondos y devolviendo el dinero a nuestros partícipes). Ya son unos cuantos los inversores *value* de reconocido prestigio que están atravesando momentos difíciles, como por ejemplo Whitney Tilson, el cual recientemente cerró sus fondos, Bill Ackman que lleva unas rentabilidades muy inferiores al mercado los últimos tres años o incluso David Einhorn, que en su más reciente carta a los inversores planteaba la cuestión de si el *value investing* estaba “muerto” y lo mejor era sucumbir a la tentación de hacer lo mismo que el resto del mercado.

Pues bien, si estos grandes inversores están encontrando dificultades no tengo ninguna duda de que alguno de los lectores se sentirá identificado con lo que aquí estoy mencionando. Ante todo, mi recomendación es aguantar, ser firmes y seguir aplicando aquello que sabemos que es cierto y funciona. Es justo en estos momentos de posible debilidad cuando tenemos que redoblar nuestros esfuerzos y ser fuertes, ya que al igual que no tengo duda en que el *value investing* funciona, tampoco tengo duda de que el actual ciclo alcista en algún momento revertirá. Por tanto, es necesaria mucha paciencia y carácter, pero el tiempo y los hechos juegan a nuestro favor.

MOI: *Muchas gracias Juan, por compartir tu sabiduría y experiencia con nuestros miembros.*