



ÁLVARO GUZMÁN DE LÁZARO: EL HOMBRE QUE SUSURRABA A LAS EMPRESAS

UNA PRONTA AFICIÓN AL ESTUDIO DE LAS CARRERAS DE CABALLOS FORJÓ A UNO DE LOS INVERSORES MÁS NOTABLES DEL PANORAMA FINANCIERO ESPAÑOL

Aunque no le guste mucho la definición, no cabe duda que la actual moda de los inversores en valor, coloca a los principales gestores como una especie de "gurús o estrellas del rock. Sucede con Álvaro Guzmán de Lázaro (Madrid, 1975) director de inversiones de azValor, firma en la que recaló tras pasar un año en el dique seco por su compromiso de no competencia tras abandonar Bestinver. Nos recibe en su despacho del Paseo de la Castellana en Madrid acompañado por el director de comunicación de la firma, Antonio San José, quien andaba inmerso en la lectura de "La Acción Humana", de Ludwig Von Mises. No es habitual que en firmas de inversión se puedan observar tantos libros de autores adscritos a la escuela austriaca de economía en las distintas estancias de las oficinas. Una correcta teoría del ciclo económico parece imperativa para quienes trabajan y es la base del crecimiento de esta firma que, nacida en 2015, ya atesora múltiples reconocimientos por sus excelentes resultados.



ANTONIO SALAZAR

› El Value parece estar de moda.

Ha ocurrido un poco lo que ya pasó en Francia. Allí había una sola gestora -Financiere L'Echiquier- y pasó a haber varias. Con toda humildad, aquí ocurrió que lo que hicimos en Bestinver fue bastante increíble al generarse una tasa de rentabilidad muy elevada para los partícipes -unos 30.000- que luego lo comentaban con sus amigos y conocidos, muchos con alto poder adquisitivo que descubren una alternativa a la banca. Desde la inversión en valor se quiebra ese monopolio de la banca. Así que cuando salimos, se crean nuevas gestoras que se dedican a esto y sucede que mucha gente se da cuenta que si se analizan bien las empresas, se estudian con detalle y se tiene paciencia, se puede conseguir un buen retorno. Es lo mismo que pasó en Francia y ya tocaba que ocurriera aquí. No éramos extraterrestres ni los más listos, sencillamente teníamos una forma distinta

de analizar las empresas. Los ahorradores también llega un momento en que dicen: ¡ya está bien de que el banco me cobre el 1,5% por un fondo índice! Ha sido la mezcla de muchas cosas.

› Viven un buen momento pero, así y todo, son pocos los fondos que siguen el método.

Debe aumentar la confianza en los gestores por parte de los inversores. Cuando no tienes una red potente de distribución, la fortaleza de los bancos, es complicado que te dejen dinero. Parece lógico que quienes ya estamos, y nos reconocen por ello, tengamos una facilidad mayor para acceder a esos fondos. Pero yo conozco probablemente a más gestores de los que salen en la prensa y hay mucho talento.

› Hay margen para crecer en España con la escasa cultura financiera que existe.

En nuestro país hay mucho dinero en depósitos, poco en renta variable y aun menos en gestoras *value*. Entre las cuatro gestionamos unos doce mil millones de euros, que si lo piensas bien es lo que había en Bestinver más lo que ha subido la bolsa. Hay margen pero competimos contra los bancos, son muy fuertes gracias a su red y la gente piensa que son buenos asignadores de capital. Pero esto, también, es algo de largo plazo, la gente empezará a preguntarse por los precios que pagan por un fondo índice. Tendrán que reinventarse pero no lo harán hacia el *value*, no digo que sea imposible pero es complicado porque va contra su manera de hacer las cosas, saber mantener posiciones cuando los valores van cayendo »

Ya era hora que el *value* se pusiera de moda en España

no está en su ADN. Y es la esencia de la inversión en valor.

› **Para azValor, la estrategia de los próximos años, ¿por dónde pasa?**

Nosotros somos muy sencillitos, pretendemos que nuestros fondos sean lo más rentable posible. Por un lado, tenemos nuestro dinero particular y el de nuestros amigos y familia en ellos, así que es una buena razón. Por otro, nuestros partícipes son muy especiales porque entienden lo que hacemos y son el 50% de la ecuación. El crecimiento llegará, no tenemos prisa, así que no estamos obsesionados con los plazos. Sí que nos hemos establecido un límite, no pasaremos de gestionar más de 2.500 millones de euros. Quizás no lo alcancemos nunca pero de hacerlo nos hemos propuesto no rebasar esa cifra. Puede que suene un mensaje pobretón pero lo hemos hecho así antes y ha funcionado, intentamos invertir bien y el crecimiento llegará.

› **¿No viven atrapados por su pasado en Bestinver? Eran unas rock star.**

Con eso me he reído siempre mucho, con la gestión que hacemos te pasas el 80% del tiempo con cara de tonto. Acuérdate, en el año 2003 dijimos que se estaba cebando una burbuja inmobiliaria y actuamos en consecuencia. En los años 2004, 2005, 2006 y 2007 los precios no caían y la gente se reía literalmente de nosotros. En 2008 pasas a ser otra vez una *rock star*. Nos ocurrió antes, con la crisis de las puntocom pero aquella duró poco tiempo. Pero nos decían que no nos enterábamos porque el mundo había cambiado. Hicimos lo que creíamos y al final eras una especie de gurú. Nosotros no dejamos de hacer las cosas que sabemos hacer que es estudiar las empresas a un nivel de detalle muy elevado, compramos cuando estas compañías pasan por algún problema temporal. Aquí mismo, en azValor, cuando empezamos caímos un 20% -nos llamaban *Tenvalor*- pero luego subimos un 50% y nos preguntaban

a qué colegio deberían llevar a sus hijos. No somos unos gurús, solo unos tipos que se estudian todo muy bien, que le echamos muchas horas y ya. La clave está en entender que no se trata de comprar barato, es entender el margen que tiene de recuperación el valor. Si compras barato y cae mucho más, no has hecho bien el análisis de la compañía. Sucede a veces que compras, caes mucho más pero luego recuperas, esa es la esencia. Para que funcione, la única clave es conocer muy bien a las empresas, cavando 500 metros bajo tierra y asumiendo que, con todo, te vas equivocar el 10 o el 15% de las veces.

› **Las luces de los éxitos opacan las oquedades de los silencios, solo que no es tan evidente el trabajo que desarrollan.**

Es que no es un trabajo de varita mágica ni que permite vivir de las rentas. Lo explicó muy bien Peter Lynch, para mí el mejor inversor de todos los tiempos: si no puedes dedicarte a esto 14 horas diarias, no lo hagas. Los grandes arquitectos pueden esbozar un proyecto en cinco minutos y que lo rematen colaboradores de su oficina, eso aquí no se puede hacer porque todo es complejísimo, las ciencias sociales son difíciles y no resulta sencillo entender lo que ha pasado. Los seres humanos vivimos de la narrativas, las necesitamos para vivir. Tenemos el mantra de la opacidad causal. Las empresas tienen activos, que se pasan de moda o no, activos que sufren su propio ciclo de vida, luego las personas que tienen sus propios fines y medios que hay que tratar de adivinar; además, lo que hacen los competidores, el papel que juega el Estado, en casi todas las economías es ya del 50%, todo con capacidad para alterar lo que sabes. Nosotros combatimos esa opacidad causal estudiando, rebuscando en los orígenes de la firma pero también del sector, quién fue el primero, qué vicisitudes ha pasado, quién lo ha hecho mal, quién bien y las razones, quién gana dinero y quién no... eso ya son 100 ó 200 horas. »

Cuando creces mucho con tus fondos buscas más no equivocarte que acertar y esa no es una buena estrategia



› **Es muy austriaca esa definición del empresario como la de quien mira al futuro con ojos de historiador.**

Bueno, cuando has respondido a todas esas preguntas, todavía no has empezado el partido, estás en el calentamiento. Debes observar el futuro del sector. Todo ese proceso te pone a prueba, te debe no gustar, apasionar lo que haces, saber hacerlo y querer hacerlo porque cuando has tomado la decisión de invertir son muchos los que no la comprenderán. Así que también deberás saber defender tus razones. Todo esto es complicado, no lo digo en su sentido técnico porque cualquiera con un intelectual medio, pasión, sentido común y paciencia se puede dedicar bien, pero es tedioso porque no hay varitas ni gurús. Todo eso son relatos de la prensa que necesita construir historias de ese tipo. Fíjate en Bill Miller, dieciséis años seguidos batiendo al Standars&Poors, se mete de lleno con las constructoras americanas en un momento malo del ciclo porque desconoce la teoría austriaca y se pega un batacazo que le hace desaparecer del mapa. Era una *rock star*.

› **¿Qué es lo que le enganchó del *value*?**

Con siete años estaba ya metido en el cálculo de probabilidades porque me gustaban mucho las carreras de caballos. Si sabes de caballos y vas tabulando datos, puedes ganar. Mi padre me traía las revistas los viernes y desde que terminaba los deberes, me ponía a preparar las carreras de los domingos. En las carreras gana el favorito pero se paga muy poco; lo interesante es que en dos de cada seis, no lo hace así que ahí sí hay margen para obtener premios más elevados. Así que te ponías a buscar caballos infravalorados, aquel que en carreras anteriores había ido muy rápido pero le tocó por el peor lado del hipódromo o cualquier otra razón. En el fondo, es lo mismo que hacemos con las empresas. Cuando salgo de la facultad, me topo con un tipo que había sido colaborador del legendario Peter Lynch, me cuenta esto y lo que pienso es que eso ya lo había hecho. Así que me quedé a trabajar con él en Fráncfort, me dice que me tengo que leer a una serie de autores -básicamente Graham y Lynch-. Terminé y me dijo que mirara una empresa y a los tres

meses ya estaba invirtiendo mi dinero. Esto era más sencillo que los caballos, a fin de cuentas, no hablan y no pueden decirte qué es lo que les ha pasado. Eso no quiere decir que todo sea racional. En la crisis asiática del 97, la primera que viví, aquello se desmoronaba y pensaba qué tendrá que ver el valor de Telefónica con lo que ocurra en Tailandia. Ahí me convencí que, igual, no era tan sencillo a como lo veía.

› **¿Ha llegado a perder la pasión? Hablaba de Peter Lynch, dejó de trabajar 14 horas 7 días a la semana porque se dio cuenta que el trabajo lo absorbía todo. Buscó un acomodo más llevadero.**

Llegó a lamentar no haber visto ni un solo partido de baloncesto en los que jugaba su hija. Cuando llegué a Bestinver había 200 millones en el fondo nacional y 10 en el internacional. Llegamos a seis mil y empecé a resoplar, fichamos a Fernando Bernad porque lo necesitábamos. En 2009 nos fuimos a dos mil millones y de ahí a 10 mil millones. Nunca me sentí cómodo gestionando 8 mil millones,



Sergio Fernández-Pacheco, director Financiero y de Operaciones.

Álvaro Guzmán de Lázaro, director de Inversiones y CEO.

Beltrán Paragés, director de Relación con Inversores y Desarrollo de Negocio.

Fernando Bernad, subdirector de Inversiones.

es cuando más expuesto a errores estás y ahí surgen diversas inversiones que no fueron buenas. Nos pasó con Rolls, nos pasó con Tesco. Vas a la oficina y te das cuenta que no puedes hacer nada para que cambien las cosas radicalmente. En esos momentos, gestionando esas cantidades, no digo que perdiera la pasión pero algo sí. Tienes metido tu dinero, una cartera muy buena pero lo que haces con los últimos mil millones no es excelente.

› **¿No habrían cometido esos errores de no haber aumentado las cantidades gestionadas?**

Estoy convencido. En ese entorno vas a no equivocarte, no a acertar porque es difícil que alguien no haya visto lo importante en una compañía que vale 40 mil millones. Puede ser una idea discutible pero tu buscas oportunidades en empresas que han pasado desapercibidas, en las grandes es complejo que alguien no se te adelante.

› **¿En qué no invertiría?**

En lo que no entiendo ni puedo llegar a comprender. Aunque algunas tecnológicas generan *cash-flow*, es un sector que me resulta extraño. Luego constructoras en el extranjero, ves empresas que parecen atractivas pero no puedes saber de qué manera le puede afectar el alcalde del pueblo de Corea en que tiene sus proyectos. Tampoco en seguros fuera de tu país ni en la banca.

› **¿Qué opinión le merece el papel que ha jugado el Banco Central Europeo?**

Ha creado un montón de inversores forzosos en los mercados, una notable distorsión.

› **¿Qué riesgos observa en este momento?**

La recesión de 2008 hizo que se para en seco la economía y, aunque se produjeron ajustes muy importantes

No
tenemos
prisa. El
crecimiento
llegará

depurando malas inversiones anteriores, no fue el tipo que se precisaba porque lo pararon antes. Ahora el crédito no se ha recuperado porque la gente ya estaba muy endeudada, quien sí lo ha hecho es el Estado que imprimió dinero para mantener los activos financieros y rebajar el coste de su financiación. Pasado un tiempo, no ha aflorado ese dinero en la economía y tampoco se recupera como se había previsto. Algunas van mejor que otras, eso hace que sea un riesgo que los gobiernos quieran disparar todavía más el gasto público. ■

Glassy Dur
UNA IDEA, UN DISEÑO, UNA SOLUCIÓN.

GF VICTORIA
HOTELES ★★★★★ GL



GRUPO ANTONIO AFONSO

Soluciones Constructivas desde 1984

info@glassydur.com
+34 922 81 23 94
www.antonioafonso.com

