

HOY

**MENSUAL DE FONDOS Y PENSIONES**  
P1 a 16

Expansión  
**Start Up**

España, sexto ecosistema de Europa por inversión



**OPINIÓN**  
Por Tom Burns

**La utopía de Sánchez** P31

**Sánchez quiere controlar el precio de los alimentos** P23

Los **'compradores en serie'** replantean su estrategia P8/LA LLAVE

El **H2Med** costará 30 euros a cada español P6

**INVERSOR** Retirada de fondos en las 'criptos' P18

**CHRISTOPH SCHWEIZER**  
CEO de Boston Consulting Group

**"Una empresa no tiene futuro si no se preocupa por el medio ambiente"** P4

**JORDI GALLARDO**  
Ministro de Presidencia y Economía de Andorra

**"Desarrollamos una legislación que dé seguridad a la economía digital"** P22

**ANÁLISIS**

Por Salvador Arancibia  
La recesión más anunciada que afortunadamente no acaba de llegar P19

**EL PRÓXIMO SÁBADO AGENDA 2023**

## El Supremo analiza si es legal la retroactividad de los nuevos impuestos

■ Afecta a los tributos a grandes fortunas, energéticas y banca

P21

# Las empresas podrán traer trabajadores extranjeros

La nueva norma permitirá cubrir vacantes en construcción, transporte y metal

El ministro Escrivá prepara una norma para permitir a los empresarios contratar en el extranjero los trabajadores

que necesitan y que no encuentran en España. Esta propuesta es rechazada por Yolanda Díaz. P20/EDITORIAL

■ El sector construcción necesita 700.000 trabajadores y las pymes industriales otros 150.000

■ El Gobierno creará un permiso de 4 años para facilitar la movilidad laboral de los empleados extranjeros

## ENTREVISTA CON ÁLVARO GUZMÁN Y FERNANDO BERNAD, DIRECTORES DE AZVALOR



### Azvalor: "Llega una edad dorada para la inversión 'value'"

Los gestores de Azvalor explican, en una entrevista con EXPANSIÓN, las claves para que su fondo estrella, el Azvalor Internacional, se haya revalorizado más de un 100%. Guzmán y Bernad defienden la inversión value. P17

■ "Nuestro fondo Azvalor Internacional tiene potencial para subir otro 100%"

Álvaro Guzmán y Fernando Bernad, gestores de Azvalor, en un momento de la entrevista.

Aedas, Neinor, Metrovacesa y Vía Célerre reducen sus ventas un 18%

■ Comercializan 5.451 viviendas hasta septiembre, frente a las 6.684 de 2021 P3/LA LLAVE

## Santander y Sabadell refuerzan su capital

Santander y Sabadell están entre los pocos bancos europeos que mejoran su ratio de capital gracias al aumento de sus beneficios. La banca europea está viendo reducidos sus niveles de solvencia por el pago de dividendos y las cargas regulatorias. P15



Ana Botín  
preside Santander.



César González-Bueno,  
CEO de Sabadell.

16 cotizadas españolas estarán en el Dow Jones Sustainability

■ Figuran Santander, CaixaBank, Endesa, Iberdrola, Inditex, BBVA, Ferrovial y Acciona P10

# “Azvalor Internacional puede subir otro 100%, viene una edad dorada del ‘value’”

**ENTREVISTA ÁLVARO GUZMÁN Y FERNANDO BERNAD** Directores de Inversiones de Azvalor / Los gestores de Azvalor han multiplicado por más de dos la inversión de su fondo estrella desde el lanzamiento de la firma.

Sandra Sánchez. Madrid

En un año aciago para los mercados de inversión a nivel global, la gestión activa va camino de cerrar uno de sus mejores marcas respecto al mercado. Brillan especialmente los gestores *value*, que han vuelto a firmar resultados que baten a los índices.

Álvaro Guzmán (Madrid, 1975), consejero delegado y codirector de Inversiones de Azvalor, junto a Fernando Bernad (Huesca, 1975) gestionan uno de los mejores fondos de inversión del año. Su producto estrella, el Azvalor Internacional, gana más de un 45% y desde su lanzamiento dobla su patrimonio. Aseguran que sus fondos son lo más indicado para un ahorrador.

—¿Por qué Azvalor le está sacando esa diferencia de rentabilidad a los competidores más directos y a los índices?

**Álvaro Guzmán:** En todos nuestros fondos, este es el año donde hemos batido al mercado por más margen de toda nuestra historia. Yo entiendo que llame la atención, porque hay mucha diferencia, pero no es solo este año. Desde que empezamos con Azvalor [noviembre de 2015], hemos multiplicado por 2,2 veces el dinero, que equivale a una revalorización del 12% anual. Y desde marzo de 2003, cuando empezamos a gestionar [se refiere a su anterior etapa en Bestinver] hasta que nos fuimos en noviembre de 2014, multiplicamos por 6. En la suma de ambos periodos hemos multiplicado por 13 la inversión inicial, que equivale a un 14,5% anual. Y lo hemos conseguido con dos caídas del mercado del 50%.

—Y a pesar de las subidas siguen hablando de un fuerte potencial de las carteras...

**Fernando Bernad:** En 2020, en plena tormenta del Covid, sacamos una carta diciendo que el fondo valía 216 euros. En aquel momento estaba a 90. Dos años más tarde, hemos rebasado esa cifra. Nos hemos encontrado el mejor entorno para un inversor como nosotros, *value*. Hemos visto cómo nuestras compañías subían con fuerza y estábamos realizando plusvalías, mientras el mercado a nuestro alrededor caía un 20%. Eso esconde que hay



Álvaro Guzmán y Fernando Bernad.

empresas que han caído mucho más, un 60% o un 70%. En algunas de ellas hemos encontrado oportunidades de inversión.

Hemos incrementado el valor del fondo más de un 100%. Ahora lo valoramos en 450 euros, siendo muy conservadores. Hemos vendido ganando mucho dinero en compañías que han subido con fuerza, y hemos invertido en empresas que por las caídas representan una oportunidad, con potenciales del 100%. Y en la mayoría de los casos, cuando vendemos una compañía, sigue subiendo.

**A.G.:** Tenemos unas carteras que van a seguir dando mucho juego, porque empieza una edad dorada del *value investing*. A los que sigan este estilo de gestión les va a ir muy bien. El *value* ha estado muchos años haciéndolo mal. Desde el 2011 al 2021 no ha hecho nada. Nosotros hemos empezado antes a generar rentabilidad porque nos hemos aventurado en sectores más difíciles de analizar que estaban muy baratos, pero el renacer del *value* va a empezar ahora.

—En sus últimas cartas han hablado de rotación de carteras tras las fuertes rentabilidades. ¿El mercado ha

**ÁLVARO GUZMÁN**

“Hemos empezado antes a generar rentabilidad porque nos aventuramos en sectores difíciles de analizar”

empezado ya a reconocer las compañías que están incluyendo en los fondos?

**F.B.:** En algunos casos sí. Pero en general, aunque los mercados han rebotado en las últimas semanas, las compañías del estilo de las que no hemos estado invertidos en los últimos años no lo están haciendo bien todavía. Lo que está funcionando bien en nuestra cartera es lo de siempre, lo de los últimos años.

**A.G.:** Algunas de las compañías que hemos comprado recientemente han subido ya un 30%, muy rápido. Pero, en realidad, lo que calculamos para ver si funciona la rotación es el valor intrínseco de la cartera: si el valor intrínseco sube, la rotación ha funcionado y al revés.

—En los últimos años Azvalor se había refugiado en materias primas. ¿Puede que la rotación esté llevando a los fondos a volver a invertir más en Europa, en empresas de corte industrial y

en las que ya habían invertido en la etapa de Bestinver?

**A.G.:** Claro, porque Europa es algo que conocemos bien. Fernando y yo conocemos en Europa 500 compañías. Sabemos bastante de ellas porque las hemos analizado bien en el pasado y estamos al día.

**F.B.:** Las compañías que estamos mirando son sobre todo europeas, industriales en su mayoría, porque son las que más han caído. Pero hay de todo: hay de servicios, hay de comercio...

**A.G.:** Se va a poder crear mucho valor. Tenemos ya una lista de 77 compañías preparadas para invertir.

—¿Hay tecnología en esa lista?

**A.G.:** Tenemos una listilla que va aparte. Pero a la tecnología todavía le falta un poco. —¿Pueden citar alguna idea nueva de inversión y contar por qué creen que el mercado la está castigando?

**A.G.:** Hemos invertido en una gestora inglesa, Ashmore, que está especializada en renta fija de mercados emergentes. Ha caído de 500 peniques a 190, y ahí hemos comprado, porque tiene mucha caja y está gestionada por un dueño, Mark Coombs. Creemos que hace muy bien las cosas y tiene mucho potencial.

**FERNANDO BERNAD**

“El Azvalor BlueChips permanecerá abierto cuando cerremos el internacional. Aplicamos la misma filosofía”

—En alguna ocasión han mencionado que cerrarían los fondos cuando alcanzasen cierto nivel de patrimonio. ¿Siguen pensándolo?

**A.G.:** Hemos gestionado tan poco como 12 millones, en 2003 en el Bestinver Internacional, y tanto como 10.000 millones. Una de las verdades del sector es que cuanto más gestionas, más difícil es lograr rentabilidad. Y por eso hay un momento en el que puede tener sentido cerrar los fondos. Sin nada escrito en piedra, creemos que ese nivel está en los 2.500 millones en el Azvalor Internacional, nuestro fondo estrella, que ahora gestiona casi 1.600 millones. Dependerá de en qué momento de mercado estemos cuando alcancemos esa cifra. Si estamos en un momento bajísimo, hemos crecido por revalorización y hay oportunidades, por qué no seguir.

—¿Qué planes tienen para cuando el fondo alcance ese objetivo?

**F.B.:** El fondo de grandes compañías, el Azvalor BlueChips, es el que permanecerá abierto cuando cerremos el internacional. Aplicamos la misma filosofía, pero a compañías más grandes. La capitalización media que tenemos en ese fondo son 20.000 millones y son empresas que no consumen capacidad, no tiene límites, podemos gestionar muchísimo más dinero.

**A.G.:** El BlueChips será una excelente forma de invertir en Azvalor cuando cerremos el Internacional. Es un fondo que lo está haciendo muy bien. En lugar del 15% anual, puede dar el 11%. Pero esas compañías son menos volátiles y la gente lo aprecia.

**F.B.:** Lleva un 40%, mejor que el mercado y que los índices *value*.

—¿Cómo afrontan la ola de la inversión sostenible?

**A.G.:** Antes, el mundo financiero era el puro descuento de flujos. Hoy se analizan más criterios y eso es buena noticia, como el de la guber-

“Seguimos el proceso de inversión de los ‘private equity’”

—¿Cuál es la fórmula de gestión de Azvalor?

**Álvaro Guzmán:** Tenemos un proceso de inversión muy largo. Primero decidir qué empresas miramos. Ahí Fernando y yo somos los guardianes. Después, viene una parte que hacen los analistas más jóvenes y que consiste en analizar lo sucedido con esas empresas en los últimos diez años en varios planos: financiero, contable, operaciones corporativas, gobierno corporativo... Luego en una segunda fase nuestros analistas con más experiencia realizan un análisis competitivo. Hasta ahí, Fernando y yo no hemos estado involucrados (salvo en la primera fase). Y tras este trabajo llegamos al punto de preguntarnos cuánto vale una empresa. Después analizamos el peor escenario para esa empresa y, por último, decidimos el peso en cartera. Es el proceso de inversión de los *private equity*.

**Fernando Bernad:** Miramos menos cosas que el resto, y más a fondo. Tenemos un comité de inversiones todos los lunes. Y cada tres semanas hacemos un comité extra. **A.G.:** Para decidir si compramos una empresa tiene que haber mayoría de gestores que quieran comprarla. Esto no va de la brillantez de dos señores, no somos un fondo de autor, es un proceso. La decisión final la tomamos entre tres personas, Fernando, Paul Gait [gestor de Azvalor en Londres] y yo, con un sistema de vetos. Si uno está muy en contra, para que el 2 contra 1 venza, tenemos que anular el argumento del otro. Fernando y yo ya no somos imprescindibles en Azvalor. Al principio sí. Después de siete años, ya no.

nanza, que desde el principio de nuestra trayectoria lo hemos tenido en cuenta siempre. El tema social nos parece muy importante si tiene relación con el negocio. Y el tema de la E, es importantísimo, pero hay que pensar una estrategia de transición realista. Tiene que estar mucho más pensada. Dicho esto, nosotros invertimos en lo que es legal.