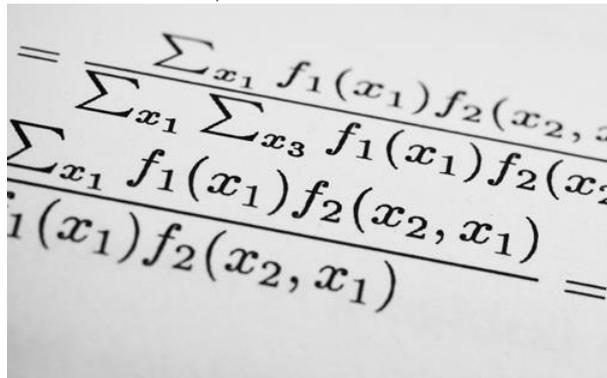


TOBAM llega a España con tres fondos y la fórmula que han patentado para maximizar la diversificación de una cartera

TOBAM es una boutique participada por Amundi que acaba de registrar sus fondos en España. La entidad no solo desembarca con su gama de producto. También trae una filosofía de inversión muy novedosa sobre la que tiene la patente.

Óscar R. Graña | 17 febrero del 2015 - 16:30 hrs.



Autor imagen: Tkamenick, Flickr, Creative Commons

TOBAM es una boutique francesa, con sicav luxemburguesa y productos con formato UCITS que siguen una estrategia long only. Toda su gama corresponde a fondos de renta variable, excepto uno, que es de renta fija. **Actualmente mantiene 8.000 millones de dólares en activos bajo gestión, siendo las estrategias Anti-Benchmark Global Developed Equity (3.100 millones de dólares), el Anti-Benchmark Emerging Markets Equity (1.730 millones) y el Anti-Benchmark US Equity (1.48 millones) los productos que cuentan con un mayor tamaño, que son además los que han registrado en el mercado español.** Pese a ser una firma gala, menos del 10% de sus clientes están en Francia. La mayor parte son fondos de pensiones, bancas privadas y fondos de fondos provenientes del norte de Europa y EE.UU.

El 80% del capital de TOBAM está en manos de los empleados de la entidad, que pasan a ser accionistas de la compañía una vez cumplen seis meses como miembros del equipo. Un 12% del capital está en manos de [Amundi](#), que entró en 2012 y con la que TOBAM firmó un acuerdo de distribución. El 8% restante pertenece a CalPERS, el fondo de pensiones californiano de los empleados públicos de California. Además de ser uno de sus accionistas de referencia, TOBAM gestiona desde hace tres años para CalPERS un mandato de 200 millones de dólares en renta variable global. En la gestora trabajan actualmente 32

profesionales, centrados en el análisis y desarrollo de un modelo que han patentado, que denominan la estrategia Anti-Benchmark, que aplican a nivel país, regional y global.

La entidad fue fundada en 2005 por Yves Choueifaty, matemático de educación que encontró un modelo sobre el que basar su filosofía de inversión Anti-Benchmark. Este consiste en un método cuantitativo que busca construir la cartera más diversificada posible evitando los sesgos del mercado, con el objetivo de que la cartera se acerque lo máximo posible a la frontera eficiente. Aunque el equipo se reparte entre las oficinas de París y Nueva York, la mayoría de ellos desarrollan su labor desde la oficina francesa. Catorce de ellos se dedican exclusivamente a labores de investigación. Como curiosidad destaca el hecho de que los gestores también invierten la mayor parte del tiempo en el análisis y el estudio para continuar mejorando el modelo con el que trabajan.

Premisas sobre las que se cimenta la estrategia anti-benchmark

Los responsables de la estrategia parten de varias premisas. **La primera, que el mercado es eficiente y que, por tanto, toda la información está recogida en el precio. Esto les lleva a la segunda conclusión: como no es posible prever el comportamiento de los mercados, la mejor estrategia es la diversificación. La tercera, que en el universo de activos invertibles existen dimensiones de riesgo y que, para maximizar la diversificación, es necesario construir una cartera que esté expuesta a todos ellos sin sobreponderar uno frente a otro.** De hacerlo, se incurriría en un sesgo. Tratan, por tanto, de crear una cartera con una exposición neutral al riesgo distribuyendo la volatilidad de manera equitativa entre todos ellos, para así evitar sesgos a nivel sectorial, geográfico, capitalización, por estilo...

Según explica en una entrevista a [Funds People](#) Yves Choueifaty, presidente de TOBAM, **una cartera fuera de la frontera eficiente no es eficiente y el benchmark no lo es. “El índice de referencia no es la cartera de mercado. Es una cartera de mercado resultado de la capitalización bursátil. Es solo una cartera posible, no la única, y ni mucho menos la más diversificada. Presenta una concentración muy elevada a determinados factores de riesgo. Estas concentraciones cambian con la evolución del mercado.** En los años 70 lo vimos con la burbuja de General Motors, en los 80 con Exxon y los máximos del petróleo, luego vino la burbuja de las punto.com, la crisis financiera... En todos esos casos, se produjo una fuerte corrección justo cuando esos sectores alcanzaron su máximo peso en el índice”.

Por ese motivo, el experto considera que **invertir pasivamente en un índice no es eficiente. “Invertir pasivamente es una cosa y ser neutro a nivel de riesgo es otra. La inversión pasiva no da buenos resultados a largo plazo.** Por ejemplo: cuando un sector, o una acción, gana, su peso en el índice aumenta mecánicamente hasta que alcance un máximo. Cuando se produce una corrección la cartera tiene una exposición máxima a este sector lo que lastra la rentabilidad. El peso del sector va a bajar como su precio baja. Puedes decir que has ganado invirtiendo con un índice, pero en ningún caso asegurar que has capturado la prima de riesgo. Es como ir al casino: puedes ganar apostando todo en la ruleta a un color, pero previamente has asumido un riesgo poniendo el dinero encima de la mesa. Como jugador has ganado, pero no capturado la prima de riesgo; el dueño del casino, sin embargo, sí lo ha hecho por la tipología diversificada de su negocio”.

Funcionamiento del modelo

Para Choueifaty, **“la principal función de utilidad del modelo Anti-Benchmark es capturar la totalidad de la prima de riesgo de la renta variable de manera sistemática, sin hacer apuestas ni caer en sesgos, para lo que solo necesitas una combinación de valores. Si construyes una cartera con un asset allocation neutral en términos de riesgo consigues un fondo muy eficiente, que se sitúa muy cerca de la frontera eficiente. Si comparamos nuestra cartera con el índice, lo primero que vemos es una reducción del riesgo consecuencia de la maximización del número de fuentes de riesgo, lo cual se logra por la diversificación. Lo segundo que observamos es una mayor rentabilidad (de entre el 3% y el 5% anualizado sobre el índice antes comisiones) sobre un ciclo completo de mercado”**.

Se puede representar la cartera como una esfera. “Si tenemos Apple, también poseemos en la anti-Apple. Si tuviésemos que decir cuál de estos valores -Bank of America, Citigroup y Boeing- va a generar una mayor rentabilidad durante los próximos cuatro años no lo podríamos saber. Tampoco cuál de ellos será más volátil. Lo que sí podemos intuir es que la correlación entre Bank of America y Citigroup debería ser mayor que la correlación entre cualquiera de los bancos y Boeing. Todo el mundo sabe calcular la beta, la gamma... pero no la diversificación. No se conoce mucho de ella. Solo se sabe que cuando combinas una serie de activos no correlacionados, el riesgo de esta combinación es siempre inferior a la combinación de los riesgos de los activos. Esa es su esencia. Los riesgos no se añaden, sino que se compensan”.

El ratio de diversificación, la fórmula que han patentado

El experto asegura que **todo lo que hacen en TOBAM sienta sus cimientos sobre una base demostrada. Dicha base la fundamentan en el ratio de diversificación, fórmula matemática que han patentado en EE.UU, Australia y Japón y aplicado por otros patentes en varios otros países. La ratio de diversificación es una medida de diversificación. Su formulación responde a una combinación de los riesgos dividido entre el riesgo de la combinación. En el dividendo se sitúa la volatilidad media ponderada de todos los activos en los que están invertidos y en el divisor la volatilidad de la cartera. El dividendo es siempre superior al divisor. “Esta ratio nos permite calcular la diversificación de cualquier cartera. Está cada vez más reconocida por la industria. De hecho, esta cada vez mas citada en artículos de investigación cuantitativa por académicos o competidores”**.

La selección de acciones es cuantitativa, si bien la cartera es muy clásica. **“Es una estrategia muy intuitiva”**. La cartera resultante será aquella que va a combinar las acciones con un nivel de correlación más bajo. **No integran análisis fundamental ni criterios de valoración. Al modelo se le imponen tres restricciones: la estrategia debe ser long only, estar 100% invertida y sin apalancamiento.** Mensualmente se rebalancean las posiciones, lo que en el caso de la estrategia de emergentes se hace trimestralmente para optimizar nuevamente la cartera. “Los gestores ejecutan e investigan. El criterio de entradas y salidas de los valores en la cartera responde al mero análisis de las correlaciones”. Por ese motivo, uno de los aspectos más importantes en los que trabajan es en reducir los costes de intermediación.

El hecho de que el modelo esté patentado es, para Choueifaty, un aspecto muy importante, ya que solo TOBAM puede utilizarla con fines comercializadores. **“Es bastante inusual que te concedan una patente sobre un modelo vinculado a la gestión. Tienes que tener algo realmente diferenciador. No se consigue fácilmente. Se ha logrado porque es un**

concepto completamente novedoso". Con ella, se muestran convencidos de poder seguir batiendo al mercado durante un ciclo completo, haciéndolo además con una volatilidad que actualmente es entre 10 y 30% inferior a la del índice. Los ratios fundamentales indican que el tracking error es elevado, al igual que el active share (que puede ser de 95%).