



LOS BENEFICIOS DE LA **CONCENTRACIÓN**

OP

TI

La concentración óptima permite aumentar la seguridad y la rentabilidad de un fondo de inversión a través del estudio de cada compañía y una mayor exigencia y precisión en los criterios de selección y la conformación de la cartera.

MA

La teoría moderna de gestión de carteras (Modern Portfolio Theory, MPT) desarrollada por Harry Markowitz en la década de 1950 mediante la aplicación del Capital Asset Pricing Model (CAPM) es la metodología más extendida y utilizada en la gestión de las inversiones como sistema de configuración de carteras. Sin embargo, este modelo tiene sus limitaciones y las conclusiones a las que llega no dan resultados óptimos en la práctica.

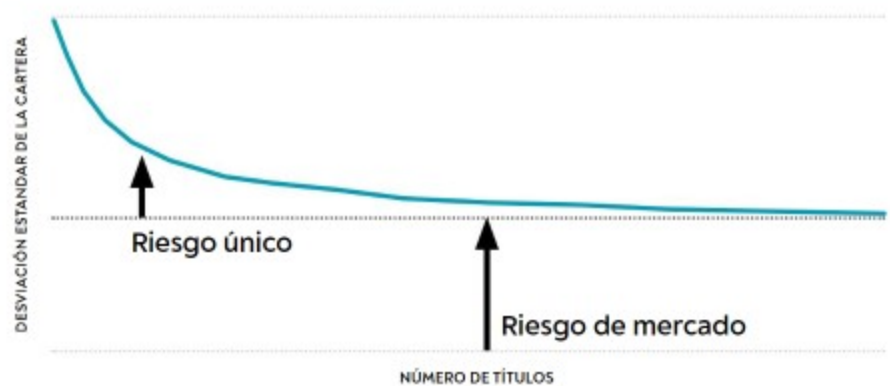
El modelo se basa en la hipótesis de los mercados perfectos, un conjunto de premisas ideales como que el comportamiento de los actores del mercado es racional, que existe información y conocimiento perfecto compartido por todos ellos, un nivel neutral de aversión al riesgo constante, un único horizonte de inversión y una correlación constante de la rentabilidad entre los diferentes activos.

PREMISAS IRREALES

Sin embargo, los actores que conforman el mercado, los inversores, no siempre son neutrales al riesgo, ni valoran siempre correctamente los activos, ni tienen todos el mismo conocimiento e información. De forma recurrente se vuelven propensos al riesgo o con aversión a él como lo revelan los innumerables ejemplos de burbujas y crashes de las bolsas, en los que las acciones se sobrevaloran de forma especulativa (irracional) y posteriormente, en momentos de pánico, las ventas masivas las infravaloran: una muestra de las ineficiencias propias del mercado, que son la causa de que las conclusiones del modelo basado en premisas ideales, no reales, no sean acertadas.

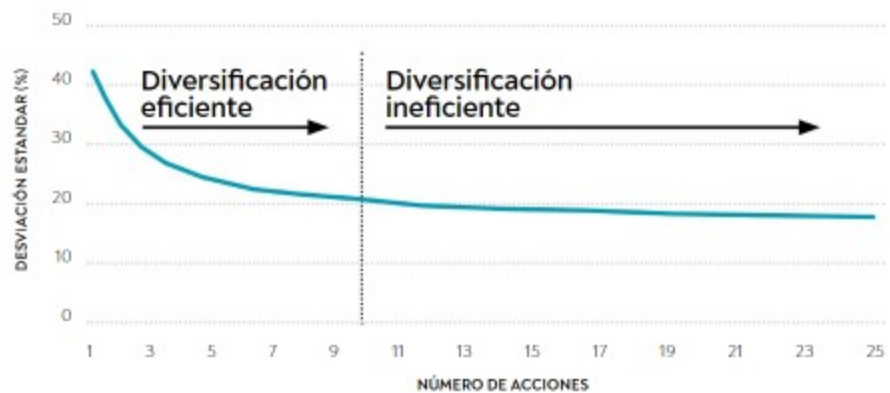
Una de las principales conclusiones y creencias establecidas por este modelo es que un alto grado de diversificación reduce el riesgo de una cartera. ▶

LOS TIPOS DE RIESGO



LA DIVERSIFICACIÓN TIENE UN RANGO DE EFICIENCIA ÓPTIMO

EFFECTO DE LA DIVERSIFICACIÓN



CONCENTRACIÓN ÓPTIMA



Fuente: Principios de Finanzas Corporativas, 9ª edición, Franklin Allen, Richard A. Brealey y Stewart Myers y elaboración propia.

EL EXCESO DE DIVERSIFICACIÓN DE UNA CARTERA, PARADÓJICAMENTE, AUMENTA EL RIESGO Y REDUCE SU RENTABILIDAD ESPERADA

Sin embargo, en la práctica, el exceso de diversificación, paradójicamente, aumenta el riesgo y reduce la rentabilidad total esperada. ¿Por qué sucede esta aparente paradoja?

Para empezar, el único tipo de riesgo que reduce la diversificación es el riesgo único, idiosincrático o propio de cada inversión: al incrementar el número de inversiones representa un porcentaje cada vez menor del total. Adicionalmente, la diversificación no elimina el riesgo de mercado, o económico, ni protege de los eventos extremos (cisnes negros), ya que con la diversificación máxima se sigue teniendo como mínimo, el mismo riesgo de mercado.

LA SOLUCIÓN

Además, debido a que las correlaciones entre los activos no son constantes, sino que durante periodos de estrés económico aumentan repentinamente, la diversificación es menos efectiva justo cuando más se necesita. Finalmente, la diversificación diluye el potencial de rentabilidad de las mejores inversiones.

La solución a estas ineficiencias de la diversificación extrema es la existencia de un nivel de diversificación óptimo, o mejor dicho un nivel de concentración óptimo.

La mejor manera de reducir el riesgo (definido correctamente como la probabilidad de una pérdida permanente de capital y no como mera volatilidad como lo define el modelo) es conocer el que implica cada una de las inversiones. Sin embargo, cuanto más diversificada es una cartera, menos conocimiento y control se tiene sobre los

activos individuales. El seguimiento constante de varios activos y la necesidad de reequilibrar portafolios con centenares de inversiones suponen una tarea desafiante y costosa que quita recursos para investigar adecuadamente cada activo de la cartera. Esto lleva a invertir en acciones que no se comprenden completamente, aumentando con la alta diversificación, paradójicamente, el riesgo de la misma.

Académicamente, está aceptado que la diversificación óptima se puede encontrar entre seis y 10 acciones que no estén correlacionadas y a partir de ahí la diversificación cada vez es más ineficiente, ya que reduce la rentabilidad potencial marginal sin disminuir significativamente el riesgo.

Las ventajas de la concentración óptima provienen de tres fuentes. La primera es el conocimiento en profundidad de cada una de las inversiones, lo que permite concentrarlas solo en las mejores oportunidades y así superar la rentabilidad del mercado. La segunda es que también permite seleccionar aquellas mejores inversiones cuyos riesgos únicos sean menores y estén menos correlacionados entre ellos en momentos de estrés económico, consiguiendo una descorrelación más eficiente.

La tercera fuente, menos conocida, es que no todas las empresas tienen la misma exposición al riesgo de mercado y la concentración óptima permite reducir el riesgo de la cartera por debajo del nivel del mercado centrándose únicamente en compañías con menor exposición al riesgo macroeconómico y que consisten en negocios con demanda estable, poco sensibles al pre-

cio, con crecimiento estructural, con balances sólidos, bajas necesidades de capital y de financiación y estructuras organizativas y directivos capaces de ser flexibles y aprovechar las oportunidades del mercado.

UN EJEMPLO

Como ejemplo, quizás el exponente más conocido de la concentración óptima sea Warren Buffett, quien a lo largo de toda su carrera ha huido de la diversificación a favor del conocimiento profundo de los negocios en los que invertía. El sabio de Omaha actualmente tiene más del 75% de la cartera de inversiones cotizadas concentrada en solo cinco acciones, con un peso de la mayor de ellas, Apple, de más del 40% del total del portafolio, cuya capacidad para batir al mercado durante décadas es notoria.

Como se ha visto, la concentración óptima es una estrategia que permite aumentar la seguridad y la rentabilidad de un fondo de inversión a través del estudio en profundidad de cada compañía y una mayor exigencia y precisión en los criterios de selección y la conformación de la cartera.

Sin embargo, la normativa europea UCITS que regula los fondos de inversión en Europa para inversores particulares, con los límites del 5-10-40 (límite del 10% de la cartera en una posición y que la suma de los valores que ponderan más del 5% no supere el 40%), obliga a los fondos a tener en la práctica un mínimo de 20 activos en cartera si se quiere estar totalmente invertido.

Esto obliga a estar invertido en pocas inversiones a las 10 mejores, como describe el término anglosajón *diworsification*. La única forma de salvar esta situación en España son los Fondos de Inversión Libre (FIL), cuya estructura permite la libertad de concentración y pueden centrarse en las 8-10 mejores inversiones beneficiándose de la mayor rentabilidad y menor riesgo de la concentración óptima. ■