

# Análisis - Fulcrum Equity Dispersion Fund

(el fondo más raro de Icaria Patrimonio FIL)

<https://icariacap.substack.com/p/fulcrum-equity-dispersion-el-fondo>

*Gana cuando los demás pierden. Pierde cuando todo está calmado, y casi nadie entiende cómo lo hace. Bienvenidos a la dispersión.*

Hoy toca analizar un fondo muy distinto, un fondo que cuando lo cuento en una mesa a inversores provoca casi siempre la misma reacción de inicio: cara de duda, ceja levantada, y la pregunta inevitable, *entonces lo que hace es ¿qué?*.

Se llama **Fulcrum Equity Dispersion Fund**, lo gestiona desde Londres un equipo dirigido por un veterano del mercado de derivados que negoció el primer variance swap de la historia en 1995, y forma parte de la cartera de Icaria Patrimonio FIL desde hace unos meses. No es el fondo más conocido del mundo (su AUM es de 586 millones de dólares, una miniatura comparado con los gigantes del sector), pero hace algo muy particular y, cuando lo hace bien, lo hace de una forma que pocos otros productos pueden ofrecer.

En 2018, mientras el último trimestre del año se llevaba por delante el rally del decenio anterior y todos los activos clásicos caían a la vez, este fondo (o, mejor dicho, la estrategia que más tarde se convirtió en este fondo) cerró el ejercicio con un **+17,7%**. En 2022, el año en que la diversificación clásica falló porque bolsa y bonos cayeron juntos por primera vez en cuarenta años, hizo un **+14,1%**. Y en marzo de 2020, cuando los mercados se desplomaron por el COVID, encadenó un **+12,8%** en un solo mes.

*¿Cuántos fondos europeos hicieron las tres cosas? Te lo digo yo. Muy pocos.*

Lo cuento bien antes de meterme en jerga, porque la dispersión es algo que suena complicado y conviene explicarlo despacio. Pero el hilo conductor del artículo es este. Hay un trozo de la maquinaria financiera global que casi nadie ve, una asimetría estructural entre lo que el mercado teme y lo que de verdad ocurre, y este fondo está construido

específicamente para extraer rentabilidad de ahí. Cuando funciona, funciona. Cuando no funciona, también hay que decirlo. Vamos al detalle.

## **Por qué este fondo, y por qué tenerlo junto al Man Alpha Select Alternative**

Para quien haya leído los anteriores artículos, una nota importante. El Fulcrum Equity Dispersion **no es un sustituto del Man Alpha Select**; es un complemento. Los dos viven en la misma página de la cartera (el bloque “alternativos”) pero hacen cosas distintas, ganan dinero por motivos distintos, y se comportan de formas distintas en las mismas crisis.

Donde el Man Alpha Select es un fondo market neutral clásico de selección de acciones británicas, con volatilidad del 4-6% y Sharpe sostenido por encima de 1, el Fulcrum es **un fondo de volatilidad**, trabaja con derivados, y su materia prima no es la dirección de los precios sino la diferencia entre lo que el mercado pensaba que se iba a mover y lo que de verdad se ha movido. Tiene volatilidad del 9% (más del doble), un Sharpe inferior (0,6 desde el inicio) y un perfil de retornos mucho más asimétrico. Meses planos seguidos de meses excepcionalmente buenos cuando llegan los momentos de estrés.

Esto, lejos de ser un problema, es exactamente lo que se le pide a un complemento. Si lo único que tienes en la cartera son productos market neutral de baja volatilidad, en una crisis **todos cumplen igual** pero ninguno te aporta convexidad al alza. El Fulcrum, en cambio, está diseñado para entregar precisamente eso, **un retorno positivo grande cuando los demás están sufriendo**. No siempre lo consigue, pero cuando lo hace, lo hace en grande.

Por eso convive en la cartera de Icaria Patrimonio con el Man Alpha Select y con otros activos descorrelacionados. Cada uno cubre un escenario distinto, y juntos forman **una pata alternativa** con perfiles complementarios. La idea no es elegir entre uno u otro; la idea es tenerlos a los dos.

## **Qué es la dispersión, sin jerga**

Hay que empezar por aquí, porque sin entender este concepto el resto del artículo no se entiende. Y la mala noticia es que la dispersión es probablemente uno de los conceptos

más sutiles del mundo de los derivados. La buena noticia es que se puede explicar bien si uno se toma el tiempo. Lo intento.

Empieza por una idea aparentemente trivial. Imagina que tienes un índice de bolsa (por simplificar, el S&P 500) y que dentro de ese índice hay 500 acciones. La volatilidad del índice (cuánto sube o baja cada día) **nunca es igual** a la volatilidad media de sus 500 componentes. Siempre es menor. La razón es muy intuitiva, cuando una acción sube y otra baja el mismo día, sus movimientos se cancelan dentro del índice. El índice se mueve menos que las acciones individuales porque **la diversificación interna lo amortigua**.

Cuánto más bajo se mueva el índice respecto a sus componentes depende de una sola cosa, la **correlación** entre las acciones. Si las 500 acciones suben y bajan juntas (correlación alta), el índice se mueve casi tanto como las acciones individuales. Si cada una va por su lado (correlación baja), el índice se mueve mucho menos. Esa diferencia, **la diferencia entre la volatilidad del índice y la volatilidad media de los componentes**, es lo que se llama dispersión.

Hasta aquí, contabilidad básica. Lo interesante viene ahora. Resulta que en el mercado de opciones existe una asimetría persistente. **La volatilidad implícita del índice cotiza sistemáticamente más cara de lo que después se realiza**, mientras que la volatilidad implícita de las acciones individuales cotiza más o menos en línea con la que termina ocurriendo. ¿Por qué? Porque hay miles de inversores institucionales que compran protección sobre el índice (puts del S&P, puts del Eurostoxx) para cubrir sus carteras, pero muy pocos que compran protección sobre acciones individuales. La oferta y la demanda son asimétricas, y como casi todo en finanzas, una asimetría persistente acaba pagándose en forma de prima de riesgo.

Esa prima tiene nombre académico: la **correlation risk premium**. Y es bastante grande. Estudios publicados en revistas como Annals of Actuarial Science estiman que la correlación implícita del S&P 500 ronda históricamente el 39,5%, mientras que la realizada está en el 32,5%. Hay siete puntos de diferencia estructural. Si encuentras la forma de cobrar esa diferencia mes a mes, has encontrado una fuente de rentabilidad que no depende de que la bolsa suba ni de que baje. Depende, simplemente, de que **el miedo del mercado a una correlación catastrófica se sobrevalore consistentemente**.

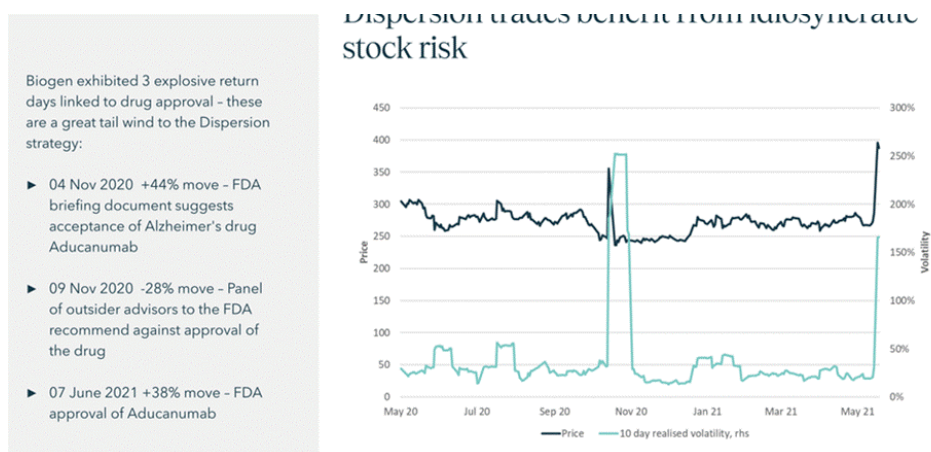
Eso es exactamente lo que hace este fondo. **Vende volatilidad del índice** (porque está cara) y **compra volatilidad de las acciones individuales** (porque está bien valorada). Si las cosas se mueven más o menos como el mercado esperaba, el fondo se embolsa la prima. Si una acción concreta se vuelve loca por un evento idiosincrático (un profit warning, una OPA, un fallo regulatorio), la cesta de volatilidad larga lo recoge. Si todo el mercado se mueve en bloque (correlación alta), la pata corta de volatilidad de índice puede pegarte un disgusto, pero la larga de single stock compensa.

Es una estrategia **vega-neutral**: tiene la misma sensibilidad a la volatilidad en ambos lados. No apuesta a que la volatilidad suba ni a que baje. Apuesta, en cambio, a que **la diferencia entre lo implícito y lo realizado se mantenga**, que históricamente ha sido el caso.

## Un ejemplo: el caso Biogen

Para que la idea aterrice del todo, vale la pena ver un caso real. El equipo de Fulcrum cuenta el caso de Biogen en su material y es muy ilustrativo de cómo funciona en la práctica el lado largo del trade (la cesta de volatilidad individual).

Biogen es una farmacéutica estadounidense. En 2020 y 2021 tuvo tres días explosivos relacionados con la aprobación de su fármaco contra el Alzheimer, Aducanumab. El 4 de noviembre de 2020 subió un +44% en una sola sesión por una nota positiva de la FDA. Cinco días después, el 9 de noviembre, cayó un -28% cuando un panel de asesores externos a la FDA se opuso a la aprobación. Y el 7 de junio de 2021 saltó un +38% el día que finalmente la FDA aprobó el fármaco.



*Biogen: tres movimientos explosivos en menos de un año por noticias regulatorias sobre el Alzheimer. Fuente: Fulcrum / JP Morgan.*

Estos movimientos son oro para una estrategia de dispersión. Cuando estás largo en volatilidad de una acción y esa acción se mueve un 44% en un día, la volatilidad realizada se dispara y la opción larga te aporta un retorno desproporcionado. Lo interesante es que **esos movimientos no afectan al índice**. Biogen pesa menos de un 0,2% del S&P 500. La volatilidad del índice ese día apenas se inmutó. Pero la volatilidad de Biogen se multiplicó por cinco.

Cuando lo cuentas así, parece que el truco está en **encontrar las Biogen del futuro**. No exactamente. El truco está en construir una cesta amplia de acciones donde **estadísticamente** algunas de ellas tendrán movimientos así durante el año, sin tener que saber cuáles serán. Es la diferencia entre apostar a un caballo y comprar el establo entero: no necesitas adivinar, necesitas que la frecuencia histórica se repita. Y, hasta la fecha, lo ha hecho.

## Cuándo gana y cuándo pierde este fondo

Si la dispersión funcionara siempre igual, sería el mejor fondo de la historia y nadie tendría nada más en cartera. No es el caso. Tiene momentos buenos, momentos espectaculares y momentos malos. Vale la pena entender cuáles son cuáles.

La gente de Fulcrum tiene un cuadro mental muy útil para esto. Cruzan dos variables (la correlación del mercado y la volatilidad del mercado) y obtienen cuatro regímenes posibles, con frecuencias históricas distintas para cada uno:

**MARKET REGIMES**  
 Fulcrum Equity Dispersion is typically short correlation and long single stock volatility

<p><b>Low Correl / High Vol</b>          Equity - Weak returns (Q4 18 and 2022)          % outcomes 5%  <b>Strategy - Very positive</b></p>	<p><b>Low Correl / Low Vol</b>          Equity - Strong positive return          % outcomes 77%  <b>Strategy - Positive</b></p>
<p><b>High Correl / High Vol</b>          Equity - Strong negative returns (2008 / 2020)          % outcomes 7%  <b>Strategy - Potentially highly positive</b></p>	<p><b>High Correl / Low Vol</b>          Equity - Weak returns          % outcomes 11%  <b>Strategy - Negative</b></p>

**Highlights:**

- ▶ Equity bull markets - correlation risk premium offsets cost of long vol bias
- ▶ Equity market crash - long single stock vol bias offsets loss on correlation
- ▶ The table is based on realised accrual. Changes in implied volatility / correlation will have a meaningful impact on daily fund price changes

Fuente: Fulcrum / Bloomberg, datos desde 31/01/2011.

El régimen **normal** (correlación baja, volatilidad baja) ocurre el 77% del tiempo. La bolsa sube, todo es razonable, la prima de riesgo de correlación se cobra mes a mes sin sobresaltos. El fondo entrega *positivo*. No espectacular, pero positivo. Es el **carry**, lo previsible.

El régimen **de crisis** (correlación alta, volatilidad alta) ocurre el 7% del tiempo: 2008 y 2020 son los ejemplos clásicos. Los mercados se hunden, todo se mueve a la vez. Aquí parece contraintuitivo, pero el fondo puede llegar a ser **muy positivo** porque la volatilidad realizada de las acciones individuales se dispara, y la pata larga de volatilidad de single stock compensa con creces la pérdida de la pata corta sobre el índice. Marzo de 2020 fue una demostración perfecta: **+12,8% en un solo mes** mientras el S&P 500 se desplomaba un 30%.

El régimen **de divergencia** (correlación baja, volatilidad alta) ocurre solo el 5% del tiempo, pero es **la fase ideal** del fondo. Ejemplos: Q4 2018 y 2022. Los mercados caen, pero no todos a la vez; cada acción se mueve por su lado. Aquí el fondo cobra la prima de correlación y además se beneficia de la alta volatilidad de los singles. De ahí los retornos de +17,7% en 2018 y +14,1% en 2022.

Y luego está el régimen **incómodo** (correlación alta, volatilidad baja), que ocurre el 11% del tiempo. Aquí la cosa va mal. La correlación implícita está cara, pero la realizada también lo está; la prima desaparece. Los singles tampoco se mueven mucho. El fondo paga el seguro y no cobra nada. **Es el único régimen donde la dispersión, por construcción, pierde dinero**. Ahí es donde aparecen los meses planos o ligeramente negativos del track record.

Entender estos cuatro regímenes es entender la dispersión. No es un fondo que vaya a ganar todos los meses; es un fondo que **paga su seguro cuando todo está calmado y se beneficia desproporcionadamente cuando algo se rompe**. Si sabes que vas a cobrar después, los meses planos se aguantan mejor.

## Los dos hombres del fondo

Como con cualquier fondo, hay que mirar quién está detrás. Y aquí el currículum es notable.

**Stephen Crewe** es el gestor principal. Tiene un máster en ingeniería por Oxford y otro en finanzas por la London Business School, pero lo importante de su biografía es otra cosa: **negoció el primer variance swap de la historia**, en 1995. Para quien no esté familiarizado, un variance swap es uno de los instrumentos derivados más sofisticados que existen, una herramienta que permite tomar exposición pura a la volatilidad de un activo sin tener que comprarlo, y desde 1995 se ha convertido en la pieza central del mercado de volatilidad institucional. En 2017 le incluyeron en el **EQ Derivatives Hall of Fame** por su trayectoria.

Antes de Fulcrum estuvo dos décadas en F&C/BMO Asset Management, gestionando un hedge fund centrado en derivados además de varios fondos estructurados y de renta variable. Llegó a Fulcrum en 2013 para desarrollar precisamente esta línea de producto.

**Oyetola Oyeleye**, conocido como “Tola”, es la otra mitad del equipo. Lleva alrededor de quince años en el mundo de la volatilidad. Antes de Fulcrum estuvo en Goldman Sachs Asset Management. Se unió a Fulcrum también en 2013, en paralelo a Crewe, para construir juntos la franquicia de volatilidad de la casa.

Es decir, tienes a dos profesionales que llevan **más de una década gestionando este tipo de estrategias en el mismo sitio** y, sumando trayectorias previas, más de cincuenta años de experiencia en el mercado de volatilidad entre los dos. En un nicho tan técnico como la dispersión, esto pesa. La dispersión no se aprende leyendo libros; se aprende perdiendo dinero las primeras veces y entendiendo por qué.

Detrás de ellos está la casa, **Fulcrum Asset Management**, fundada en 2004 por **Gavyn Davies y Andrew Stevens**, ambos ex-Goldman Sachs. Davies fue economista jefe de Goldman entre 1988 y 2001 y posteriormente presidente de la BBC. Stevens venía del lado de gestión de activos del banco. Fulcrum es una boutique independiente, con sede principal en Londres y oficina en Nueva York, alrededor de cien empleados y **9.000**

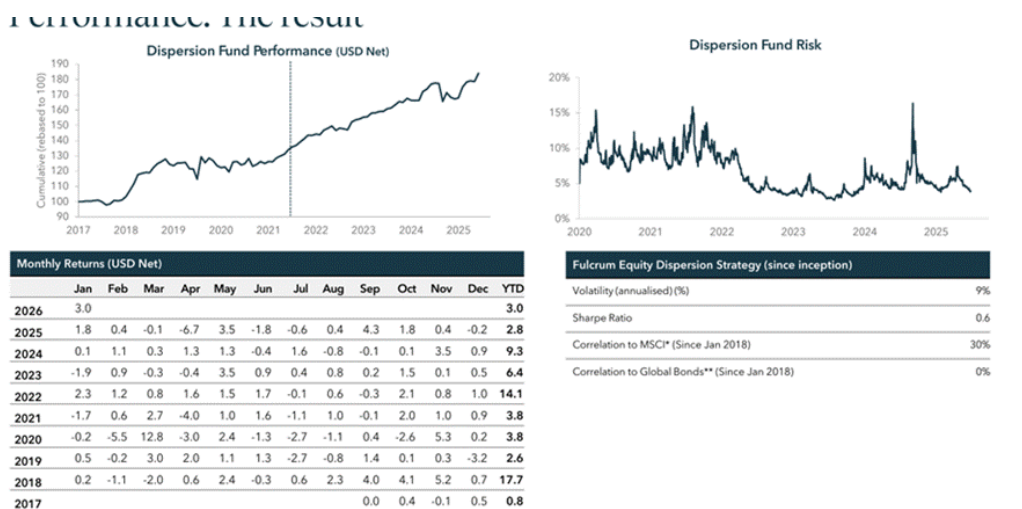
**millones de dólares** en activos bajo gestión, de los que el fondo de dispersión representa una fracción muy pequeña (586 millones). El producto estrella de la casa es el Fulcrum Diversified Absolute Return, que es donde se incubó originalmente la estrategia de dispersión como un *sleeve* interno antes de lanzarse como fondo independiente.

## Las cifras

Aquí toca ser honesto con un par de cosas antes de mostrar números. Primero, el fondo como vehículo independiente se lanzó en julio de 2020. Lo que hay antes de esa fecha en el track record es el *sleeve* de dispersión que representaba un 4% del Fulcrum Diversified Absolute Return Strategy desde agosto de 2017. Es la misma estrategia y, según afirma la propia gestora, **implementada idénticamente**, pero formalmente la historia “auditada” del fondo independiente arranca en 2020 con NAV oficial. El resto es backtest derivado de operativa real. No es lo mismo que un track record auditado y conviene tenerlo presente.

Segundo, las cifras de correlación que la propia gestora publica tienen un matiz importante: el target declarado es 0,1 de correlación con el MSCI World, pero la correlación *realizada* desde enero de 2018 es del **30%**. Es una diferencia significativa. Sigue siendo una correlación baja para un fondo con riesgo de volatilidad equity, pero no es “cero” como sugiere el material comercial. La correlación con bonos globales sí está efectivamente en cero. Lo apunto porque me gusta el rigor.

Dicho lo cual, aquí está el track record completo:



*Evolución acumulada, volatilidad realizada y serie mensual desde 2017. Fuente: Fulcrum / J.P. Morgan SE (administrador), datos a 31 de enero de 2026.*

El acumulado desde 2017 está en torno al **+85%** sobre una base de 100, lo que se traduce en una rentabilidad anualizada aproximada del **7,3% neto**. La volatilidad realizada ha sido del **9%** anualizada (también dentro del rango 8-12% objetivo). El Sharpe ratio desde inicio es de **0,6**.

Aquí conviene parar y poner el Sharpe en contexto. Comparado con el 1,24 del Man Alpha Select del que hablábamos en el artículo anterior, parece flojo. Y en términos puramente absolutos lo es. Pero no son productos comparables. El Sharpe penaliza la volatilidad y el Fulcrum tiene, por diseño, **más del doble de volatilidad** que el Man. Lo que pierde en Sharpe lo gana en rentabilidad absoluta (el Fulcrum apunta a cash + 6-8%, el Man a cash + 3-5%) y en **convexidad**: cuando las cosas se ponen feas, este fondo te da rendimientos de doble dígito que el Man no puede entregar por construcción. Son perfiles distintos para roles distintos.

Lo que sí merece la pena destacar es **la consistencia año a año**. De los ocho años completos del track record, solo uno (2025) ha cerrado con un retorno apenas positivo del +2,8%, y siete han estado por encima del +2,5%. No hay ningún año en negativo. Los años **excepcionales** (2018 con +17,7%, 2022 con +14,1%, 2024 con +9,3%) coinciden, como vimos antes, con los regímenes “high vol, low correl” o “high vol, high correl”. El fondo cumple en los años en los que se espera que cumpla.

## **El mes que el fondo perdió un 6,7%**

Cualquier fondo serio tiene su episodio incómodo. El del Fulcrum, mirando el track record reciente, está en **abril de 2025**. Una pérdida de **-6.7%** en un solo mes, algo que volvió a suceder en marzo de 2026 con un -4,8%. Son de lejos los peores mes del fondo desde inicio (el siguiente peor es febrero de 2020 con -5,5%).

¿Qué pasó? La respuesta corta es: una rotación rápida y simultánea entre regímenes de mercado. Abril de 2025 fue un mes de volatilidad alta pero con correlación también disparándose en bloque, una de las pocas configuraciones (la combinación high correl / high vol cuando viene acompañada de una sacudida en implied correlation sin movimiento idiosincrático de stocks individuales) en las que la dispersión puede hacerlo peor de lo esperado.

No quiero ocultarlo y no es un dato menor, **este fondo puede tener meses así**. Es parte del trato. Lo importante, y aquí está el matiz que define si una estrategia es robusta o no, es lo que ocurre después. El fondo cerró 2025 con un +2,8%, lo que significa que **recuperó la mayor parte del agujero en los meses siguientes**. Septiembre de 2025 hizo +4,3%; octubre, +1,8%. La recuperación llegó sin que el equipo cambiara de proceso ni saliera corriendo a hacer hedges carísimos. Aguantaron el régimen, esperaron a que la correlación volviera a normalizarse, y entonces el carry hizo su trabajo.

Esa, en realidad, es la prueba más importante de un fondo de este tipo. No es no caer (eso es imposible). Es no caer dos veces por el mismo motivo, y recuperar cuando el régimen vuelve a su sitio.

## La factura

Buenas noticias en este apartado. El Fulcrum Equity Dispersion **no es un fondo caro** comparado con sus pares. La estructura es 1% de comisión de gestión y 10% de comisión de éxito sobre la rentabilidad por encima de high water mark. Sin gastos corrientes adicionales relevantes, la factura total para el inversor se queda alrededor del 1,5-2% anual en función del rendimiento.

Esto, para un alternativo de derivados, está claramente en la parte baja del rango. Los hedge funds equivalentes en mercado privado cobran 2% + 20% como mínimo; los UCITS de la categoría rondan el 1,5%-2% de gastos corrientes más un 15-20% de éxito. Fulcrum está **por debajo de la media**. No es generosidad, es que el fondo tiene un AUM relativamente pequeño y los promotores entienden que para ganar tracción tienen que ser competitivos en precio.

La **liquidez es semanal**, no diaria. Suscripciones y reembolsos se procesan una vez por semana. Para una cartera institucional esto no es un problema (la mayoría de carteras se gestionan con frecuencias inferiores a esa), pero es una restricción que conviene conocer. La razón técnica es que los instrumentos que utiliza (variance y volatility swaps, opciones sobre singles) tienen liquidez limitada en algunos momentos del año, y la frecuencia semanal protege al fondo de tener que deshacer posiciones en mal momento por reembolsos forzados.

## Cómo encaja en una cartera

Para terminar con la parte práctica, una pregunta que de verdad importa

### *¿Quién debería tener este fondo y quién no?*

Empecemos por quién **no** lo debería tener. Si eres un inversor agresivo, sin ninguna aversión al riesgo, tu cartera es 100% bolsa indexada y tienes horizonte a treinta años probablemente este fondo no es para ti. Tu problema no es la diversificación; tu problema es la disciplina para no vender en una caída. Un alternativo de derivados con vol del 9% y meses de caídas del 6% no te va a aportar lo que necesitas.

Si tu cartera es 60/40 (bolsa y bonos) y la sigues teniendo así porque siempre ha funcionado, también deberías cuestionarte si necesitas esto. Pero antes deberías cuestionarte si necesitas **revisar el 60/40 en sí**. El año 2022 demostró que cuando bonos y bolsa caen juntos, el 40 no protege nada. Ahí es donde productos como el Fulcrum cobran sentido.

Donde sí encaja, y aquí es donde está en mi cartera, es en **perfiles con patrimonio consolidado, horizonte de cinco a diez años y conciencia de los riesgos de cola**. Es decir, gente que entiende que un año como 2008 o como 2022 puede llegar mañana, que ningún activo tradicional protege contra todos los escenarios, y que está dispuesta a pagar un coste de oportunidad en meses tranquilos (los meses planos o ligeramente negativos del fondo) a cambio de tener una pieza que dispare cuando todo lo demás falle. Esa es la lógica de la convexidad.

Mi recomendación práctica, por dar un orden de magnitud: **entre el 2% y el 7% de una cartera diversificada**. No más, porque la volatilidad del 9% empieza a notarse en exceso si el peso es mayor. No menos, porque si tienes una posición del 1% en cualquier alternativo, en realidad estás pagando comisiones por nada: el impacto sobre el conjunto es despreciable. Y siempre, siempre, combinado con otros activos descorrelacionados (un market neutral tipo Man Alpha Select, oro físico, managed futures, lo que sea). La pata alternativa de una cartera no es una posición; es un mosaico.

Y luego, el filtro de siempre. Si después de leer este artículo no tienes claro qué hace exactamente este fondo, **no lo compres**. La dispersión es un concepto sutil y un producto que se va a comportar de formas que pueden parecer caprichosas si no entiendes los regímenes. Cuando hagas +14% en un mes vas a pensar que eres un genio; cuando hagas -7% en otro vas a pensar que el gestor es un caradura. Las dos cosas serán incorrectas. Antes de invertir, conviene tener la teoría clara.

## El veredicto

Si tuviera que resumir en una palabra qué pienso del Fulcrum Equity Dispersion Fund, sería: **convexidad**. Pero como una palabra no basta, vamos a desglosar.

Lo bueno es la combinación que hemos repasado. Un equipo gestor con currículum excepcional en un nicho muy técnico (Crewe negoció el primer variance swap de la historia; Tola viene de Goldman). Una casa matriz seria, independiente, con 9.000 millones bajo gestión y arquitectura institucional de primer nivel (J.P. Morgan administrando, Ernst & Young auditando). Un track record de ocho años que cumple su objetivo declarado de cash + 6-8% con la volatilidad esperada del 8-12%. Comisiones razonables para la categoría. Y, sobre todo, un perfil de retornos convexo y descorrelacionado que aporta exactamente lo que faltaba en muchas carteras modernas, rentabilidad *cuando los demás activos sufren*.

Lo malo también hay que decirlo. El track record auditado es relativamente corto (desde febrero de 2022; lo anterior es sleeve reconstruido). El AUM del fondo es relativamente pequeño (586 millones), lo que limita la capacidad de absorber suscripciones grandes y, en el otro lado, te garantiza que en una crisis no será el fondo más castigado por reembolsos forzados. La liquidez semanal no es diaria. La correlación realizada con MSCI World (30%) está bastante por encima del target declarado (0,1), lo cual no es necesariamente malo pero hay que conocerlo. Y, sobre todo, **el régimen de alta correlación con volatilidad baja sigue siendo una vulnerabilidad estructural**. Si tenemos un periodo prolongado de mercados planos con alta correlación implícita, este fondo lo va a pasar mal por construcción.

Y, en el apartado de “lo feo”, una pieza incómoda; **la complejidad de entenderlo.**

Cuando un partícipe tradicional ve un mes de -6,7% piensa lo peor. Convencerle de que ese mes era esperable y que el siguiente trimestre lo va a recuperar requiere tener ya hecho el trabajo de educación previo.

En la cartera de Icaria Patrimonio lo mantenemos en un rango del 2-4%, en la clase institucional, y con la idea muy clara de que es **una pieza de cola**, no una rentabilidad base. No esperamos que sea el motor de retorno del año tranquilo. Esperamos que esté ahí, haciendo su carry, cobrando su prima, para cuando llegue el siguiente 2018, el siguiente Q1 2020 o el siguiente 2022.

Si me preguntas por qué tenemos un producto tan raro en cartera, la respuesta es la misma que siempre. Porque cuando las cosas funcionan, lo aburrido del Man Alpha Select y lo extraño del Fulcrum Equity Dispersion **se suman, no se restan**. Y al final, lo que importa de una cartera no es que cada pieza brille; es que **ninguna sobre cuando llega el momento de la verdad**.

Por ahora, no hay razón para tocar la posición. Sigue cumpliendo su papel, sigue cobrando su prima, sigue esperando el siguiente régimen de divergencia.

*Este análisis es exclusivamente informativo y no constituye recomendación de inversión. Los datos están extraídos de reuniones con la gestora, la presentación corporativa de Fulcrum, información pública de Fulcrum Asset Management LLP, The Hedge Fund Journal, Citywire, Morningstar, EQDerivatives y literatura académica sobre correlation risk premium (Annals of Actuarial Science, ScienceDirect). Rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. Antes de invertir, consulta el folleto, el KID y, si procede, a un asesor financiero independiente.*