

Análisis - Man Alpha Select Alternative

(el alternativo UCITS que sí cumple)

<https://icariacap.substack.com/p/man-alpha-select-alternative-el-alternativo>

Antes de empezar os lanzo una pregunta; **¿Cuántos fondos europeos crees que llevan trece años seguidos generando un Sharpe ratio por encima de 1,2, con un drawdown máximo inferior al 5%, atravesando el Brexit, la pandemia, la guerra de Ucrania, la peor caída de bonos de la historia y la subida de tipos más violenta en cuarenta años?**

La respuesta es muy pocos. Y uno de ellos lleva meses en la cartera de Icaria Patrimonio FIL.

Se llama **Man Alpha Select Alternative**, lo gestionan dos británicos discretos desde una oficina de la City llamada GLG Partners, y prácticamente nadie habla de él. No aparece en los rankings de YouTube. Las redes lo ignoran. Los foros, idem. Si tecleas su nombre en Google, lo primero que sale es la propia ficha de la gestora.

Lo cual, no me parece raro. Me parece, en realidad, **una característica del producto**. Porque en este oficio se aprende rápido que los fondos que llenan titulares casi siempre son los que lo han hecho bien en el pasado reciente, los inversores tienen la extraña manía de perseguir rentabilidades sin alcanzarlas. Mientras tanto los que de verdad mueven la aguja, año tras año, sin sobresaltos, terminan en un rincón silencioso de las carteras institucionales.

Este es el artículo que llevaba tiempo queriendo escribir sobre el Man Alpha Select. No es el fondo más rentable que tengo en cartera, ni de lejos. No me hace ganar lo que me hace ganar el value europeo en un buen año, ni lo que me hace ganar un fondo de tecnología. Pero **es el que mejor cumple su trabajo**, y a veces eso es exactamente lo más difícil de encontrar.

Aviso desde el principio, no es para todos los perfiles. No es barato. Y, como veremos, tiene momentos del año en los que sufre. Pero, dentro de lo poco que hoy se puede

llamar honestamente “diversificación”, se ha ganado el derecho a sentarse en la mesa de los grandes. Vamos al detalle.

Los dos hombres del fondo

En este oficio se aprende rápido a desconfiar de los equipos que cambian. En cualquier otra industria, la rotación de personal es signo de vida; aquí es síntoma. Por eso, antes de mirar números, miro nombres. Y la primera cifra que importa de este fondo no es su rentabilidad, sino otra muy distinta.

Trece años. Es lo que llevan **Nick Judge y Charles Long** co-gestionando este producto, sin moverse, desde el 31 de diciembre de 2012.

En el mundo de los hedge funds eso es prácticamente imposible. Cuando un gestor dura más de una década en el mismo fondo de la misma casa, normalmente es por dos razones; el producto funciona y la gestora paga bien. Si no, ya habrían montado su propio vehículo.

Judge y Long son, además, dos perfiles que se complementan. Judge es el veterano: 29 años en mercados británicos, licenciado en Lenguas Modernas por Bristol (sí, lenguas modernas, no economía), curtido en NatWest, Morgan Stanley y Merrill Lynch antes de aterrizar en GLG en 2009.

Long es la otra mitad. Químico por Oxford con primera matrícula, CFA charterholder desde 2005, lleva en GLG más de veinte años.

Detrás de ellos, cinco analistas con experiencia previa en Standard Life, Aviva, Credit Suisse y UBS. No es un equipo de estrellas; es un equipo que trabaja. Citywire les da rating A por su rentabilidad ajustada al riesgo del último trienio. No es la categoría máxima (esa es triple A), pero es un rating **estable en el tiempo**, que en este oficio vale más que un flash. Los rankings cambian. Lo que no cambia es que llevan trece años haciendo lo mismo.

Y luego está la casa. Man Group plc cotiza en la Bolsa de Londres, gestiona 227.600 millones de dólares y tiene a 1.600 cuantitativos y tecnólogos vigilando cada exposición. La división relevante para nuestro fondo es GLG Partners, la parte discrecional del grupo, que llegó a la familia en 2010 cuando Man la compró por 1.600 millones de dólares. Aquí hay un detalle que pocas veces se cuenta y que para mí pesa más que cualquier rating. **La unidad de control de riesgos del fondo es independiente del equipo gestor.** No reporta a Judge ni a Long; reporta al grupo. Si en algún momento la cartera se desvía de sus parámetros, el comité de riesgos puede pisar el freno. En los hedge funds más pequeños el comité de riesgos suele ser el propio gestor mirándose al espejo. Aquí no.

Llevan trece años haciendo lo mismo. En esta industria, eso ya es de por sí una ventaja competitiva.

Qué hace este fondo (sin jerga)

Voy a confesarlo, durante años creí que los fondos market neutral eran un timo. Los analizaba, veía sus correlaciones, sus volatilidades, sus exposiciones brutas del 200%, y pensaba que estaba viendo un producto diseñado para sonar inteligente y cobrar caro. Tardé unos años en entender lo contrario. Empecemos por la idea, contada de forma sencilla.

Imagina que coges cien euros y montas dos cestas. En la primera, llamémosla la cesta larga, metes acciones británicas que crees que están baratas o que lo van a hacer bien. En la segunda, la cesta corta, haces lo contrario, vendes acciones prestadas de empresas británicas que crees que están caras o que lo van a hacer mal. Las dos cestas suman aproximadamente lo mismo. Si el conjunto de la bolsa sube, la cesta larga te aporta y la corta te resta; si baja, pasa al revés. **El movimiento general del mercado, en teoría, se anula.**

¿Y de dónde sale entonces la rentabilidad? De que tus largos suban más que tus cortos, o de que en una caída tus cortos bajen más que tus largos. En el argot, esto se llama extraer **alfa puro**, rentabilidad que viene exclusivamente de tu capacidad de elegir bien las acciones, no de que el mercado en general suba o baje.

Por eso este tipo de fondos se llaman market neutral, porque, en teoría, son “neutros” respecto al mercado. En la práctica ningún fondo es perfectamente neutral (ya veremos lo que pasó en el Brexit), pero el principio funciona. El Man Alpha Select tiene una correlación de **-0,07 con el FTSE All-Share** en los últimos trece años. Prácticamente cero. Esto significa, en palabras llanas, que lo que haga el fondo no tiene nada que ver con lo que haga la bolsa británica. Cuando el FTSE cae un 20%, el Man Alpha Select puede estar ganando dinero, o perdiendo poco, o no moverse. **La bolsa, simplemente, no es su brújula.**

En el detalle, el fondo combina entre 75 y 125 posiciones largas con 50 a 75 cortas, casi siempre acciones del FTSE 100 o el FTSE 250, con un tamaño individual de entre un 1% y un 5% en los largos y de entre un 1% y un 3% en los cortos. La exposición bruta (la suma de todo) oscila entre el 150% y el 200% del patrimonio, lo cual suena agresivo pero significa lo contrario. Tener más patas en la mesa para que ninguna pueda tumbarla por sí sola. La volatilidad objetivo está entre el 4% y el 6%. Para que te hagas una idea, un fondo de bolsa europea típico tiene una volatilidad del 15-20%. Esto es **entre tres y cinco veces menos riesgo** medido como variabilidad de los retornos.

Hasta aquí, nada especialmente novedoso. Hay decenas de fondos market neutral en Europa. Lo que distingue a este, lo que de verdad le da su valor, es algo mucho más raro.

En este fondo, **ganan los dos lados.**

Mira el gráfico que viene a continuación. A la izquierda, lo que ha aportado la cesta larga desde diciembre de 2012; a la derecha, lo que ha aportado la cesta corta. Las dos curvas suben.

Performance Attribution – Long Book²



Performance Attribution – Short Book²



Aportación acumulada del libro largo (izquierda) y del libro corto (derecha) desde diciembre de 2012. Fuente: Man Group.

Esto es muy poco habitual. La inmensa mayoría de los gestores son razonables eligiendo qué comprar y bastante torpes eligiendo qué vender. Vender en corto es psicológicamente más duro. El mercado tiende a subir a largo plazo (la corriente te empuja en contra), las pérdidas potenciales son ilimitadas y tienes que pagar un coste por el préstamo de los títulos. Que un fondo lleve trece años haciendo dinero también con los cortos no es una anécdota, es la señal de un equipo que **entiende lo que está vendiendo, no solo lo que está comprando**.

Cómo forman la cartera

De todo lo que valoro del fondo después de varios años siguiéndolo de cerca es algo muy básico: **la sistemática**. Judge y Long no van por la vida descubriendo joyas ocultas a base de intuición. Tienen un proceso, lo aplican siempre igual, y la mayor parte del trabajo consiste en filtrar empresas con framework antes de mirarlas en detalle. En las reuniones con gestores, lo que cuentan este año suena estructuralmente igual a lo que contaron hace tres. Eso, que parece aburrido, es exactamente la cualidad que uno quiere encontrar en un alternativo que tiene que durar varios ciclos en cartera.

El corazón del proceso es lo que ellos llaman el **Fragility Framework**. Está relacionado con las siete dimensiones de fragilidad de un negocio: el apalancamiento (cómo de

endeudada está la empresa y a qué coste), los ajustes y excepcionales (¿está el management maquillando los resultados con partidas no recurrentes?), el riesgo de earnings, el riesgo de capital circulante, el riesgo de activos, la fragilidad del modelo operativo y, **la integridad del consejo y del auditor**. Esto último, que parece una tontería de gobernanza, ha sido fuente de algunas de las mejores ideas de cortos del fondo a lo largo del tiempo. Cuando ves un consejo que rota auditores con demasiada frecuencia, o un consejero independiente que no es tan independiente, normalmente hay algo más debajo. Pregúntele a los que llevaban Carillion, Patisserie Valerie o NMC Health.

La parte que más me hace pensar, sin embargo, no es el framework. Es cómo lo aplican. El equipo lleva años encontrando momentos en los que **el consenso del mercado se equivoca por la razón equivocada**. Hay dos casos suyos que ilustran muy bien el estilo.

Caso 1: RELX, mayo de 2023. El primer gran tsunami de la inteligencia artificial. Los analistas de los grandes bancos sacaron cestas de “perdedores de IA”: empresas que iban a ver canibalizado su negocio por los grandes modelos de lenguaje. RELX, la editorial y proveedora de datos científicos y legales, aparecía en muchas de esas cestas. La lógica era infantil: si ChatGPT puede leer un paper y resumirlo, ¿para qué quieres a Elsevier? El mercado castigó la acción.

El equipo de Man Alpha Select no compraba la narrativa. Llevaban meses analizando RELX: su base de datos propietaria, sus contratos a largo plazo con universidades, su negocio legal indispensable, las barreras regulatorias. Su conclusión fue la opuesta a la del mercado: RELX no era una víctima de la IA, **era un beneficiario neto**. Sus datos eran exactamente el combustible que los modelos necesitaban para ser fiables, y sus clientes (universidades, despachos jurídicos) no podían sustituirla. Aprovecharon la caída para ampliar. Dos años después, RELX se considera una de las “ganadoras de IA” del mercado británico. La acción ha vuelto a máximos. Esto es selección activa de manual: estar del lado correcto cuando el mercado se equivoca por estar viendo lo que quiere ver, no lo que es.

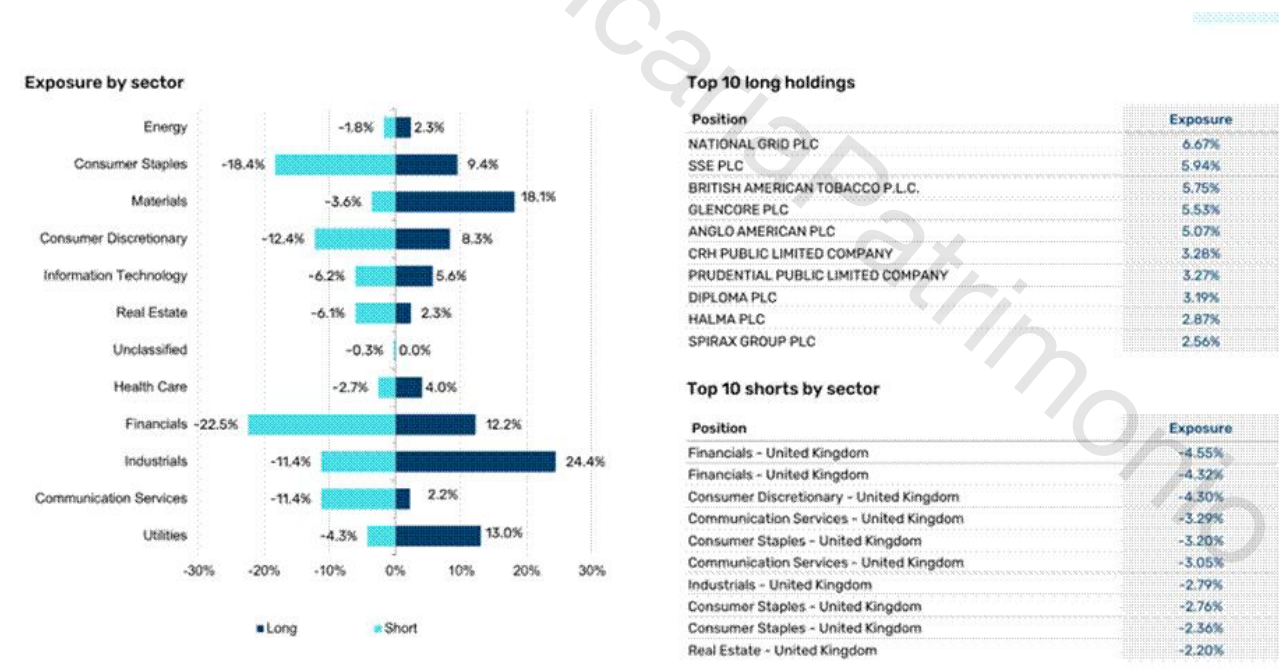
Caso 2: Admiral, marzo de 2023. Un competidor cotizado de Admiral lanza un *profit warning* citando la inflación. El mercado, en su reacción habitual, tumba toda la cesta de aseguradoras británicas. Judge y Long pensaron lo contrario: Admiral era un negocio de

mejor calidad y, además, llevaba meses por delante en la reprecación de pólizas. Iniciaron la posición a los precios castigados. Cuando el ciclo de precios giró (cosa que confirmaron con tres fuentes de datos distintas antes de ampliar), construyeron la posición. Otro acierto.

Lo que me transmiten estos casos no es la habilidad de elegir acciones (eso lo tiene mucha gente). Es algo más sutil: **la disciplina de actuar cuando todo el mundo va en contra**. Es muy fácil decir que vas a ser *contrarian* cuando el viento te sopla a favor. Es mucho más difícil cuando los cortos te suben en cara y tus largos siguen cayendo. Pero ahí es donde se gana el dinero de verdad, y donde se ve quién entiende lo que ha comprado.

La cartera, en una imagen

Lo primero que llama la atención cuando uno mira el detalle de la cartera no es lo que tiene. Es lo que no tiene.



Composición sectorial y top 10 posiciones (largos y cortos por sector). Fuente: Man Group, datos a 27 de febrero de 2026.

No hay ninguna empresa de inteligencia artificial. Ningún unicornio recién salido a bolsa. Ninguna acción memorable. Son utilities, mineras, tabacaleras, aseguradoras e industriales de nicho. Negocios aburridos, predecibles, con flujos de caja sólidos. Y son

los protagonistas precisamente porque **eso es lo que sale en los filtros cuando aplicas el framework de fragilidad al revés**: las empresas más sólidas, mejor gestionadas y menos endeudadas.

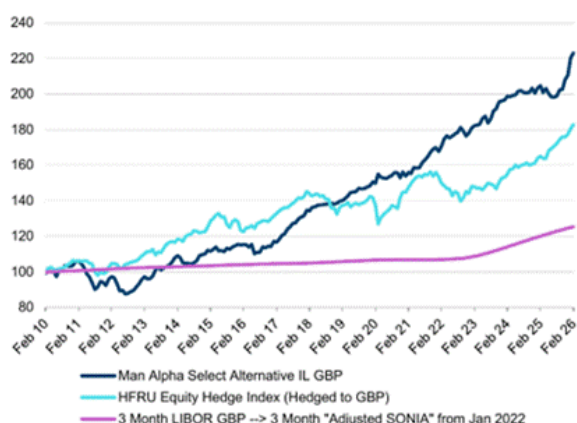
Lo segundo es la simetría de los desequilibrios sectoriales. En Financials están un 12,2% largos y un 22,5% cortos. En Consumer Staples, un 9,4% largos y un 18,4% cortos. En Industrials, un 24,4% largos y un 11,4% cortos. Esto significa que, dentro de cada sector, tienen una visión muy clara de quién es el ganador y quién es el perdedor. **No están apostando contra los bancos como categoría; están comprando los mejores bancos y vendiendo los peores.** Esa es, por cierto, la diferencia entre un fondo macro y un fondo de selección. Aquí no se especula sobre el ciclo. Se compite valor contra valor.

Las cifras

Las cifras no me apasionan. Las cifras que duran trece años, sí.

Este es el track record completo del fondo desde que Judge y Long tomaron las riendas, comparado con su grupo de referencia (el HFRU Equity Hedge Index) y con el cash:

Performance profile since management change



	Man Alpha Select Alternative ¹	HFRU Equity Hedge Index (hedged to GBP) ²	3 Month Liber Adj -> SONIA ³
Last Month	1.25%	1.19%	0.30%
Last 3 Months	7.24%	3.91%	0.99%
YTD	5.88%	2.98%	0.64%
Total Return Since Inception	139.09%	70.16%	22.54%
Annualised Return Since Inception	6.84%	4.12%	1.56%
Annualised Volatility	4.27%	5.25%	0.53%
Worst Drawdown	-4.70%	-12.60%	-
Sharpe Ratio	1.24	0.49	-
Sortino Ratio	2.15	0.68	-
3 Years Annualised	6.97%	7.32%	4.86%
5 Years Annualised	7.42%	4.37%	3.25%

Evolución desde diciembre de 2012 y métricas comparativas. Fuente: Man Group / Bloomberg / HFR. Datos a 27 de febrero de 2026.

Lo primero que salta a la vista es la diferencia entre la línea verde y la línea azul claro. El Man Alpha Select ha generado un **139% de rentabilidad total** en este periodo, frente al 70% del índice de competidores y el escaso 22% del cash. Anualizado son 6,84% frente a 4,12% del peer group: **casi tres puntos porcentuales de alfa anual sostenidos durante trece años**. Un 3% por encima del comparable con una volatilidad del 4% es garantizo que es algo prácticamente imposible de conseguir. ¿Lo mejor de todo? Con menos riesgo. La volatilidad ha sido del 4,27% anualizado, frente al 5,25% del peer group. El Sharpe ratio, 1,24 frente a 0,49. El Sortino, que solo mide el riesgo de bajadas, 2,15 frente a 0,68. Son cifras **excepcionales** para esta categoría.

Es muy importante no compararlo con fondos que no tengan nada que ver. Es evidente que en un contexto de tipos de interés elevados y spreads en mínimos los fondos de renta fija tendrán una volatilidad excepcionalmente baja. El problema es que en esta categoría como explico en el artículo de Gamma Global la volatilidad no es una referencia.

Si seguimos analizando el dato que merece quedarse en la memoria es otro.

El peor drawdown del fondo en trece años es del -4,70%.

El del peer group, en el mismo periodo, es del -12,60%. Es decir, la peor caída acumulada que ha sufrido un partícipe que comprara este fondo en cualquier momento desde diciembre de 2012 ha sido inferior a un 5%, y se recuperó relativamente rápido. Para poner esto en contexto; el mundo ha vivido el Brexit, la pandemia, la peor caída de bonos de la historia en 2022, la crisis de los bancos regionales estadounidenses en marzo de 2023, el rally de la IA y la corrección del verano de 2024. Y este fondo, durante todo ese tiempo, jamás ha estado más de un 5% por debajo de su máximo histórico.

Dicho de otro modo de los 158 meses bajo la gestión actual, **115 han sido positivos y 43 negativos**. Un 73% de meses en verde. En los buenos, el fondo ha ganado de media un 1,10%; en los malos, ha perdido de media un 0,88%. Estas cifras son únicas en su categoría. La asimetría no es enorme, pero es persistente. Y persistente, en finanzas, es la palabra que de verdad importa. **Trece años sin un drawdown serio. Esa es la noticia.**

El día que el fondo perdió un 4,6%

Cualquier track record bonito tiene su episodio incómodo. El del Man Alpha Select tiene fecha exacta: 24 y 27 de junio de 2016. Brexit.

Lo recuerdo perfectamente. El FTSE 100 abría con la mayor caída desde la crisis financiera. El FTSE 250 (que es donde están las empresas más expuestas al consumo doméstico) se hundía un 12%. Pánico total.

¿Qué le pasó al Man Alpha Select esos dos días? Esto:

2-day loss (24th and 27th June 2016)

Fund P&L	Long book	Short book	
-4.6%	-3.0%	-1.5%	
Long losers		Short losers	
ITV PLC	-0.6%	COMPASS GROUP PLC	-0.4%
NEXT PLC	-0.5%	GLAXOSMITHKLINE PLC	-0.2%
LEGAL & GENERAL GROUP PLC	-0.4%	NATIONAL GRID PLC	-0.1%
TAYLOR WIMPEY PLC	-0.3%	HSBC HOLDINGS PLC	-0.1%
CAPITA PAVIVA PLCLC	-0.3%	ASTRAZENECA PLC	-0.1%
AVIVA PLC	-0.3%	ROLLS-ROYCE HOLDINGS PLC	-0.1%
MICRO FOCUS INTERNATIONAL PLC	-0.3%	PEARSON PLC	-0.0%
STANDARD LIFE PLC	-0.2%	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	-0.0%
DIXONS CARPHONE PLC	-0.2%	SPIRAX-SARCO ENGINEERING PLC	-0.0%
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	-0.2%	FENNER PLC	-0.0%

Pérdida en los dos días posteriores al referéndum del Brexit (24 y 27 de junio de 2016).

Detalle por posición. Fuente: Man Group.

El fondo perdió un 4,6% en dos sesiones. El libro largo aportó -3,0% y el corto -1,5%. Es un número incómodo y obliga a explicar exactamente qué pasó, porque a primera vista resulta contraintuitivo. Si en una caída los cortos suelen ganar, ¿cómo es que aquí también perdieron?

Vale la pena entenderla porque ilumina cómo funciona realmente este fondo. El Brexit no fue una caída uniforme de toda la bolsa. Fue **una rotación violentísima de factor**. Los

inversores huyeron en bloque de las empresas británicas con exposición doméstica y se refugiaron en lo que ese mismo viernes empezó a llamarse “flight to quality”: multinacionales con ingresos en dólares, defensivos clásicos, farmacéuticas, utilities, tabaqueras.

Mira la tabla con calma. Los principales largos perdedores del fondo son ITV (-0,6%), Next (-0,5%), Legal & General (-0,4%), Taylor Wimpey (-0,3%): exactamente las empresas más expuestas al consumo doméstico y al sector inmobiliario británico. Lógico que cayeran, y lógico que el libro largo perdiera el 3% que perdió.

Los principales cortos perdedores son otra historia. Compass Group, GlaxoSmithKline, National Grid, HSBC, AstraZeneca, Rolls-Royce, British American Tobacco. **Defensivos clásicos, dólar-cobradores, refugio.** Esos nombres, lejos de caer con el resto del mercado, **subieron o se mantuvieron firmes** en pleno pánico precisamente porque eran a donde el dinero corría a esconderse. Y cuando estás corto en una acción que sube, pierdes dinero por el corto. Eso es lo que pasó.

El problema del fondo ese día no fue que las correlaciones se fueran a uno (no se fueron; hubo dispersión brutal). El problema fue exactamente el opuesto: **el fondo estaba realmente posicionado.** Su sesgo era el sesgo clásico del stock-picker británico de hace una década: largo en cíclico de calidad, corto en defensivo sobrevalorado. El día del Brexit, ese sesgo fue exactamente el que más dolió. Casi se podría decir que el episodio prueba que el fondo no es falsamente neutral: tiene apuestas reales y, cuando esas apuestas van contra él en bloque, paga la factura.

¿Es eso una mala noticia? No, en realidad. Lo que se le pide a un market neutral es que en condiciones normales tenga correlación cero y, cuando el mercado se vuelva loco por un evento exógeno, **contenga el daño.** El Man Alpha Select estuvo regular esos dos días y cerró el año 2016 con un -1,11% neto, frente al +1,32% del peer group. Sí, perdió un año (ligeramente) por culpa de un evento de cola que pilló al mundo por sorpresa. Pero **nunca volvió a estar así de mal**, y desde entonces ha rendido prácticamente todos los años en positivo. Esa es la definición operativa de resiliencia, no es no caer nunca; es no caer dos veces por la misma razón.

La factura

Vamos con la parte fea, este fondo es caro. Caro si no eres inversor institucional.

El Man Alpha Select tiene **veintidós clases de acciones distintas**, lo cual ya es un primer indicador de lo que se cobra y a quién. Para el inversor español que pueda interesarse, en realidad solo importan tres. La clase **IL en euros con cobertura** (ISIN IE00B3LJVG97), institucional, mínimo un millón de euros, cobra un 0,75% de gestión más un 20% sobre rentabilidad, con un OCF total del 1,11%. La clase **DL en euros con cobertura** (ISIN IE00B5ZNR51) baja el mínimo a 1.000 euros, pero la gestión sube al 1,50% (también con 20% de éxito) y el OCF al 1,87%. Y la clase **DNRW** (ISIN IE000TO1CHG5), pensada para canales de distribución con retrocesiones gordas, cobra un 2,50% de gestión y un 2,37% de OCF. Esta última no es una opción razonable para nadie. Si te la ofrecen, levántate de la silla.

Hablando claro, un 1,87% de gastos corrientes más un 20% sobre rentabilidad es **caro**. Mucho más que un ETF, mucho más que un indexado, y bastante más que la mayoría de fondos activos tradicionales. Pero hay tres cosas que conviene tener en la cabeza al leer ese número.

La primera es que estamos comparando peras con manzanas. Esto no es un fondo long-only; es un alternativo. Los hedge funds tradicionales cobran un esquema “2/20” (2% de gestión más 20% de éxito) y muchos te piden un millón de dólares mínimo y te permiten sacar el dinero una vez al trimestre o al año. Lo que ofrece el Man Alpha Select es **una versión envuelta en formato UCITS**: liquidez diaria, mínimo de 1.000 euros en la clase DL, registro en CNMV, KIDs en castellano. Estás pagando por la accesibilidad y por la regulación, no solo por la gestión.

La segunda es que **todas las cifras que hemos visto son netas de comisiones**. El 6,84% anualizado, el Sharpe de 1,24, el drawdown del -4,70%. Todo eso se llevó el inversor a casa, después de pagar al gestor. Si incluso pagando esas comisiones el fondo bate al peer group por casi tres puntos al año con la mitad de drawdown, las

comisiones, sencillamente, están justificadas. Lo que no estaría justificado es pagar lo mismo por un fondo mediocre.

La tercera es que el mercado de alternativos UCITS es más estrecho de lo que parece y los competidores cobran lo mismo o más. BlackRock Global Equity Market Neutral, Marshall Wace MW Tops Global Alpha, Schroder GAIA Helix, todos están en la horquilla del 1,5% al 2% de gastos corrientes para las clases minoristas. El Man Alpha Select no es barato, pero **tampoco está fuera de mercado**. Si quieres alternativos líquidos, esto es lo que cuesta.

Por suerte para Icaria Patrimonio estamos en la clase institucional desde inicio, la cual tiene una comisión muy competitiva.

Cómo encaja en una cartera

Hay dos preguntas que de verdad importan cuando uno habla de un fondo. La primera es: ¿funciona? La segunda: ¿funciona para mí? Hasta aquí hemos respondido la primera. Vamos con la segunda.

En nuestra cartera, el Man Alpha Select funciona como pieza específica del bloque alternativo, no como núcleo. El peso razonable está entre el 2% y el 10% del total, raramente por encima del 15%. Su función no es competir con la renta variable en rentabilidad esperada; es aportar **una pata distinta al puzzle**. Correlación cero con la bolsa, volatilidad baja, retornos modestos pero consistentes, y capacidad de proteger en mercados laterales o ligeramente bajistas.

Entiendo que para todo aquel que lleve pocos años invirtiendo no tenga sentido diversificar, ya que puede existir la creencia de que el 15% anualizado de la bolsa de los últimos años es lo normal. La realidad es que la bolsa los últimos 100 años ha dado un rendimiento inferior al 10% y por desgracia la estadística no suele perdonar, años excepcionalmente buenos han venido siempre seguidos por años excepcionalmente malos. Punto sobre el que han hablado los últimos meses los mejores inversores del mundo: Howard Marks, Druckenmiller, Ray Dalio y muchos más.

Dicho esto podríamos entrar, casi por descarte, a definir bastante bien para quién no tiene sentido. Si hablamos con un inversor joven, con horizonte a treinta años y disciplina para aportar mes a mes a un indexado global, este fondo **no es lo que necesita**. Y no porque está en momento de acumular y su patrimonio se está formando, por lo que las potenciales caídas del 50% probablemente estén dentro de lo que está dispuesto a soportar.

Donde sí cobra sentido es en perfiles con patrimonio ya consolidado y horizonte temporal de cinco a diez años, en carteras donde la pata de renta fija ha dejado de diversificar como antes, o en planes de jubilación cercanos al rescate donde no hay margen para un drawdown del 30%. En todos esos casos, lo que aporta este fondo es algo que cada vez es más difícil de encontrar; **una fuente de rentabilidad que no depende de la dirección de los mercados**. Eso, en una cartera diversificada de verdad, no se compra en cualquier lugar.

Hay además un perfil concreto al que conviene mencionar, el inversor con interés explícito por el Reino Unido. La bolsa británica lleva una década siendo el patito feo de los mercados desarrollados, con valoraciones deprimidas y un descuento estructural respecto a Estados Unidos. Esto crea, paradójicamente, mucho material para un buen stock picker. Cuando las cosas baratas no se mueven en grupo, el que sabe distinguir entre ellas tiene más espacio para ganar. Comprar este fondo es, en cierto modo, comprar selección británica sin tomar la beta del país.

Y luego está el filtro más simple de todos, **si después de leer este artículo no tienes claro lo que hace el fondo, no lo compres**. Vale para cualquier producto financiero, pero vale especialmente para un alternativo. Aquí no hay magia. Hay un proceso de selección activa de empresas británicas con un libro corto que también busca alfa. Si eso te parece razonable y encaja con el resto de tu cartera, hay conversación.

El veredicto

Si me preguntases en una palabra qué pienso del Man Alpha Select Alternative, te diría :
Consistencia.

Lo bueno es lo que ya hemos visto. Track record largo y consistente, equipo gestor estable y bien rodado, una casa matriz que está entre las mejores del mundo en alternativos, un proceso de inversión documentado y replicable, liquidez diaria, formato UCITS regulado y registrado en CNMV, correlación negativa real con la bolsa británica, y, lo más raro de todo, un libro corto que también genera alfa.

Lo malo también hay que decirlo. Las comisiones son altas, especialmente en las clases minoristas. El mínimo de la clase realmente buena (la IL) es prohibitivo para el inversor medio. La cantidad de clases de acciones distintas es un caos. La concentración geográfica en UK es lo que es, una apuesta concentrada en una sola economía, aunque con exposición de ingresos internacional vía las grandes multinacionales del FTSE 100.

Y lo feo, porque también lo hay, **huye de la clase DNRW como del diablo**. Si te la ofrecen, no pagues y reniega de volver a sentarte con quien te lo recomienda.

En nuestra cartera lo mantenemos en la clase institucional, en un rango de pesos del 2%-3%, y con la idea muy clara de que es un diversificador y no un núcleo. No esperamos que sea el motor de rentabilidad del año bueno. Esperamos que cumpla su papel los años malos. Ese ejercicio en el que la bolsa cae, los bonos no protegen y la diversificación clásica te deja la cartera tocada. **En el mundo real, eso ya es bastante**.

Cuando alguien pregunta por qué lo tenemos, la respuesta acaba siendo siempre la misma. Porque es un fondo aburrido, británico, gestionado por dos personas que llevan dos décadas haciendo lo mismo, y porque no aparece en los rankings de YouTube precisamente porque nadie hace clic en lo que funciona despacio. En este oficio, lo que funciona despacio es muchas veces lo único que de verdad funciona.

Por ahora, no hay razón para tocar la posición. La hay, en cambio, para escribir esto que estás leyendo. Porque cada cierto tiempo conviene recordar que, mientras todos los demás corren detrás de la siguiente narrativa caliente, hay alguien sin hacer ruido, haciendo su trabajo con consistencia, y mes a mes **entregándole a sus partícipes lo único que de verdad les pidieron al empezar**, que su patrimonio no entrara en barrena cuando todo lo demás sí lo hiciera.

Si me preguntas, eso es lo importante.