

Análisis Man Dynamic Income

El fondo de bonos que ha doblado el dinero en cuatro años

<https://icariacap.substack.com/p/analisis-de-man-dynamic-income>

Hace unos meses os hablaba del Fulcrum Equity Dispersion, el fondo más raro de mi cartera. Hoy cambio de registro por dos motivos. El primero, que el fondo de hoy no es raro. Es un fondo de bonos de los de toda la vida y, aun así, ha hecho algo que casi ningún fondo de bonos consigue. El segundo, que **no está aún en la cartera de Icaria Patrimonio**. Lo estoy estudiando, junto a otro fondo de la misma casa del que os hablaré en el próximo artículo.

Se llama **Man Dynamic Income**. Lo gestiona Jonathan Golan desde Londres, dentro de GLG Partners, la parte discrecional de Man Group que ya conocéis por el Man Alpha Select. Se lanzó el 30 de junio de 2022 y desde entonces su clase institucional en dólares ha ganado un 101%. Es decir, **ha doblado el dinero en poco más de cuatro años comprando bonos**. La clase en euros, que es la que nos interesa a nosotros, se queda en torno al 86% por el coste de cubrir la divisa. Sigue siendo una barbaridad para un fondo de renta fija.

Antes de seguir, la pregunta de siempre. **¿Cuántos fondos de renta fija conocéis que sean los primeros de su categoría desde que nacieron, también a un año y también en lo que va de año, con 46 meses positivos de 50 y sin haber cerrado nunca un año en pérdidas?** Yo he encontrado uno. Y precisamente porque los números son tan buenos, este artículo va a dedicar tanto espacio a explicar de dónde salen como a la pregunta que de verdad importa hoy, que es si pueden repetirse con un fondo que ya gestiona casi 10.000 millones de dólares. Vamos al detalle.

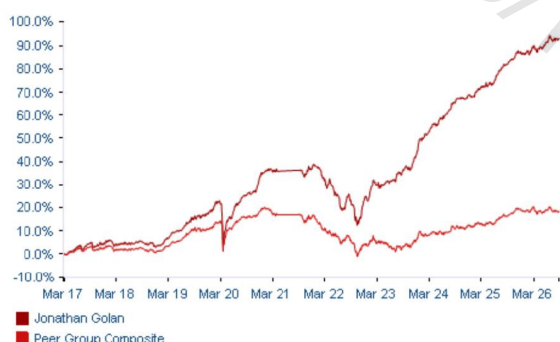
El hombre del fondo

En este oficio aprendí hace tiempo a mirar nombres antes que números, y aquí el nombre es uno. **Jonathan Golan** llegó a Man en julio de 2021 procedente de Schroders, donde había pasado ocho años y donde empezó a gestionar crédito en 2017. Estudió economía financiera en Oxford. En 2025 FE fundinfo le nombró gestor alfa del año y Citywire lleva

años dándole su calificación máxima, la triple A, por la rentabilidad ajustada al riesgo de sus fondos. Todo esto está bien, pero lo que me interesa de su biografía es otra cosa.

Man enseña en la presentación su historial completo como gestor, de 2017 a hoy, mezclando los fondos de Schroders y los de Man. En algo más de nueve años ha ganado un 7,4% anualizado, frente a un grupo de comparables que en los últimos siete años apenas ha ganado un 6% acumulado. Algo aun más importante, en el periodo que coincide con el hundimiento de los bonos de 2022 perdió un 10,4%, algo más que sus comparables. **Golan no es un gestor que no cae. Es un gestor que compra cuando los demás venden y que después recupera con creces.** Su fondo Investment Grade en Man (más conservador), el Global Investment Grade Opportunities, perdió un 9,6% en 2022 (el índice, un 14%) y llegó a caer casi un 17% desde máximos antes de darse la vuelta. Conviene tenerlo en la cabeza cuando veamos la curva tan limpia del Dynamic Income, porque este fondo nació justo después de esa caída y eso puede llevarnos a engaño.

Total return for Jonathan Golan



Jonathan Golan is a Trustnet FE fundinfo Alpha Manager who has maintained a consistently high alpha score over a proven track record in rising and falling markets.



Annualised total return over 9.2 years **+7.4%**

Cumulative performance (% growth)

	1 year	3 years	5 years	7 years	10 years
Jonathan Golan	5.9	41.2	-	66.1	-
Peer Group Composite	1.5	14.2	-	6.3	-
Over / Under	4.4	27.0	-	59.8	-

Discrete performance

	0-12m	12-24m	24-36m	36-48m	48-60m	60-72m	72-84m	84-96m	96-108m	108-120m
Jonathan Golan	5.9	10.4	21.0	11.9	-10.4	8.4	7.8	10.4	0.4	4.7
Peer Group Composite	1.5	5.1	7.2	-2.0	-9.7	1.3	3.7	8.4	-0.7	3.2
Over / Under	4.4	5.3	13.8	13.9	-0.7	7.1	4.1	2.0	1.1	1.5



Historial de Jonathan Golan desde marzo de 2017, sumando los fondos de Schroders y de Man, frente a su grupo de comparables. Fuente: Man Group y Trustnet, datos a 28 de agosto de 2026.

Detrás de él hay seis analistas con pedigrí (PIMCO, ADIA, Schroders, el Banco de Inglaterra, Millennium, BlackRock, J.P. Morgan) y la plataforma de crédito de Man, que gestiona 60.000 millones de dólares con más de cien profesionales. Ese último dato hay que leerlo bien. **Esos cien profesionales no trabajan para este fondo**, son recursos

compartidos de toda la casa. Lo que sí es propio del fondo es el equipo de siete personas y, sobre todo, la cabeza de Golan.

Qué hace este fondo

La idea es fácil de contar y difícil de ejecutar. Golan presta dinero a empresas comprando sus bonos, pero **solo cuando el interés que paga el bono exagera mucho el riesgo de que la empresa no devuelva el dinero**. Por poner un ejemplo, si el mercado paga un 9% por el bono de una empresa cuyo riesgo real él estima en un 4%, compra. Si el mercado paga un 5% por el mismo riesgo, no compra, por muy buena que sea la empresa. Así de sencillo.

Lo que le diferencia de la mayoría de fondos de renta fija es que **no tiene índice de referencia**. No tiene que parecerse al mercado. Puede tener bonos con grado de inversión, high yield, deuda emergente, titulizaciones o convertibles en la proporción que le parezca, y puede no tener nada de un segmento entero si le parece caro. La duración (la sensibilidad a los tipos de interés) la gestiona, pero la considera secundaria, normalmente entre dos y cinco años. Todo se cubre a dólares, así que el fondo no apuesta a divisas. **El motor es elegir bonos, no adivinar tipos**.

El segundo rasgo es que sus exigencias no cambian con el ciclo. Golan pide siempre el mismo margen de seguridad. Cuando los diferenciales están anchos, como en 2022, encuentra muchísimos bonos que cumplen y el fondo invierte con agresividad. Cuando están estrechos, como ahora, encuentra pocos y la cartera se vuelve más defensiva casi sin querer. En la presentación lo llaman estilo contracíclico, y es exactamente lo contrario de lo que hace el inversor medio, que compra bonos cuando todo el mundo está tranquilo.

El tercero es que le gustan **las empresas pequeñas y medianas que casi nadie analiza**. Su universo son unos 27.000 bonos. Los filtros de valoración lo reducen a entre un 1% y un 10% según el momento, y a partir de ahí el equipo construye sus propios modelos, mira las cuentas con lupa y solo compra si el precio deja margen. Los tres criterios que aplican a las cuentas me parecen muy sensatos. Primero, si el beneficio se convierte en caja o si la empresa vive de ajustes contables. Segundo, si el valor del negocio cubre de sobra la deuda, contando la deuda que no aparece en la primera

página (arrendamientos, pensiones, litigios, pagos pendientes por adquisiciones). Y tercero, las señales de alerta clásicas (capital circulante que se descontrola, inversión insuficiente, operaciones con partes vinculadas).

Margin of safety rule #1 - do earnings convert into cash?

- Untangle the financial accounts to arrive at our estimate of steady state cash generation
- If earnings and cash diverge, tread carefully – are management adjustments – aggressive? recurring?
- Account for “below the line” cash leakage (minorities, pension and legal liabilities)

Margin of safety rule #2 - does the value of the company greatly exceed the value of debt?

- Focus on economic rather than reported debt, adjusting for business combinations and off-balance sheet liabilities
- Assess the quality of the business using quantitative metrics (e.g. ROIC) and qualitative measures (revenue stickiness, barriers to entry, etc.)
- Value the company: market, DCF, re-creation value, book value. Never solely rely on market valuation

Margin of safety rule #3 - look for red flags

- W/C analysis – large changes can precipitate problems
- D&A to capex ratio – is the company well invested?
- Governance – alignment of interests, related party deals
- Quality of accounts & disclosure

EUR Millions	2019	2020PF	2021F	2022F	2023F
Revenues	1,885	5,330	5,233	5,312	5,470
Management EBITDA	685	1,241	1,215	1,359	1,404
Below the line cash costs	(22)	(120)	(420)	(295)	(124)
GLG Cash EBITDA	663	1,121	795	1,064	1,280
Unlevered Free Cash Flow	438	793	378	531	626
Equity Free Cash Flow	415	681	266	419	514
Unlevered FCF/ND	36.2%	22.9%	11.8%	19.1%	27.6%
Equity FCF/ND	34.3%	19.7%	8.3%	15.0%	22.7%

Ignore management defined earnings and focus on cash generation. What cash flow yield will creditors enjoy if they take over the business?

EUR Millions	2019	2020PF	2021F	2022F	2023F
Gross debt	1,581	3,221	3,221	3,221	3,221
Cash	500	1,590	456	875	1,389
Net debt accounts	1,081	1,631	2,765	2,347	1,833
GLG adjustments	126	1,834	434	434	434
Contingent liabilities	-	1,400	-	-	-
Leases	126	290	290	290	290
Pension	-	144	144	144	144
GLG adjusted Net Debt	1,207	3,465	3,199	2,781	2,267

The company presents its debt in a misleading way by ignoring a large liability relating to an acquisition

El ejemplo que usa Man para explicar su análisis de cuentas. La empresa presentaba una deuda neta de 1.631 millones de euros; sumando un pasivo de 1.400 millones ligado a una adquisición, los arrendamientos y las pensiones, la deuda real pasaba a 3.465 millones. Fuente: Man Group.

Todo esto suena muy bien contado. Lo importante es si lo aplican de verdad, y para eso hay que mirar qué hicieron cuando tocaba.

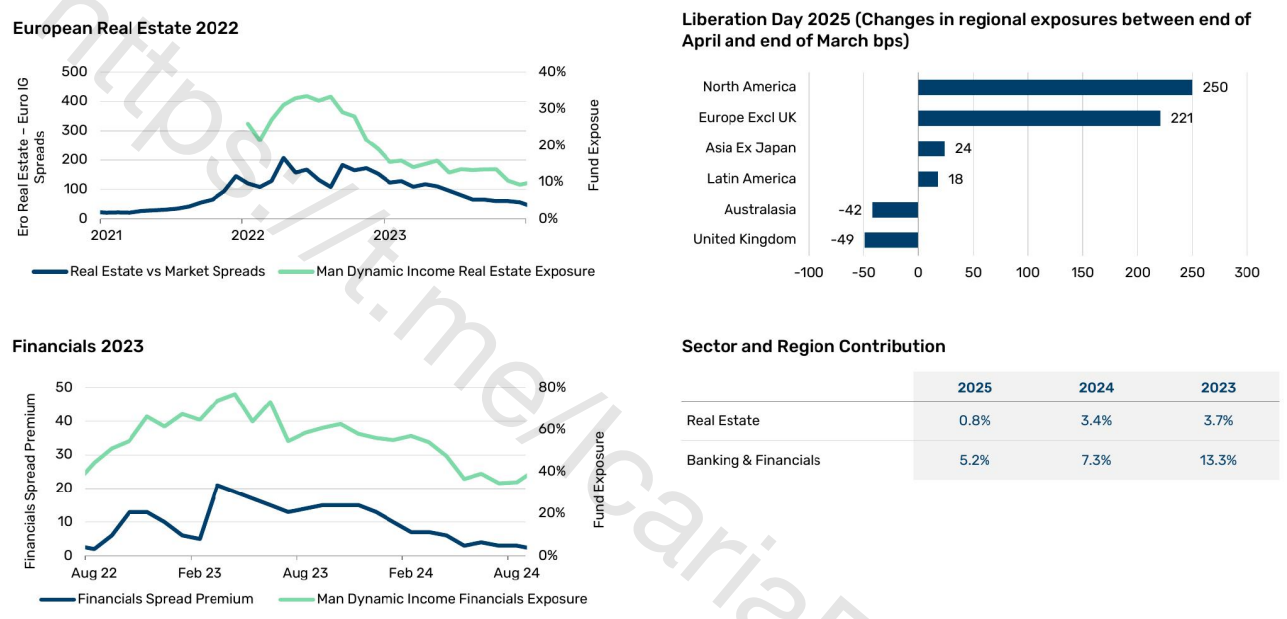
Cómo lo ha hecho en la práctica

Los dos episodios que mejor explican el fondo son 2022 y 2023.

En 2022, con la guerra de Ucrania y la subida de tipos, el inmobiliario europeo cotizado se hundió y sus bonos se vendieron a precios de derribo. Golan llegó a tener **más del 30% del fondo en deuda inmobiliaria europea** justo cuando los diferenciales del sector estaban en máximos. En 2023, cuando la caída de Credit Suisse y de los bancos regionales americanos disparó los diferenciales de todo el sector financiero, mantuvo y amplió una exposición a financieras que llegó a rondar el 75% del fondo. Las dos apuestas salieron bien. Solo bancos, financieras y aseguradoras aportaron más de 13

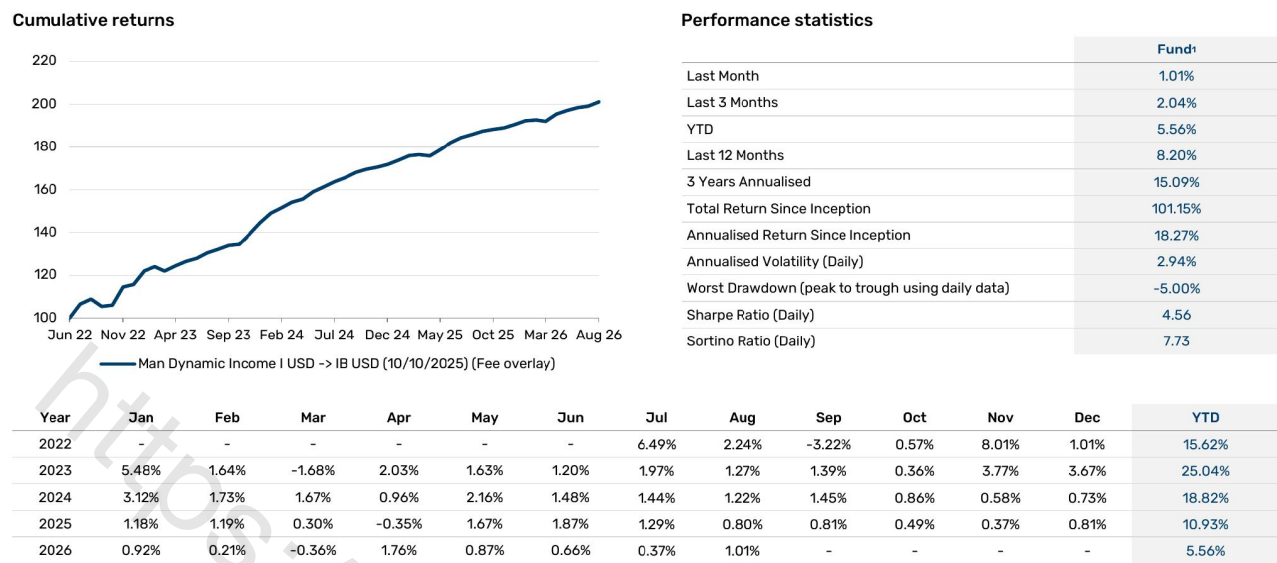
puntos de rentabilidad en 2023, y el inmobiliario casi cuatro más. **Ahí está buena parte del 25% de ese año.**

Y hay un tercer episodio más reciente que me gusta porque enseña flexibilidad. En abril de 2025, en los días del anuncio de aranceles de Trump, el fondo subió su exposición a Norteamérica en 250 puntos básicos y a Europa en 221 en apenas un mes, mientras la reducía en Reino Unido. Es decir, compró en la caída. **Comprar cuando el mercado tiene miedo se repite en cada crisis del historial.** Es la marca de la casa.



A la izquierda, la exposición del fondo al inmobiliario europeo en 2022 (arriba) y a las financieras en 2023 (abajo) frente al diferencial de cada sector. A la derecha, los cambios de exposición regional en abril de 2025 y lo que aportaron inmobiliario y financieras cada año. Fuente: Man Group.

Las cifras

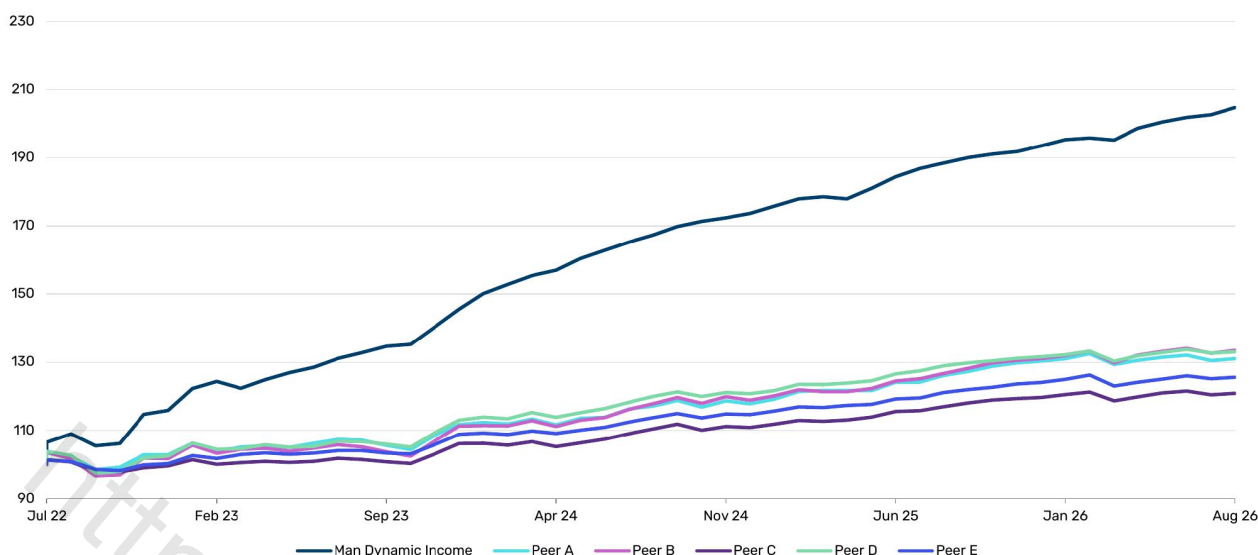


Evolución de la clase institucional en dólares desde el lanzamiento, estadísticas y rentabilidades mensuales. Fuente: Man Group, datos a 31 de agosto de 2026.

Vamos con los números, que aquí hablan solos. La diferencia con la clase en dólares es el coste de la cobertura, entre uno y dos puntos al año, y conviene tenerla en la cabeza cada vez que veáis una cifra de este fondo en dólares.

De los 50 meses de vida, **46 han sido positivos**. El peor fue septiembre de 2022, cuando perdió un 3,2%. La caída máxima desde un máximo anterior, medida con datos diarios, ha sido del 5%.

La comparación con la competencia es la parte que más impresiona. Morningstar lo clasifica como renta fija global flexible en dólares cubiertos y ahí es **el primero de 76 fondos desde su lanzamiento**, el primero de 93 a un año y el primero de 94 en lo que va de 2026. El gráfico siguiente es el que Man enseña a los clientes y no necesita mucha explicación. El fondo ha más que doblado; los cinco competidores con historial parecido se mueven entre el 20% y el 35%.



Man Dynamic Income frente a cinco fondos de su categoría Morningstar con historial comparable, base 100 en junio de 2022. Fuente: Man Group y Bloomberg, datos a 28 de agosto de 2026.

Aquí tengo que hacer una matización que me parece importante, y que la presentación no hace. Esa categoría está llena de fondos con mucha duración y mucho grado de inversión, que son justo los que peor lo han pasado con la subida de tipos. **Dynamic Income no es hoy un fondo de renta fija flexible. Es, en la práctica, un fondo de high yield global.** Y comparado con el high yield global la ventaja sigue existiendo, pero es mucho más pequeña de lo que sugiere ese gráfico. En 2023 le sacó doce puntos al índice de high yield, en 2024 casi diez, en 2025 dos y medio y en 2026 otros dos y medio. Comparado con el Man High Yield Opportunities, el fondo de high yield de la propia casa, la ventaja ha ido de doce puntos en 2023 a prácticamente cero en lo que va de año.

¿Significa que el gestor ha perdido la mano? No lo creo. Significa que en 2022 y 2023 había descuentos enormes que ya se han cerrado y que, con los diferenciales de crédito en la parte baja de su historia, nadie puede sacarle doce puntos al mercado comprando bonos. **La rentabilidad de esos dos años era la de una oportunidad, no la de un método.** El método da lo que da hoy, que sigue siendo bueno.

Sobre el riesgo, dos cosas. La presentación habla de una volatilidad del 2,9% y de un ratio de Sharpe de 4,6, calculados con datos diarios. Son cifras que impresionan y que no me sirven de mucho. Ya he hablado muchas veces que en renta fija la volatilidad no muestra el riesgo del activo y es una métrica muy engañosa. Y lo segundo, más

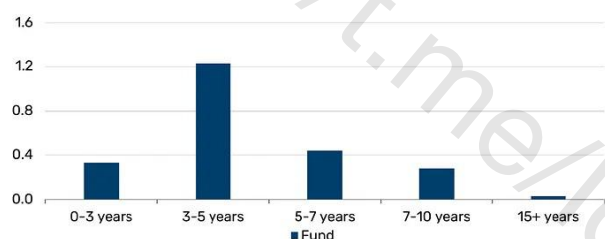
importante, **este fondo no ha vivido un mercado bajista de crédito**. Nació en junio de 2022, con los diferenciales cerca de máximos, en el mejor momento posible para empezar a comprar bonos. Todo lo que ha hecho desde entonces lo ha hecho con el viento a favor.

Lo que compras hoy

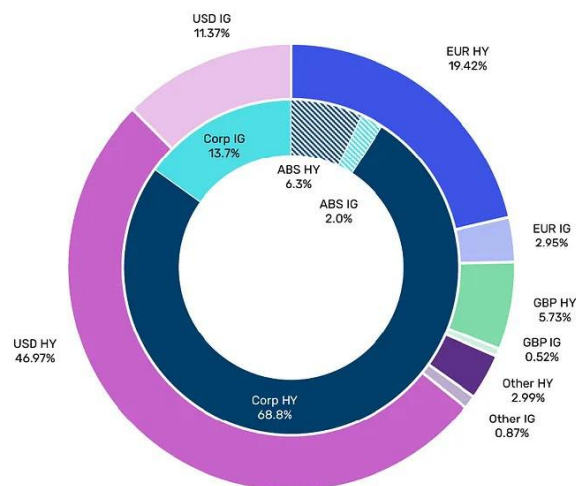
Summary statistics

	Man Dynamic Income
Yield* (hedged to USD)	7.63%
Modified duration	2.31
Spread duration	2.67
Issuers	305
Issuers ex ABS	246
Net exposure	92.47%
AT1	4.20%
EM	28.49%

Contribution to duration



Exposure



Cartera a 28 de agosto de 2026. Tres cuartas partes del fondo están en high yield, un 28% en países emergentes y un 4% en deuda subordinada bancaria. Fuente: Man Group.

Quien entre ahora no compra la cartera de 2022. Compra esta. A finales de agosto de 2026 el fondo tenía tres cuartas partes del patrimonio en bonos high yield, un 28% en emisores de países emergentes, un 4% en bonos AT1 (la deuda más subordinada de los bancos) y 305 emisores distintos. El sector financiero en sentido amplio (bancos, financieras y aseguradoras) pesa un tercio del fondo. Y la deuda en dólares se ha convertido por primera vez en el bloque mayor, cerca del 60% antes de cubrir divisas, porque, según explica Man, hoy encuentra más valor en el crédito americano que en el europeo.

El rendimiento de la cartera debería estar en torno al 7% menos los posibles defaults y comisiones. **Ese es el punto de partida realista para quien invierta hoy, no el 18% anualizado del historial.** La duración de tipos es corta, 2,3 años, y eso le ha venido bien en un 2026 en el que el BCE y la Reserva Federal han vuelto a subir tipos. Pero la duración que importa en este fondo es la de crédito, 2,7 años. Con esa cifra, una

ampliación de diferenciales de dos puntos (algo que en un mal año de crédito pasa con normalidad) le costaría alrededor de un 5%, antes de contar impagos. El 5% de caída máxima del historial no es un suelo.

Todos estos riesgos existen también en el fondo que ya analizamos hace 1 año: Gamma Global. Cuidado con invertir en estos fondos pensando que tienen el riesgo de renta fija a corto plazo investment grade, porque su riesgo es muy superior.

El problema del tamaño

Y llegamos a lo que de verdad me preocupa de este fondo. No es la cartera, es el patrimonio. Según la web de Man, el fondo gestionaba casi 10.000 millones de dólares a finales de agosto de 2026. Hace poco más de un año rondaba los 2.000 millones de libras. En febrero de 2026 estaba en 4.500 millones. Es decir, **ha multiplicado por cuatro o cinco su tamaño en poco más de un año**, y la mayor parte de ese dinero ha entrado después de los años buenos. Man ya ha reaccionado. En noviembre de 2025 cerró a nuevos inversores la clase institucional en libras, según dice, para gestionar la capacidad del fondo, y un mes antes había creado la clase IB, que cobra un 1% de gestión en vez del 0,6% de la clase original. Traducido, **el dinero nuevo entra pagando más caro. Algo que suele ser habitual.**

Por qué importa tanto el tamaño en este fondo y no en otros. Porque su ventaja declarada está en las emisiones pequeñas y medianas que la mayoría de gestores no puede o no quiere analizar. Con 2.000 millones puedes construir una cartera concentrada en ese tipo de bonos. Con 10.000 es mucho más difícil, y la propia cartera lo enseña. La presentación describe una cartera de entre 80 y 200 emisores; la fotografía de agosto tiene 305. La diversificación no es mala en sí misma, pero **cuando un fondo de alta convicción pasa de cien emisores a trescientos en poco tiempo, o ha cambiado la oportunidad o ha cambiado el fondo.**

Sobre la liquidez, un apunte. Las cuentas semestrales a junio de 2026 dicen que menos del 1% del fondo está valorado con modelos internos (lo que se llama nivel 3) y que casi todo lo demás son bonos con precios observables. Eso me tranquiliza sobre la valoración. No me dice nada sobre a qué precio se podría vender una cartera de 10.000

millones en bonos de emisores pequeños si un día mucha gente quisiera salir a la vez. Es una de las preguntas que le haré a Man.

La factura

Aquí conviene tener el cuadro claro porque el fondo tiene 69 clases distintas y no todas son iguales. La clase institucional original, la **I en euros cubierta** (ISIN IE000E4XZ7U3), cobra un 0,60% de gestión y tiene unos gastos corrientes del 0,81%, sin comisión de éxito. Es una clase razonable para lo que ofrece. El problema es que puede no estar abierta a dinero nuevo, como ya ha pasado con su equivalente en libras. La clase **IB en euros cubierta** (IE000FR1WHU7), creada en octubre de 2025, cobra un 1% de gestión y un 1,20% de gastos corrientes, también sin éxito. A nosotros nos reservan un hueco en la clase institucional que tiene un coste muy contenido para el valor aportado. Las relaciones institucionales de años importan, y en estos casos se ve de forma clara.

Todas las rentabilidades que hemos visto son netas de esas comisiones. Lo que no me gusta es la dirección. **Cuanto mejor le ha ido al fondo, más caro se ha vuelto para el que llega.** Y luego están las clases DW y DWYB en dólares, con gastos corrientes del 2,46% y el 2,66%, pensadas para canales de distribución con retrocesiones. Si os ofrecen una de esas, ya sabéis lo que hay que hacer.

Cómo encaja en una cartera

La pregunta de si funciona ya está respondida. La de si funciona para cada uno, no. Lo primero es tener claro qué se compra. **Esto es crédito, y crédito de baja calificación en su mayoría.** No es un sustituto de la liquidez ni de un fondo de renta fija conservadora, y no protege en una recesión. Quien lo compre pensando que el 5% de caída máxima es lo peor que puede pasar se llevará un disgusto.

Para quien tiene ya una cartera diversificada y quiere que su parte de renta fija aporte algo más que el cupón de los bonos de gobierno, encaja como una pieza del bloque de crédito, con un peso pequeño, del orden de un 3% o un 5% como mucho. Lo que aporta es un gestor con criterio propio en un activo en el que la mayoría de fondos se limitan a copiar el índice.

En Icaria Patrimonio, si entra, entraría en el bloque de deuda cotizada, no en el de alternativos, y con la idea muy clara de que es un fondo de high yield con un gestor excelente, no un fondo de rentabilidad absoluta. En Icaria Renta sin duda en el bloque de activos más arriesgado.

El veredicto

Si me preguntases en una palabra qué pienso del Man Dynamic Income, te diría: Disciplina. Lo bueno es evidente y no voy a repetirlo entero. Un gestor con historial largo, premiado y con la calificación máxima, que compra cuando el mercado tiene miedo y lo ha demostrado tres veces en cuatro años. Un proceso de análisis de cuentas que me parece de los mejores que he visto en renta fija. Un resultado que le sitúa el primero de su categoría desde el lanzamiento y muy por encima del high yield global. Una clase institucional a un coste razonable, si está abierta. Liquidez diaria, formato UCITS, registro en la CNMV y sin comisión de éxito en las clases que importan.

Lo malo también hay que decirlo. Es un fondo de high yield con etiqueta de renta fija flexible, y hay que juzgarlo como lo primero. Nació en el mejor momento y no ha pasado un mercado bajista de crédito. Su ventaja sobre el mercado se ha ido estrechando a medida que se cerraban los descuentos. Y, sobre todo, **ha crecido demasiado deprisa**, hasta el punto de cerrar clases, subir el precio a los nuevos y pasar de una cartera de cien y pico emisores a una de trescientos.

Mi conclusión, de momento, es esta. Dynamic Income **ha sido el mejor fondo de su categoría en Europa en los últimos cuatro años**, y eso no es discutible, lo dicen los datos de Morningstar que enseña la propia Man. Lo que no está demostrado es que el fondo de 10.000 millones que existe hoy pueda seguir siéndolo. Antes de decidir quiero que Man me responda a tres cosas. Cuál es la capacidad del fondo y del conjunto de estrategias que comparten las mismas ideas, y con qué criterio cerrarían el producto. Qué parte de la rentabilidad de cada año ha venido del cupón, de la compresión de diferenciales y de la selección. Cuánto tardarían en vender la mitad de la cartera si hiciera falta, y con qué descuento. Si las respuestas son buenas, entrará.

Si no, seguiré admirando el historial desde fuera, que también es una forma de invertir bien.