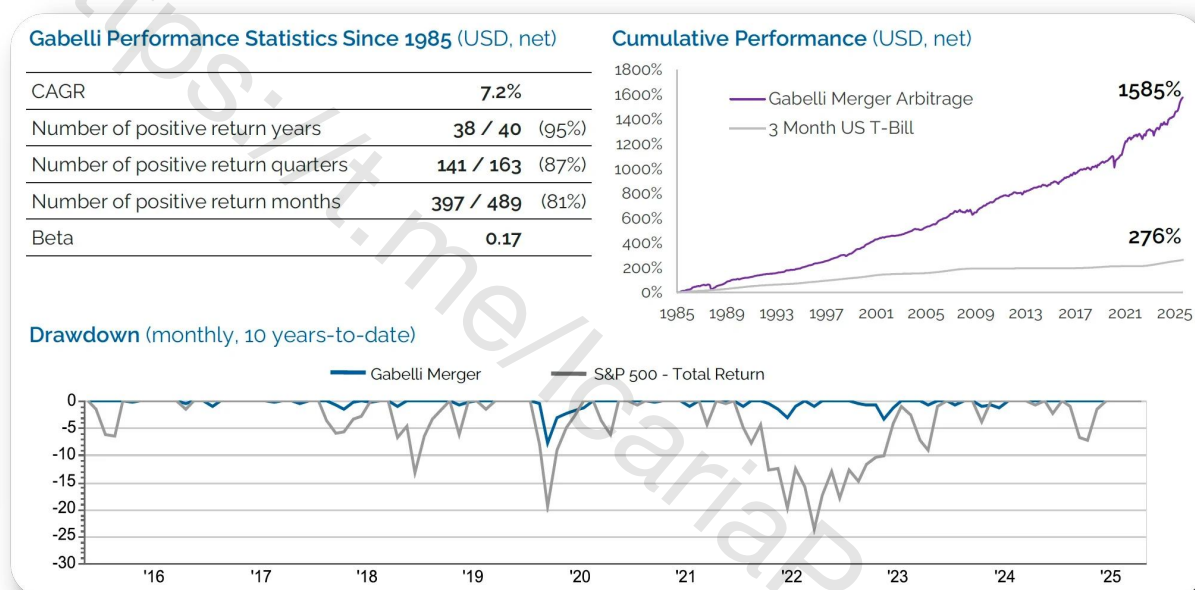


Por qué rechazamos un Hedge-Fund top mundial

Hoy voy a tratar un tema que es fundamental en el análisis y due diligence de fondos de inversión y que pocas veces se trata. Os pongo en contexto. Gracias a las relaciones institucionales que tenemos en Icaria Patrimonio e Icaria Renta, me llega la oportunidad de invertir en **uno de los mejores hedge funds del mundo: Gamco Merger Arbitrage** versión no UCITS.

Os dejo una imagen para que entendáis de que hablo.



Una curva de rentabilidad y riesgo perfecta ¿verdad? Pues os diré que es un fondo que finalmente decidimos (ya hace meses) no invertir desde Icaria Patrimonio FIL. Vamos con los motivos.

Llevo años analizando hedge funds y hay algo que casi nunca se explica bien y que sin embargo condiciona por completo la decisión de inversión para cualquier europeo, **la divisa**. Parece algo poco relevante, pero os aseguro que es algo clave en la inversión y sobre todo en la gestión de riesgos. Es probablemente el factor que más distorsiona el análisis cuando miras vehículos de retorno absoluto desde Europa.

El problema de fondo es sencillo. La inmensa mayoría de los hedge funds interesantes del mundo son americanos e invierten en dólares. La oferta en euros es infinitamente más

reducida y, siendo sincero, de menor calidad en muchas categorías. Esto **nos deja a los inversores europeos con tres opciones**, y ninguna de las tres es perfecta.

La primera y más obvia sería cubrir la divisa. Compras el fondo en dólares y contratas una cobertura para eliminar el riesgo de tipo de cambio. A priori suena perfecto pero hay una variable que es crucial y se suele pasar por alto, el coste de hacerlo.

Históricamente la cobertura EUR/USD ha costado en torno al 2% anual de media, dependiendo del diferencial de tipos entre ambas economías. Y aquí es donde entran el juego las matemáticas y pueden convertir una inversión sobresaliente en un suspenso absoluto.

Si el hedge fund que estás analizando tiene un objetivo de rentabilidad del 5-6% neto, que es lo habitual en estrategias de baja volatilidad, **te estás comiendo un tercio o más de la rentabilidad esperada solo en cubrir la divisa.** Lo que te queda es un fondo que renta como la renta fija y que encima tiene una estructura de comisiones de hedge fund. Deja de tener sentido.

La segunda opción es no cubrir. Mantener la posición en dólares y asumir la exposición a divisa como parte de la inversión. Esto puede funcionar si tienes una visión positiva del dólar a largo plazo o si simplemente quieres tener diversificación de divisa en cartera, que es un argumento legítimo. Pero hay que ser muy consciente de lo que implica. **Un hedge fund de merger arbitrage, por ejemplo, está diseñado para darte una curva de rentabilidad suave, con poca volatilidad, pocos drawdowns y una generación de retorno constante.** Es precisamente por eso por lo que lo incluyes en cartera: para aportar estabilidad. El momento en que le añades la volatilidad del tipo de cambio, esa curva se desfigura por completo. Los drawdowns se multiplican, la volatilidad se dispara y **lo que era un activo estabilizador se convierte en algo que se comporta de manera completamente diferente a lo que buscabas.**

Sigamos con el ejemplo real que analicé hace tiempo. **El fondo GAMCO Merger Arbitrage, gestionado por Gabelli, es uno de los referentes históricos en arbitraje de fusiones. Su versión hedge fund tiene un track record que arranca en 1985, lo cual es casi imposible de encontrar en la industria. Cuarenta años de historia. Los números son sobresalientes: un CAGR del 7,2% neto en dólares, un 95% de años**

con rentabilidad positiva, un 87% de trimestres positivos y un beta de 0,17 frente al mercado. La curva acumulada es lo que todo inversor querría ver en la parte defensiva de su cartera: una línea ascendente casi sin interrupciones que ha multiplicado por más de quince veces el capital inicial. Es un fondo excepcional.

Ahora bien, **si eres un inversor europeo y miras esa misma curva en euros sin cobertura, lo que ves no tiene absolutamente nada que ver.** La volatilidad del par EUR/USD, que ha oscilado entre 0,85 y 1,60 en las últimas décadas, domina el comportamiento del fondo. **Los drawdowns que en dólares eran de un 3-4% se convierten en caídas del 15-20% en euros.** La línea recta se convierte en una montaña rusa. El activo ha dejado de cumplir su función. Ya no es un estabilizador, es simplemente una apuesta de divisa con un ligero componente de arbitraje de fusiones por encima.

Y si decides cubrir para evitar ese problema, volvemos al punto inicial. Un fondo que renta un 7% bruto en dólares, al que le restas el coste de cobertura, te queda rentando un 4-5% con suerte. Para eso tienes opciones mucho más simples y baratas en renta fija europea. El fondo deja de ser sobresaliente y se convierte en algo que no justifica ni la complejidad operativa ni las comisiones de un hedge fund.

Esta es la trampa en la que caemos muchos gestores europeos si no somos cuidadosos. **Ves un track record espectacular en dólares, te enamoras de los números, y cuando lo traduces a la realidad de un inversor en euros descubres que el producto ya no es lo que parecía.** Ni cubriendo ni sin cubrir obtienes lo que buscabas originalmente. Os dejo la imagen que resumen lo que he explicado.



El fondo sin cubrir en euros es la línea amarilla que tiene un comportamiento totalmente diferente al original (generado por la divisa).

El fondo cubierto es la línea naranja, que genera un 2,2% anualizado inferior al fondo que invierte en USD.

En Icaria Patrimonio hemos aprendido a gestionar esto de dos maneras. Si vamos a invertir en un hedge fund en dólares y vamos a cubrir la divisa, necesitamos que el objetivo de rentabilidad sea lo suficientemente alto como para que después de absorber el coste de cobertura siga mereciendo la pena (**como es el caso de Brevan Howard** que ha hecho casi doble dígito anualizado). Y la alternativa es mantener la exposición en dólares sin cubrir, pero siendo plenamente conscientes de que lo que tenemos es una posición en divisa con un extra de rentabilidad por encima, y dimensionarla como tal dentro de la cartera.

No hay atajos. No hay solución perfecta. Y esto es algo que raramente ves explicado cuando alguien te presenta un hedge fund americano como la panacea. Los números siempre se muestran en dólares, la curva siempre es la original, y el análisis de divisa se deja para el final o directamente se ignora.

La inversión tiene muchos más ángulos de los que parece. Cada activo que incorporas a una cartera requiere un análisis que va mucho más allá de mirar un gráfico de rentabilidad histórica. Tienes que entender en qué divisa genera sus retornos, cuál es el coste real de acceder a ese retorno desde tu moneda base, y si después de todo ese proceso el activo sigue cumpliendo la función para la que lo necesitas. Muchas veces la respuesta es que no, y hay que tener la disciplina de descartarlo por muy bonitos que sean los números en su versión original.