Machine Translated by Google

MEKETA



Alfa portátil

COLABORADORES
Frank Benham, CFA, CAIA
Brian Dana, CAIA
Lillian McAughan

DOCUMENTO TÉCNICO | AGOSTO DE 2026

 ©2026 MEKETA INVESTMENT GROUP

Machine Translated by Google

La mayoría de los inversores consideran que alfa y beta son inseparables: contratan a un gestor activo y aceptan la exposición al mercado que conlleva el mandato. El alfa portátil cuestiona esta premisa. Al obtener exposición al mercado mediante derivados y asignar capital a gestores que operan en cualquier parte del universo de inversión, los inversores pueden buscar una rentabilidad superior sin limitarse a una sola clase de activo o estrategia. Este enfoque también modifica el criterio que debe cumplir la rentabilidad activa. En lugar de exigir que un gestor supere un índice de referencia del mercado, el alfa portátil requiere que la fuente de alfa supere el coste de financiar la exposición beta. Esta es otra cuestión, y es a la que se vuelve a lo largo de este documento.

Este documento ofrece una visión general estructurada diseñada para ayudar a los inversores a evaluar tanto las oportunidades como los riesgos. Comienza definiendo alfa y beta y explicando los mecanismos que permiten diferenciarlos. A continuación, se exponen los argumentos para obtener rentabilidad activa fuera de la clase de activos beta, junto con el obstáculo financiero que debe superar cualquier fuente de alfa. Las secciones posteriores analizan los beneficios potenciales, seguidos de las principales preocupaciones: la exposición variable a la beta, la dificultad de identificar habilidades duraderas, el apalancamiento inherente, la liquidez, la complejidad y el coste. El documento aborda posteriormente la implementación, cubriendo la elección entre estructuras agrupadas, desagregadas y gestionadas internamente, la selección de beta y alfa, la mecánica de la exposición basada en futuros y swaps, y las cuestiones de estructura del vehículo que surgen para los inversores sujetos a restricciones de apa

Conclusiones clave

› La gestión activa a largo plazo no ha demostrado ser fiable.

Aporta valor añadido en mercados grandes y eficientes, donde la mayoría de los inversores mantienen sus mayores asignaciones. El alfa portátil traslada la búsqueda de rentabilidad activa en lugar de abandonarla.

› La estrategia separa la exposición al mercado de

Habilidad del gestor. Los inversores obtienen beta de forma eficiente a través de derivados, al tiempo que asignan capital a fuentes de alfa que pueden operar en una parte completamente diferente del universo de inversión.

› La prueba operativa es el obstáculo financiero, no un

Referencia del mercado. La fuente alfa debe superar el costo de financiar la exposición beta, más las comisiones y los gastos de implementación, durante un ciclo de mercado completo. Que ese flujo de retorno constituya alfa en sentido estricto importa menos que si se liquida

el obstáculo y permanece independiente de la versión beta.

› El alfa portátil implica necesariamente apalancamiento,

Se mide según criterios contables o económicos. Su gestión requiere políticas de garantías claras y liquidez suficiente. El lugar donde se mantienen los derivados también determina si se aplica una restricción de apalancamiento explícita, lo cual es una cuestión de gobernanza más que técnica.

› Los modelos de implementación difieren sustancialmente en cuanto al riesgo.

Los programas combinados reducen el riesgo operativo, de garantías y de presentación de informes, al tiempo que concentran la exposición en un solo proveedor y reducen la transparencia de las tarifas. Los programas desagregados y gestionados internamente preservan la libertad de elección y la visibilidad de los costos, al tiempo que requieren personal y capacidad de gobernanza.

› El principal riesgo es que alfa y beta pierdan

Las correlaciones tienden a aumentar durante períodos de estrés, y una fuente alfa que no logra cubrir su costo de financiamiento convierte el programa en una forma costosa de poseer el índice.

Machine Translated by Google

¿Qué es Portable Alpha?

La rentabilidad generada por cualquier gestor (o cartera) se puede dividir esencialmente en dos partes: beta y alfa. 1 Beta es la parte de la rentabilidad de un gestor atribuible al riesgo inherente a la inversión en un mercado determinado. Es decir, beta es la parte de la rentabilidad de un gestor que no tiene nada que ver con la habilidad (o la suerte) y sí con el rendimiento de la clase de activos. Beta es barato y fácil de adquirir (por ejemplo, mediante derivados, fondos cotizados o fondos indexados). 2 Alfa, por otro lado, es la parte de la rentabilidad de un gestor atribuible a su habilidad. Al asumir riesgos activos (es decir, diferenciándose del mercado), los gestores esperan generar una rentabilidad superior a la de su índice de referencia. Sin embargo, un alfa positivo y duradero suele ser costoso y, por lo general, difícil de identificar.

Las estrategias de alfa portátil buscan hacer que el alfa sea "portátil" combinando cualquier fuente independiente de habilidad del gestor (alfa) con cualquier exposición al mercado (beta). Esto permite a los inversores aprovechar el alfa del gestor en cualquier parte del universo de inversión, independientemente de su especialidad. Este mecanismo es posible gracias a instrumentos financieros (por ejemplo, derivados) que permiten exposiciones parcialmente financiadas (es decir, apalancadas), cuyos costes están determinados por las condiciones de financiación vigentes. En la práctica, esta estrategia suele considerarse un mecanismo para aumentar la eficiencia del capital de una cartera, a la vez que incrementa su flexibilidad.

La implementación de la forma moderna de alfa portátil generalmente implica superponer la exposición alfa, a menudo mediante una o más estrategias, sobre otra cartera (es decir, la exposición beta). La exposición alfa debe diseñarse para tener poca o ninguna sensibilidad a los mercados en general. Dicho de otro modo, el "alfa" simplemente debe adoptar la forma de rendimientos que se espera que no estén relacionados con el desempeño del mercado.

Una estrategia de alfa portátil bien ejecutada busca superar el rendimiento de un índice de mercado sin agregar una cantidad considerable de riesgo. Si las fuentes de alfa y beta no están correlacionadas, entonces la volatilidad combinada no será sustancialmente diferente de la volatilidad de una estrategia basada únicamente en beta.

cartera pasiva.

La estrategia de alfa portátil se utiliza mejor en mercados eficientes donde los costos de replicar la exposición beta son bajos. Por ello, las acciones estadounidenses constituyen una fuente beta común para las estrategias de alfa portátil, al igual que los bonos con grado de inversión y los bonos vinculados a la inflación. Por ejemplo, una estrategia de alfa portátil puede combinar la rentabilidad (alfa) de un fondo de cobertura "neutral al mercado" con la rentabilidad (beta) del S&P 500, adquirida esta última mediante futuros sobre índices (véase la Figura 1).

Argumentos a favor de la alfa fuera de la clase de activos beta.

El argumento a favor del alfa portátil comienza con un problema que poco tiene que ver con los derivados. En mercados grandes y bien cubiertos, la gestión activa de posiciones largas únicamente no ha aportado valor de forma fiable. Durante los diez años que terminaron el 31 de diciembre de 2025, el gestor medio de renta variable de gran capitalización estadounidense obtuvo una rentabilidad anualizada excedente de -53 puntos básicos, antes de comisiones.3 Los gestores de renta variable global obtuvieron resultados ligeramente mejores, con una rentabilidad anualizada excedente media de 41 puntos básicos, también antes de comisiones. Por lo tanto, los inversores que asignan una gran parte de su cartera a estos mercados, como hacen muchos, se enfrentan a una dificultad estructural: una gran parte de la cartera se encuentra en mercados donde la gestión activa ha sido decepcionante, en promedio.

El alfa portátil responde modificando el lugar donde el inversor busca rentabilidad activa y, lo que es más importante, cambiando el criterio que dicha rentabilidad debe superar. Un gestor activo tradicional de posiciones largas debe superar un índice de referencia del mercado, lo que requiere tanto habilidad como suficiente libertad para expresarlo. En una estructura de alfa portátil, la exposición beta se obtiene por separado, por lo que no se le exige a la fuente de alfa que supere al mercado en absoluto. Se le exige que supere el coste de financiar dicha exposición beta. Este coste suele estar vinculado a un tipo de interés a corto plazo, como el SOFR, más un diferencial, cuyo nivel varía según el instrumento, la contraparte y las condiciones del mercado.

Si se suman las comisiones del gestor de fondos y los costes de implementación del programa, se obtiene el umbral total. La pregunta para el inversor es si la rentabilidad elegida podrá cubrirlo a lo largo de un ciclo de mercado completo.

Este planteamiento evita un debate que, de otro modo, sería difícil de resolver. Las alternativas comercializables (es decir, los fondos de cobertura) no tienen un índice de referencia uniforme, y muchas estrategias conllevan una beta inherente a las acciones, el crédito u otros mercados, por lo que cuantificar el alfa real a nivel de clase de activos presenta verdaderos desafíos de medición. Para el alfa portátil

Figura 1

Implementación de una estrategia alfa portátil

Estrategia	Exposición	Devolver
1. Comprar futuros del índice S&P 500 (“beta”)4	+ Equidad Mercado	+8%
2. Invierta en estrategias de gestión activa (“alfa”).	+ Seto Fondos	+5%
3. Pagar el costo de endeudamiento (implícito) 5	- Financiación Costo	-4%
Retorno total de Alpha portátil =		9%

Machine Translated by Google

Para tales propósitos, esa cuestión importa menos de lo que podría parecer. La estructura no exige que el flujo de retorno sea alfa en sentido estricto. Requiere que el flujo de retorno supere el umbral de financiación y que sea suficientemente independiente de la exposición beta como para que la combinación de ambos no concentre simplemente el riesgo. Cuando una fuente de alfa conlleva una beta inherente que el inversor no desea, ya sea con respecto a la beta del propio programa o a las exposiciones mantenidas en otras partes de la cartera, dicha beta puede cubrirse, aunque la cobertura aumenta el coste y debe tenerse en cuenta en el umbral de financiación.

El mismo razonamiento se aplica a las estrategias sistemáticas de "alternativas líquidas" que ofrecen exposiciones similares a las de los fondos de cobertura. Para efectos de alfa transferible, la clasificación de un flujo de rendimiento como alfa o como prima de riesgo alternativa es menos importante que su cumplimiento del requisito y el precio que paga el inversor. Cuando un flujo de rendimiento refleja exposiciones a factores que pueden capturarse sistemáticamente, el inversor debería esperar pagar menos y confirmar que no duplica exposiciones ya existentes. Por ejemplo, un inversor cuya cartera de acciones ya presenta un sesgo de valor obtiene poca diversificación de una estrategia neutral al mercado basada en el mismo factor.

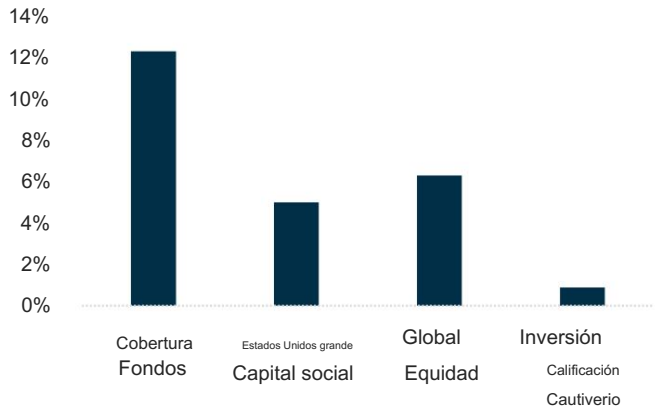
En esa prueba, la evidencia es razonablemente alentadora sin necesidad de hacer suposiciones heroicas. Durante los diez años que finalizaron el 31 de diciembre de 2025, el gestor medio de fondos de cobertura obtuvo una rentabilidad anual aproximada del 7,9%, después de comisiones. De media, aproximadamente el 3,6% de esta rentabilidad se atribuye a la beta de las acciones, lo que deja alrededor del 4,3%, después de comisiones, una vez eliminada (o cubierta) dicha beta. Durante este mismo período, el coste base de endeudamiento (p. ej., SOFR) fue de aproximadamente el 2,2% de media. Si se añade un diferencial de entre 50 y 100 puntos básicos, el gestor medio superó el obstáculo (es decir, el coste de financiación) por un margen de entre 110 y 160 puntos básicos (de nuevo, una vez eliminada la beta de las acciones).

La dispersión merece tanta atención como la mediana. El rango intercuartil de los fondos de cobertura ha sido históricamente mucho mayor que el de las clases de activos del mercado público, que suelen constituir una gran parte de las carteras de los inversores (véase la Figura 2). Por lo tanto, los inversores que creen poder identificar gestores cualificados pueden obtener mejores resultados al elegir entre los fondos de cobertura. Sin embargo, un programa basado en la expectativa de resultados superiores a la media se encuentra en una situación precaria. El enfoque más sólido consiste en comprobar si el programa tiene sentido asumiendo un resultado medio y comprender qué implicaría un resultado inferior a la mediana. Una fuente de alfa que no logra cubrir su coste de financiación convierte un programa de alfa portátil en una forma costosa de poseer el índice, y cuanto mayor sea la dispersión en el universo de gestores, mayor será el riesgo de un rendimiento inferior al esperado.

Por lo tanto, la decisión se reduce a una pregunta que un consejo de administración o un comité de inversiones puede evaluar razonablemente: ¿tiene el inversor la suficiente confianza en que la fuente de alfa seleccionada, elegida sin presuponer una habilidad de selección excepcional, superará las tasas a corto plazo más el diferencial de financiación, las comisiones y los costes de implementación a lo largo de un ciclo completo? Si la respuesta es afirmativa, el alfa portátil ofrece una forma de aplicar la gestión activa donde ha resultado más productiva. Si la respuesta es incierta, una asignación pasiva a la exposición beta por sí sola sigue siendo la alternativa más sencilla y económica.

Figura 2

Dispersión para clases de activos líquidos



Fuente: Análisis de Meketa de datos de eVestment Alliance, a 30 de septiembre de 2025.
La dispersión intercuartil se calcula como la diferencia entre los percentiles 75 y 25.

Beneficios

Las estrategias de alfa portátil ofrecen varias ventajas teóricas. En primer lugar, brindan al inversor una considerable flexibilidad en la selección de gestores: prácticamente no existen límites en cuanto al tipo de gestor o estrategia que puede utilizarse como fuente de alfa. Los gestores pueden invertir en cualquier clase de activo del mercado público, incluso en aquellos considerados de menor eficiencia en su valoración.

En segundo lugar, al añadir alfa portátil a una cartera totalmente invertida, un inversor puede aumentar el potencial de rentabilidad de dicha cartera. Como se mencionó anteriormente, la estrategia modifica los requisitos de rentabilidad de la gestión activa. En lugar de exigir que un gestor supere un índice de referencia del mercado, el alfa portátil exige que la fuente de alfa supere el coste de financiar la exposición beta. Esto amplía el abanico de estrategias que un inversor puede emplear con éxito.

El alfa portátil puede ser una forma eficiente de obtener apalancamiento y superar un índice de referencia de mercado tradicional. Esto viene con la salvedad de que el apalancamiento se puede medir de diferentes maneras. Por ejemplo, el apalancamiento contable generalmente se centra en los préstamos explícitos o las exposiciones del balance, mientras que el apalancamiento económico captura la exposición económica más amplia creada a través de los derivados.

Machine Translated by Google

La distinción entre apalancamiento contable y económico tiene consecuencias prácticas para los inversores que operan bajo restricciones explícitas de apalancamiento. Cuando los derivados se encuentran dentro de un fondo colectivo o un vehículo de inversión específico, en lugar de figurar en los libros del propio inversor, este posee participaciones en el fondo y el apalancamiento reside en el fondo.
Esto puede permitir que un inversor cuya legislación o política de inversión restrinja el endeudamiento a nivel de plan obtenga la exposición deseada (es decir, utilice apalancamiento). Sin embargo, el riesgo económico no desaparece simplemente porque se registre en otro lugar.

Problemas e inquietudes

La generación de alfa portátil no está exenta de inconvenientes, entre los que se incluyen betas variables o indefinidas, la dificultad de encontrar alfa, el apalancamiento inherente, la complejidad y el coste.

Betas variables y exposiciones comunes

Las carteras o estrategias de inversión diseñadas para generar alfa rara vez están exentas de exposición beta. Esta exposición beta variable puede deberse a una exposición explícita al mercado subyacente o a otras formas de similitud (por ejemplo, incluso en una estrategia neutral al mercado, el rendimiento puede evolucionar de forma similar al de un mercado tradicional). Además, si la parte beta de la fuente de alfa varía con el tiempo, medirla adecuadamente será un desafío constante. Esto es particularmente importante durante los períodos en que las correlaciones tienden a aumentar, como durante los mercados bajistas que probablemente acompañen a un período de riesgo sistémico percibido.

Es totalmente posible que tanto las fuentes alfa como beta sufran una pérdida simultánea, incluso si no están correlacionadas en promedio. Esta fue, de hecho, la experiencia en 2008, donde los fondos de cobertura perdieron un 19% en promedio, mientras que el mercado de renta variable en general perdió un 37%.10 Gran parte de esto se debió a que

Las estrategias conservadoras y neutrales al mercado suelen estar expuestas a algún tipo de prima de riesgo (por ejemplo, de valor) que puede covariar con los mercados beta tradicionales en ocasiones. Además, durante periodos de tensión en el mercado, la covarianza puede aumentar a medida que se incrementa la volatilidad y los inversores reducen el riesgo simultáneamente, lo que obliga a estrategias que de otro modo serían distintas a vender activos similares o a deshacer exposiciones similares al mismo tiempo.

La dificultad de encontrar alfa

Los rendimientos activos son en gran medida de suma cero dentro de un mercado determinado, ya que el conjunto de posiciones activas es el mercado mismo.11 La ganancia de un gerente generalmente se produce a expensas de otro, razón por la cual la habilidad duradera es escasa y difícil de identificar de antemano. El alfa portátil reduce el obstáculo que un gerente debe superar, desde superar un índice de referencia del mercado hasta superar el costo de financiamiento, y amplía los mercados desde los cuales

Se puede obtener una fuente de rentabilidad. Ninguno de estos cambios hace que la habilidad sea más común. El inversor aún debe identificar, de antemano, un gestor que probablemente supere ese obstáculo después de deducir las comisiones durante un ciclo completo, y un conjunto de oportunidades más amplio también implica un universo más grande para evaluar.

Aprovechar

Las estrategias de alfa portátil emplean apalancamiento, independientemente de cómo se defina. Si bien el tipo de apalancamiento utilizado difiere del "endeudamiento" tradicional, en la práctica es el mismo (es decir, el inversor tiene una exposición mayor que la del efectivo/garantía subyacente). Además, la fuente de alfa también puede utilizar apalancamiento independientemente de la estructura de alfa portátil. Dependiendo de cómo se implemente una estrategia de alfa portátil, se puede invertir efectivamente hasta el doble del monto comprometido.¹²

La pérdida máxima depende de cómo se implemente la estrategia. Un inversor que la ejecuta directamente, manteniendo futuros o swaps en su propio balance, conserva la obligación de cumplir con los márgenes y los ajustes a precios de mercado, y podría, en principio, perder más de la cantidad inicialmente asignada. Un inversor que posee acciones en un fondo de responsabilidad limitada generalmente solo está expuesto al monto invertido, ya que el fondo, y no el inversor, es parte de los contratos de derivados. Esta diferencia es significativa, aunque la pérdida total de la inversión sigue siendo posible en ambos casos.

Esto también subraya la necesidad de mantener una liquidez suficiente para hacer frente a posibles ajustes de margen o valoraciones a precios de mercado en la exposición beta. Sin garantías líquidas suficientes, un inversor podría verse obligado a reducir su exposición o vender activos a precios desfavorables cuando los mercados estén bajo presión.

Liquidez

Si bien la exposición beta suele ofrecer liquidez diaria, no es raro que la fuente alfa sea menos líquida, especialmente durante períodos de tensión en el mercado. Por ejemplo, los fondos de cobertura pueden imponer restricciones o limitaciones de reembolso durante períodos de crisis. Por lo tanto, los inversores pueden tener temporalmente poco o ningún acceso a lo que de otro modo se consideraría un segmento líquido de su cartera general. Sin embargo, muchos fondos de cobertura y estrategias de "alternativas líquidas" que los inversores suelen utilizar como fuentes de alfa ofrecen disposiciones de liquidez menos estrictas.¹³ En cualquier caso, los parámetros de liquidez y los posibles desajustes son un elemento crítico al diseñar un programa de alfa portátil.

Machine Translated by Google

Complejidad

Los programas alfa portátiles son inherentemente complejos, ya que requieren conocimientos especializados en derivados, una supervisión activa del riesgo, la gestión de garantías y una supervisión continua de los gestores alfa. La sección de Implementación describe cómo varía esa carga según los diferentes modelos de implementación.

Costo

El coste implícito y explícito de las estrategias alfa portátiles puede ser elevado. En primer lugar, la configuración de la parte beta del programa, basada en derivados, tiene un coste moderado y puede ser laboriosa, probablemente entre cuatro y ocho semanas. Si bien el coste de configuración inicial puede parecer modesto de forma aislada, el gasto total puede ser considerable una vez que se incluyen los diferenciales de financiación, la documentación legal, la gestión de garantías, los costes de transacción y la supervisión continua. Además, existen complejidades y obligaciones legales relacionadas.

En segundo lugar, la verdadera generación de alfa basada en la habilidad suele ser costosa. Los costos de los fondos de cobertura son considerables y varían según la estrategia. Las comisiones pueden variar desde un 0,5% fijo hasta un esquema de comisiones tradicional de "2 y 20",14 mientras que ciertos fondos multigestor, multiestrategia y neutrales al mercado pueden tener costos más altos debido a la inclusión de gastos de transferencia asumidos por los inversores.15 Para los fondos de fondos, hay una capa adicional de comisiones por encima de la que se paga a los gestores subyacentes, que puede acercarse al 1%.

La estructura de tarifas merece tanta atención como el nivel de las mismas. Las comisiones por rendimiento en los programas alfa portátiles se calculan generalmente de dos maneras. En la primera, el gestor alfa recibe una comisión siempre que la estrategia alfa genere una rentabilidad positiva. En la segunda, la comisión se aplica solo cuando la rentabilidad total del programa supera el índice de referencia establecido. Esta distinción es importante porque los costes de financiación y las dificultades de implementación quedan fuera del primer cálculo. Por lo tanto, un inversor puede pagar una comisión por rendimiento en un periodo en el que el programa en su conjunto haya tenido un rendimiento inferior al índice de referencia que se diseñó para superar.

Tasas de interés

Como se mencionó anteriormente, el obstáculo para un programa de alfa portátil es el costo de financiamiento, que está determinado por el entorno de tasas de interés vigente. Por lo tanto, un entorno de tasas de interés bajas representa un obstáculo menor para las estrategias de alfa portátiles, mientras que un entorno de tasas crecientes o altas representa un obstáculo mayor para las estrategias portátiles.

estrategias alfa. Sin embargo, los fondos de cobertura también pueden beneficiarse de tasas más altas porque sus saldos de efectivo o equivalentes de efectivo pueden generar mayores rendimientos.

No es apropiado para todos los inversores.

La estrategia de alfa portátil no es adecuada para todos los inversores. Aquellos que operan bajo restricciones legales o normativas que prohíben incluso el apalancamiento implícito no deberían adoptarla, ya que el apalancamiento es intrínseco a la estructura y no una opción. La escala y la liquidez también son importantes. Debido a la complejidad operativa y los mínimos requeridos, es probable que los inversores más pequeños recurran a proveedores de soluciones integrales, lo que limita su gama de opciones beta y reduce la transparencia a cambio de la comodidad. Los inversores deben contar con suficiente liquidez disponible para cubrir las llamadas de margen sobre la exposición beta durante cualquier caída del mercado.

El periodo comprendido entre 2007 y 2009 ofrece un punto de referencia útil. Los activos en estrategias de alfa portátil disminuyeron en más del 50 % debido a una combinación de pérdidas de inversión y cancelaciones de programas.¹⁶ Esto indica que un número considerable de inversores institucionales redujeron o abandonaron estas estrategias durante la crisis financiera mundial. Las dificultades reportadas en ese momento se centraron en la implementación más que en el concepto subyacente.

Las exposiciones beta a la renta variable generaron llamadas de margen precisamente cuando las fuentes de alfa, muchas de ellas fondos de fondos de cobertura, registraban pérdidas y, en algunos casos, restringían los reembolsos. Los inversores que no podían hacer frente a estas llamadas con recursos líquidos se vieron obligados a elegir entre vender posiciones alfa a precios bajos o cerrar posiciones beta y renunciar a participar en la posterior recuperación.

Los inversores que evalúan hoy el alfa portátil deberían valorar honestamente si su posición de liquidez y su proceso de gobernanza les permitirían mantener la estructura durante un episodio similar, ya que los beneficios de la estrategia solo recaerán en aquellos que no se vean obligados a deshacerla en el momento equivocado.

Implementación

La implementación de un programa alfa portátil implica tres decisiones: qué exposición beta adquirir, cómo adquirirla y con qué fuente alfa combinarla.¹⁷ Cada una se aborda a continuación. Los programas también requieren un reequilibrio continuo y, en algunos casos, una cobertura contra la beta incorporada en el alfa.
fuente.

Machine Translated by Google

Para fines de política e informes, una estrategia alfa portátil a menudo se clasifica según la clase de activo de su componente beta. La exposición beta suele ser el principal impulsor del riesgo de mercado de la estrategia y normalmente determina dónde se ubica la asignación dentro de la cartera más amplia.

marco de asignación de activos, incluso si la fuente alfa proviene de una parte diferente del universo de inversión.

Modelos de implementación

Los inversores pueden estructurar un programa de alfa portátil de tres maneras generales, que difieren considerablemente en cuanto a la carga operativa, la transparencia de los costes y la flexibilidad.

En un acuerdo integral o llave en mano, un único gestor proporciona tanto la estrategia alfa como la cobertura beta. El inversor mantiene una sola posición y recibe informes consolidados. Dado que el gestor controla ambos componentes, puede transferir fondos entre las estrategias alfa y beta según cambien los requisitos de margen, medir directamente la beta integrada en su propia estrategia alfa e informar sobre el rendimiento del programa en comparación con el índice de referencia establecido como una sola cifra.

En un acuerdo desagregado, el inversor contrata por separado al gestor o gestores alfa y a un tercero, generalmente un banco custodio o un especialista en derivados, para gestionar la cobertura beta. El inversor selecciona cada componente de forma independiente y puede sustituir cualquiera de ellos sin afectar al otro.

En un sistema de gestión interna, el inversor ejecuta y mantiene la estrategia beta con personal propio. Esto ofrece el mayor control y el menor coste explícito, pero requiere capacidades de inversión, operativas y legales que pocos inversores poseen.

Los enfoques desagregados e internos otorgan al inversor mayor control, pero ambos conllevan riesgos que el enfoque integrado reduce sustancialmente. Cuatro de ellos merecen especial atención.

› El riesgo operacional surge porque la renovación de contratos de futuros y la administración de acuerdos de permuta financiera requieren una ejecución precisa según un cronograma recurrente.

› Surge el riesgo de gestión de garantías y efectivo. Dado que el efectivo mantenido para la posición beta y el efectivo en poder del gestor alfa se encuentran en lugares separados, para hacer frente a una llamada de margen puede ser necesario transferir activos entre gestores con poca antelación.

› El riesgo de medición de la beta surge porque el inversor, en lugar de un único gestor con visibilidad de ambos componentes, debe estimar la beta implícita en la estrategia alfa y decidir si cubrirla o no.

› El riesgo en la presentación de informes surge porque ninguna parte es responsable del rendimiento total del programa, lo que complica tanto la medición del desempeño como la atribución.

El enfoque combinado mitiga estos riesgos, pero introduce otros que los inversores deben considerar. La combinación de la estrategia alfa y la exposición a derivados con un solo gestor genera concentración de proveedores, por lo que un problema operativo o financiero en esa empresa afecta a toda la asignación, en lugar de solo a un componente. Dado que un programa combinado constituye un mandato único, reemplazar a un gestor alfa con un rendimiento deficiente generalmente implica la cancelación de todo el programa, incluida la exposición beta, en lugar de sustituir un componente.

La opción de exposición beta también se limita a lo que ofrece el proveedor, y la elección de la estrategia alfa se limita a las capacidades del propio proveedor o a las estrategias de terceros a las que puede acceder.

No existe un enfoque único que sea adecuado para todos los inversores. Un programa integrado reduce el riesgo operativo y puede poner el alfa portátil al alcance de inversores que de otro modo no podrían gestionarlo, aunque a costa de una mayor concentración, comisiones generalmente más altas y menor flexibilidad. Un programa desagregado o interno conserva la libertad de elección y la transparencia de costes, y requiere personal y capacidad de gobernanza que el inversor debe confirmar que posee.

Machine Translated by Google

Selección Beta

La estrategia de inversión pasiva puede resultar muy atractiva como alternativa a la gestión activa tradicional en mercados donde los gestores activos no han superado consistentemente al mercado, como en el caso de las acciones de gran capitalización. Esto es muy similar a considerar cuándo la gestión pasiva tiene sentido. Sin embargo, el abanico de oportunidades también se limita a aquellos mercados donde la exposición deseada puede obtenerse de forma relativamente fácil y económica mediante derivados.

Para los inversores que optan por la vía de la gestión integral de activos, las opciones de exposición beta se limitan a las que ofrecen los proveedores de este tipo de soluciones. Estas suelen incluir los índices de referencia institucionales más grandes y líquidos. Por ejemplo, un programa de alfa portátil basado en el índice S&P 500 es, con diferencia, la opción más común, en parte debido al tamaño y la liquidez del mercado de futuros de dicho índice.

Sin embargo, el mercado de futuros del índice de referencia de bonos con grado de inversión más común, el índice Bloomberg US Aggregate, no es ni grande ni líquido. Por lo tanto, lo más probable es que un inversor celebre un contrato de permuta financiera para obtener exposición al índice. Este tipo de acuerdo puede resultar relativamente caro; como alternativa, los bonos del Tesoro (incluidos los TIPS) se encuentran entre las fuentes de beta más económicas, dado que el mercado de futuros es grande y líquido.

Lograr la versión beta

Las estrategias de alfa portátiles suelen obtener exposición beta a través de swaps o futuros. En ambos casos, el coste suele estar vinculado a los tipos de interés a corto plazo (p. ej., SOFR) más un diferencial, aunque el precio varía según el contrato y las condiciones del mercado.¹⁸ Los dos instrumentos difieren principalmente en la carga operativa, la liquidez y la precisión con la que siguen el índice objetivo (véase la figura 3).

Ninguno de los instrumentos domina al otro. Los futuros tienden a

Los swaps son adecuados para inversores que valoran la simplicidad operativa y la capacidad de ajustar la exposición rápidamente, mientras que suelen ser más apropiados para inversores que buscan un índice de referencia para el que no existe un contrato de futuros líquido. Los costes de transacción de ambos suelen ser inferiores al coste de mantener los valores subyacentes.

Selección Alfa

Una vez seleccionada una fuente beta, los inversores suelen elegir una o más fuentes alfa que, según su criterio, generarán rentabilidades positivas constantes superiores a los costes de financiación, los costes de implementación y las comisiones de gestión a lo largo de un ciclo de mercado completo. Este requisito es sencillo en teoría, aunque quizás difícil en la práctica.

Figura 3

Opciones de implementación beta

	Intercambios	Futuros
Capital inicial	No se requiere	Margen inicial, más efectivo reservado para margen de variación19
Capital disponible para alpha20: hasta el 100% del valor nominal, en teoría.		Menos del 100%, ya que se debe mantener un margen.
Carga de configuración	Oneroso. Requiere documentación ISDA21 , líneas de crédito y una cuenta de efectivo para pagos de valoración a precios de mercado.	Limitado. Poco trabajo administrativo inicial.
Coincidencia de referencia	Personalizable, sin errores de seguimiento respecto al valor de referencia.	Es posible que no exista un contrato adecuado, y los futuros pueden negociarse lejos de su valor justo, cualquiera de las cuales genera un error de seguimiento.
Mantenimiento continuo	Reequilibrado principalmente trimestralmente	Renovado trimestralmente, generando costos de transacción.
Liquidez	Menos líquido	Más líquido. La exposición se puede ajustar rápidamente, incluso durante el día.
Riesgo de contraparte	Exposición bilateral a contrapartes	Bajo, ya que los contratos se negocian en bolsa.

Machine Translated by Google

La elección de la fuente alfa puede requerir un paso adicional. Esto se debe a que no es raro que las fuentes de alfa tengan alguna beta (en uno o más mercados) en su cartera.
Una consideración relacionada es si conviene cubrir cualquier beta residual de la cartera del gestor alfa, reconociendo que dicha cobertura conlleva un coste adicional.22

Estructura del vehículo y limitaciones de palanca
Algunos inversores operan bajo estatutos, documentos fiduciarios o declaraciones de política de inversión que restringen o prohíben el uso del apalancamiento. Dado que la generación de alfa portátil requiere apalancamiento en términos económicos, estos inversores se enfrentan a la cuestión fundamental de si la estrategia está disponible para ellos. En la práctica, la respuesta suele depender de cómo se mantiene la estrategia, más que de su efecto en sí.

Cuando un inversor opera directamente, tomando posiciones en futuros o swaps a su propio nombre, la exposición a derivados aparece en sus libros y, por lo general, se contabiliza dentro de cualquier límite de apalancamiento. En cambio, cuando un inversor adquiere participaciones en un fondo colectivo o en un vehículo de inversión especializado que ejecuta los derivados internamente, su participación constituye un interés de capital en el fondo. El apalancamiento pertenece al fondo. Según la mayoría de los marcos contables y normativos, dicho interés no se considera un préstamo, y la restricción puede no ser vinculante. Los inversores y sus asesores a veces lo denominan apalancamiento delegado.[23]

Dos puntos merecen ser destacados. En primer lugar, la diferencia no radica únicamente en la denominación. Un fondo de inversión con responsabilidad limitada limita la exposición del inversor al monto invertido, mientras que la inversión directa deja al inversor responsable de las llamadas de margen y los ajustes a precios de mercado, independientemente de su magnitud.
Un inversor que realmente no tolera las obligaciones de duración indefinida obtiene una reducción real del riesgo gracias a la estructura del fondo, y no simplemente un resultado contable favorable.

En segundo lugar, el riesgo económico que motivó la restricción persiste. El inversor aún mantiene una exposición al mercado que supera el capital comprometido, sigue asumiendo la posibilidad de perder la totalidad de su asignación y sigue dependiendo de que el fondo mantenga garantías suficientes durante un período de retiros. El fondo también puede restringir o suspender los reembolsos en situaciones de estrés, lo que limita la capacidad de acción del inversor.

Por estas razones, los inversores sujetos a restricciones de apalancamiento generalmente consideran la elección del vehículo tanto una cuestión de gobernanza como una consideración de implementación. Cuando un consejo o comité de inversión aprueba una asignación de alfa portátil basándose en que el apalancamiento se encuentra dentro de un fondo, es práctica común y recomendable documentar dicho razonamiento y confirmar con un asesor legal que la legislación o normativa pertinente respalda la interpretación. Una práctica relacionada es informar periódicamente a su órgano de gobierno sobre la exposición económica de la estrategia, incluidas las posiciones nocionales en derivados, incluso cuando las normas contables no lo exijan. Esto permite al organismo que estableció la restricción comprender la composición real de la cartera.

Conclusión

La estrategia de alfa portátil exige a los inversores que distingan dos decisiones que normalmente se combinan: dónde obtener exposición al mercado y dónde buscar rentabilidad activa. Adquirir beta mediante derivados libera capital para buscar flujos de rentabilidad sin las limitaciones de la clase de activo, lo cual es importante porque la gestión activa ha sido menos productiva en los mercados donde la mayoría de los inversores concentran la mayor parte de sus posiciones.

El caso se basa en condiciones exigentes. La fuente de alfa debe superar el coste de financiar la exposición beta, neto de comisiones de gestión y gastos de implementación, y debe mantenerse suficientemente independiente de dicha beta y de las demás exposiciones del inversor. En entornos de tipos de interés elevados, el umbral aumenta y el margen de error se reduce. La dispersión entre los gestores candidatos es amplia, lo que puede resultar beneficioso cuando el rendimiento del o los gestores subyacentes es excepcional, pero costoso cuando es deficiente.

La estructura y la gobernanza son tan importantes como la selección del gestor. El alfa portátil implica apalancamiento, independientemente de cómo se mida, y su gestión requiere políticas de garantías, liquidez suficiente y capacidad de supervisión. La elección entre implementaciones integradas, desagregadas y gestionadas internamente determina qué riesgos asume directamente el inversor y cuáles se delegan, y afecta la transparencia de las comisiones y la posibilidad de reemplazar un componente sin deshacer el programa. Para los inversores sujetos a restricciones explícitas de apalancamiento, la elección del vehículo suele ser una decisión de su órgano de gobierno.

Machine Translated by Google

Para los inversores que cumplen estas condiciones, el alfa portátil ofrece una forma de aplicar la gestión activa donde ha resultado más productiva, sin renunciar a la exposición al mercado que exige su estrategia. Los elementos clave son una selección rigurosa de gestores, una contabilidad de costes transparente y un marco de gobernanza acorde con las exigencias operativas. Cuando no se cumplen estas condiciones, la asignación pasiva a la exposición beta sigue siendo la alternativa más sencilla y económica. La idoneidad del alfa portátil para un inversor determinado depende de sus capacidades de gobernanza, su tolerancia al riesgo y su perfil de liquidez.

Apéndice: Mecánica detallada

Para ilustrar la mecánica detallada de la implementación y los componentes del rendimiento de una estrategia alfa portátil, dos ejemplos pueden resultar útiles (véanse las figuras 4 y 5). En el primer ejemplo, un inversor desea transferir el rendimiento de una estrategia neutral al mercado (es decir, la fuente alfa) al rendimiento de mercado de un índice bursátil (es decir, beta) mediante futuros. En el segundo, se utilizan swaps para ejecutar la misma estrategia.
Ninguno de los dos implica compensar la posible exposición beta de una fuente alfa.

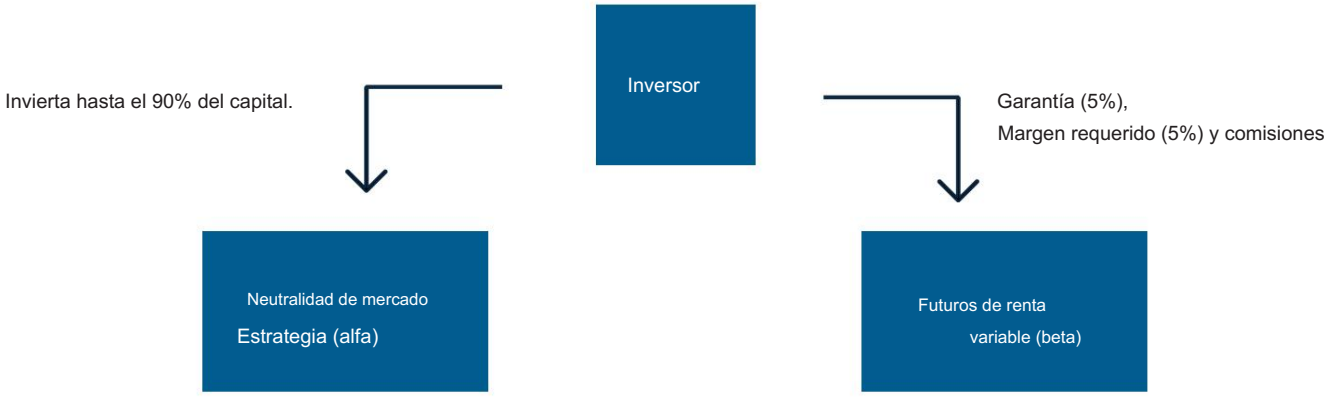
Los swaps generalmente no requieren capital inicial y pueden personalizarse. No existe error de seguimiento con respecto al índice de referencia, y el reequilibrio se realiza principalmente trimestralmente. Mediante los swaps, teóricamente, se puede comprometer hasta el 100 % de su valor con el gestor de alfa. Sin embargo, el trabajo inicial para formalizar un acuerdo de swap es complejo, ya que el inversor debe completar la documentación ISDA, establecer líneas de crédito y mantener una cuenta de efectivo para hacer frente a los pagos de valoración a precios de mercado.

Además, los swaps tienen menor liquidez que los futuros e implican riesgo de contraparte.

A diferencia de los swaps, los futuros requieren depositar un margen inicial y reservar activos en una cuenta de efectivo para mantener el margen de variación. Por lo tanto, se puede comprometer menos del 100 % del valor de los futuros con el gestor o gestores de alfa.
Además, puede que no exista un contrato de futuros (apropiado) disponible para el mercado que busca un inversor, lo que genera un error de seguimiento. Asimismo, los futuros pueden cotizar con prima o descuento respecto a su valor razonable en distintos momentos, lo que también puede provocar un error de seguimiento. Los contratos de futuros también suelen renovarse trimestralmente para mantener la exposición al índice, lo que conlleva costes de transacción adicionales.
Sin embargo, debido a que generalmente son más líquidos que los swaps, los contratos de futuros permiten a los inversores ajustar su exposición al mercado de forma relativamente rápida y sencilla. Al negociarse en bolsa, ofrecen un bajo riesgo de contraparte, pueden negociarse intradía, requieren poca gestión administrativa inicial y sus costes de transacción suelen ser inferiores a los de una cartera de acciones y bonos.

Ejemplo de futuros
Para obtener exposición a su fuente beta, el inversor compra futuros sobre índices bursátiles por un importe equivalente a una inversión en su fuente alfa. Debido a los requisitos de margen de variación de los futuros, no toda la asignación deseada está disponible para invertir en la fuente alfa.
Se mantiene un cinco por ciento como margen para cubrir la valoración diaria a precios de mercado de los contratos de futuros, y un cinco por ciento adicional se reserva como garantía.24

Figura 4
Una estrategia alfa portátil que utiliza futuros.



Machine Translated by Google

La rentabilidad total del inversor será la suma de los siguientes componentes:

1. Además: Ganancia (pérdida) en futuros
2. Además: Ganancia (pérdida) en la estrategia neutral al mercado
3. Además: Ganancia por intereses sobre la garantía reservada para cubrir el margen.
4. Menos: La tasa de financiación 5.

Menos: Comisiones pagadas a la estrategia neutral al mercado

Ejemplo de intercambio

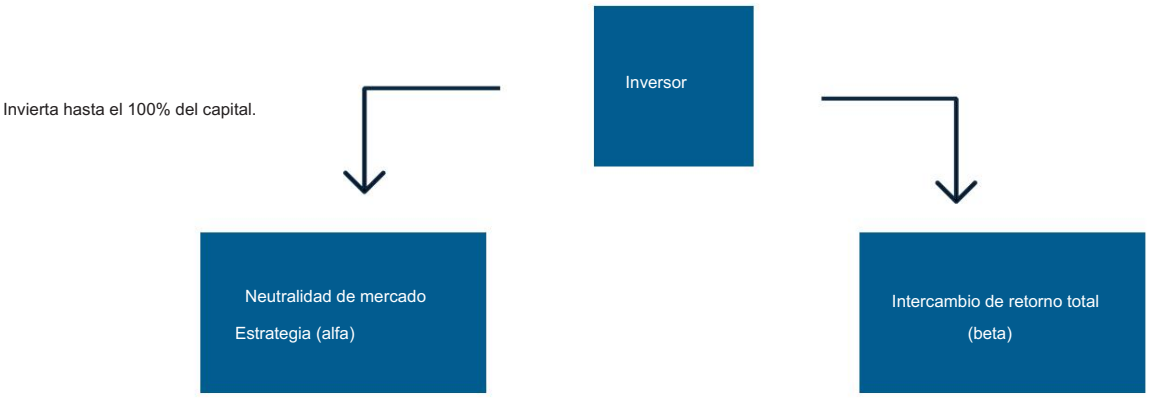
Para obtener exposición a su fuente beta, el inversor celebra un acuerdo de permuta de rendimiento total con una contraparte en el que el inversor recibe el rendimiento de un índice bursátil y realiza un pago trimestral de la tasa de interés.25 Debido a que los pagos de swaps se compensan y se pagan con menos frecuencia, las transferencias de efectivo son más fáciles de estimar.

En este ejemplo, la rentabilidad total del inversor será la suma de lo siguiente:

1. Además: Ganancia neta (pérdida neta) en el swap de rendimiento total (es decir, el rendimiento experimentado por el índice menos el cupón pagado a la contraparte).
2. Además: Ganancia (pérdida) en la estrategia neutral al mercado.
3. Menos: Comisiones pagadas a la estrategia neutral al mercado.
4. Menos: Tasa pagada a la contraparte del swap

Figura 5

Una estrategia alfa portátil que utiliza un intercambio.



Machine Translated by Google

Notas finales

1 Beta es una medida del riesgo sistemático y no diversificable de una inversión.
En concreto, el coeficiente beta mide la exposición de una inversión (por ejemplo, la cartera de un gestor) en relación con el mercado, que se define como el índice de referencia del gestor.
Alpha es una estimación del valor añadido que aporta un gerente gracias a su habilidad (o suerte).

2 Los futuros y los swaps son los derivados más utilizados para lograr exposiciones beta, aunque también se pueden utilizar acuerdos de recompra y opciones.

3 Fuente: Análisis de datos de eVestment a partir de Meketa Investment Group
31 de diciembre de 2025. Representa la rentabilidad del gestor menos la rentabilidad del índice de referencia para el período con datos disponibles. Consulte el informe técnico de Meketa sobre Manager Alpha para obtener más información sobre la metodología.

4. Los contratos de futuros son contratos financieros que obligan al comprador a adquirir un activo (o al vendedor a venderlo), como un índice financiero, en una fecha y a un precio predeterminados. Estos contratos detallan la calidad y la cantidad del activo subyacente y están estandarizados para facilitar su negociación en una bolsa de futuros.

5. La tasa de financiación implícita se basa en tasas de préstamos garantizados a corto plazo.
(por ejemplo, SOFR) y refleja las consideraciones sobre el costo de mantenimiento incorporadas en la fijación de precios de los futuros de índices bursátiles.

6 Fuente: eVestment e INVMetrics, al 31 de diciembre de 2025. Índices utilizados: eVestment Hedge US Universe, MSCI ACWI (Neto). Rentabilidad de los fondos de cobertura basada en rentabilidades mensuales móviles, vehículos predeterminados, rendimiento reportado neto de comisiones.
Tenga en cuenta que estas cifras provienen de un índice de gerentes que informan sobre su propia situación y presentan los sesgos de supervivencia y de información comunes en este tipo de datos, por lo que deben interpretarse como indicativas y no como precisas.

7. Utilizamos datos SOFR de 90 días a partir de julio de 2018. Para los 30 meses anteriores, utilizamos la tasa efectiva de los fondos federales. La diferencia mensual promedio entre ambas durante el período superpuesto de julio de 2018 a diciembre de 2025 fue de 2 puntos básicos.

8. Tenga en cuenta que los rendimientos se verían aún más reducidos por los costos de implementación y supervisión.

9 El apalancamiento consiste en el uso de dinero prestado para obtener una mayor exposición a una inversión sin aumentar el capital principal.

10 Fuente: Hedge Fund Research, Inc. y S&P Dow Jones Indices. El HFRI
El índice compuesto ponderado por fondos disminuyó aproximadamente un 18,7% en 2008, mientras que el índice de retorno total del S&P 500 cayó aproximadamente un 37,0%. Los fondos de fondos y las estrategias de retorno absoluto también sufrieron pérdidas significativas durante la crisis financiera mundial.

11 Existe una amplia bibliografía que respalda este argumento. Véase, por ejemplo,
El artículo de William Sharpe de 1991 titulado "La aritmética de la gestión activa" (Financial Analysts Journal).

12. La exposición económica puede llegar a ser casi el doble del capital comprometido cuando un inversor obtiene exposición beta a través de derivados, al tiempo que invierte prácticamente todo el capital disponible con un gestor alfa. La exposición real depende de la estructura del derivado, los requisitos de margen, las políticas de garantía y la utilización del gestor alfa.

13 En nuestra experiencia, las "altcoins líquidas" tienden a ofrecer mejores condiciones de liquidez, pero también tienden a tener una beta más alta.

14 Se refiere a una comisión de gestión del 2,0% y una comisión basada en el rendimiento del 20% de ganancias.

15 Los gastos de transferencia pueden incluir costos operativos y otros costos relacionados con el fondo que se cobran por separado de las tarifas de administración e incentivos establecidas.

16 Fuente: Pensions & Investments, “La estrategia de alfa portátil continúa su declive, pero los fanáticos se mantienen optimistas”, 8 de febrero de 2010, y “Los planes abandonan el alfa portátil a medida que los rendimientos se deterioran”, 10 de agosto de 2009. Según la encuesta anual de P&I de los 200 planes de jubilación más grandes de EE. UU., los activos en estrategias de alfa portátil alcanzaron un máximo de aproximadamente 50.300 millones de dólares al 30 de septiembre de 2007, disminuyeron aproximadamente un 19 % a unos 41.000 millones de dólares un año después, y cayeron un 43,5 % más a aproximadamente 23.200 millones de dólares al 30 de septiembre de 2009.

17 Los inversores que utilizan un enfoque de presupuestación de riesgos deben determinar cuánto riesgo activo asumir y, por lo tanto, cuánto capital asignar a estos gestores de alfa. Consulte Meketa Investment Group, “Presupuestación de Riesgos”, para obtener más información sobre cómo definir, medir y asignar el riesgo en un marco de cartera.

El SOFR 18 es el principal tipo de referencia para los mercados de financiación a corto plazo denominados en dólares estadounidenses y ha sustituido al LIBOR como índice de referencia estándar en las transacciones de derivados y financiación.

19 El margen de variación se refiere al margen adicional necesario para poner una cuenta al nivel de el nivel requerido debido a las fluctuaciones del mercado.

20 Es común que los inversores utilicen una participación menor a la disponible (por ejemplo, el 50%).

21 ISDA se refiere a la Asociación Internacional de Swaps y Derivados, una entidad que establece el lenguaje estándar para los contratos de futuros y swaps.

22 Para evitar por completo la necesidad de cobertura, la fuente alfa debe no estar correlacionada con todas las exposiciones de mercado de un inversor, ya que agregar una beta sobre otra beta, incluso si está en un área diferente de la cartera del inversor que el componente beta del programa alfa portátil, representa tomar un riesgo adicional en ese mercado.

23 El hecho de que se evite o no una restricción específica depende enteramente de la redacción del estado rector, el documento fiduciario o la política, y debe confirmarse con un asesor legal antes de confiar en ello.

24 La cantidad de garantía depende de la volatilidad del mercado al que el inversor se expone (por ejemplo, se necesitaría menos garantía para los bonos que para las acciones).

25 La tasa de financiación está vinculada a un índice de referencia flotante (por ejemplo, SOFR) y se ajusta según Los tipos de interés del mercado cambian.

Machine Translated by Google

Información importante Este informe (el “informe”) ha sido preparado exclusivamente para beneficio del destinatario previsto (el “destinatario”).

Pueden ocurrir (o haber ocurrido) eventos significativos después de la fecha de este informe, y no es nuestra función ni responsabilidad actualizarlo. La información contenida en este documento, incluidas las opiniones o recomendaciones, representa nuestra opinión de buena fe a la fecha de este informe y está sujeta a cambios en cualquier momento. Todas las inversiones implican riesgos, y no se puede garantizar que las estrategias, tácticas y métodos
Lo que se discute aquí tendrá éxito.

La información utilizada para elaborar este informe puede haberse obtenido de gestores de inversiones, custodios y otras fuentes externas. Parte de este informe puede haberse generado con la ayuda de tecnología de inteligencia artificial (IA). Si bien hemos actuado con la debida diligencia en la elaboración de este informe, no podemos garantizar la exactitud, la idoneidad, la validez, la fiabilidad, la disponibilidad ni la integridad de la información aquí contenida, ya sea obtenida externamente o generada por la IA.

El destinatario debe tener en cuenta que este informe puede incluir contenido generado por IA que puede no haber considerado todos los factores de riesgo. Se recomienda al destinatario que consulte con su asesor de Meketa u otro asesor profesional antes de tomar cualquier decisión financiera o realizar cualquier operación.

cualquier acción basada en el contenido de este informe. Creemos que la información es veraz y está actualizada, pero no asumimos ninguna responsabilidad por errores u omisiones en el contenido producido. Bajo ninguna circunstancia seremos responsables por daños especiales, directos, indirectos, consecuenciales o incidentales, ni por ningún otro tipo de daño, ya sea por incumplimiento de contrato, negligencia u otro agravio, que surjan de o en relación con el uso de este contenido.

Es importante que el receptor evalúe críticamente la información proporcionada.

Cierta información contenida en este informe puede constituir «declaraciones prospectivas», las cuales se identifican mediante el uso de términos como «puede», «podrá», «debería», «espera», «apunta», «anticipa», «objetivo», «proyecta», «estima», «pretende», «continúa» o «cree», o sus formas negativas u otras variaciones o terminología similar. Cualquier declaración prospectiva, pronóstico, proyección, valoración o resultado en este informe se basa en supuestos actuales. Los cambios en dichos supuestos pueden tener un impacto significativo en las declaraciones prospectivas, pronósticos, proyecciones, valoraciones o resultados. Por lo tanto, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de cualquier pronóstico, proyección, valoración o resultado en este informe.

Los datos de rendimiento que se incluyen aquí corresponden a resultados pasados. El rendimiento pasado no garantiza resultados futuros.