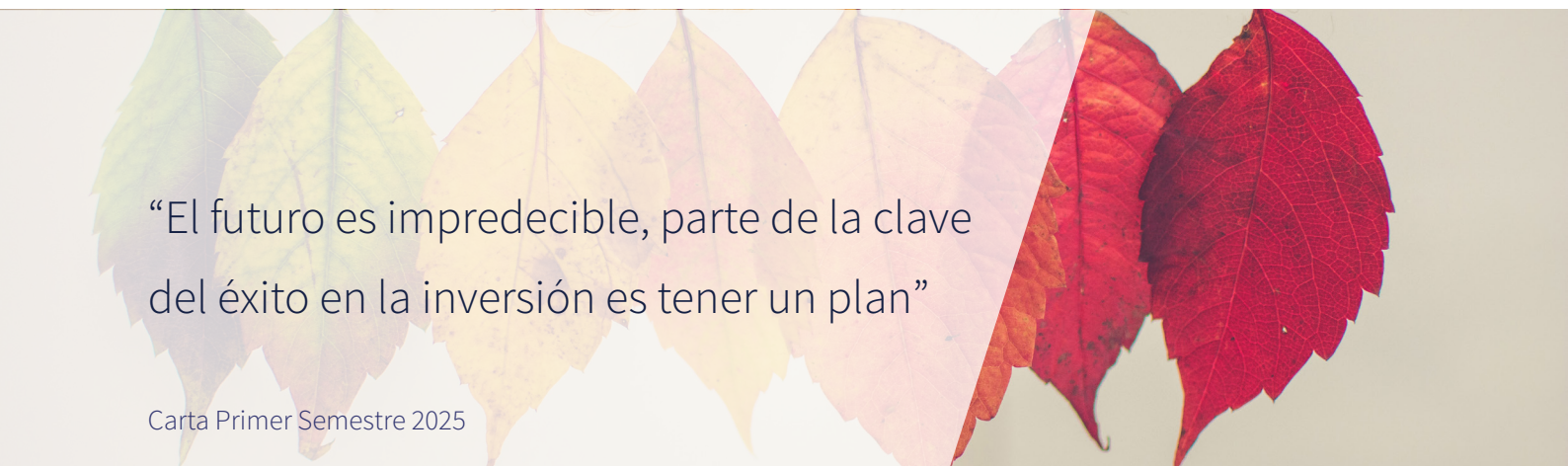




“El futuro es impredecible, parte de la clave del éxito en la inversión es tener un plan”

Carta Primer Semestre 2025

“

A fecha de 30 de junio de 2025, Icaria Patrimonio FIL gestiona más de 14 millones de euros

”

“

Ha sido un orgullo iniciar este proyecto, consiguiendo entrar en hedge funds, fondos de inversión y vehículos de capital privado, con mínimos en algunos casos de 10 millones

”

Estimado partícipe,

A fecha de 30 de junio de 2025, nos complace informarte de que Icaria Patrimonio FIL gestiona más de 14 millones de euros. Antes de nada, agradecer la confianza de todos los partícipes que se han sumado a este proyecto tan personal y tan diferente a lo que podemos encontrar en el panorama español.

Estamos ante un fondo de inversión libre de perfil conservador, en donde esperamos una volatilidad del entorno del 6-7% (un tercio de la de la bolsa) y unas caídas por el camino sustancialmente más contenidas.

Como he comentado en muchas ocasiones, no es un fondo que busque superar a la renta variable, sino más bien un fondo que busca obtener retornos parecidos en el largo plazo pero con un camino mucho más tranquilo.

Suena muy bien, el punto importante es cómo lo conseguimos. Para obtener un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo que el de la renta variable, debemos invertir de forma honesta a largo plazo, ya que para invertir en Icaria Patrimonio FIL es necesario sacrificar cierta liquidez en nuestro patrimonio. Como bien saben los partícipes, la liquidez del fondo es trimestral, por lo tanto, no hablamos de algo equivalente a un fondo de renta variable o renta fija, donde la liquidez es diaria.

¿Cuál es el beneficio? Lo comentado, un camino más tranquilo, menos volatilidad y, sobre todo, cuando llegan las correcciones fuertes en bolsa o las crisis, tendremos unas pérdidas latentes en nuestro patrimonio muy inferiores a las de la renta variable. Así debe ser, no hay fórmulas mágicas ni atajos en la inversión. Quien quiere un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo, debe sacrificar algo, y en este caso ese algo es la liquidez.

LOS INICIOS

Ha sido un orgullo iniciar este proyecto, consiguiendo entrar en hedge funds, fondos de inversión y vehículos de capital privado, con mínimos en algunos casos de 10 millones. Los partícipes de Icaria Patrimonio tendrán el beneficio, desde el minuto uno, de tener en su cartera fondos de primer nivel, con clases institucionales y comisiones mucho más favorables.

“

Contamos con unos 22 vehículos de inversión, que nos hacen propietarios de más de 1.000 activos diferentes en categorías descorrelacionadas entre sí

”

“

Respecto al peso desproporcionado de la liquidez, se explica en gran medida por los influjos constantes de nuevas suscripciones en el FIL en los dos últimos meses

”

“

Es una gran diferencia: disponer de liquidez mensual en lugar del formato “5+5” de los fondos tradicionales, donde tienes el capital comprometido durante un periodo que se aproxima a los 10 años

”

Icaria Patrimonio es un fondo que minimiza de forma importante el “riesgo gestor”, ya que no invierte de forma directa, y lo hace en vehículos de primer nivel internacional, con track records de 30, 40 y 50 años en la mayoría de los casos. En este inicio, contamos con unos 22 vehículos de inversión, que nos hacen propietarios de más de 1.000 activos diferentes en categorías descorrelacionadas entre sí.

Lo que hacemos en Icaria Patrimonio hace siglos ya nos lo sugería el Talmud:

“Una persona debe dividir su dinero en tres partes”

- 1 Tierras
- 2 Negocios (comercio)
- 3 Dinero

Trasladado a hoy:

- / Deuda Privada - Deuda Cotizada
- / Empresas privadas - Empresas cotizadas
- / Real Estate en directo
- / Infraestructuras en directo

Para entender esto, nos viene bien un repaso de la composición aproximada de Icaria Patrimonio FIL cuando el fondo haya realizado todas las inversiones:

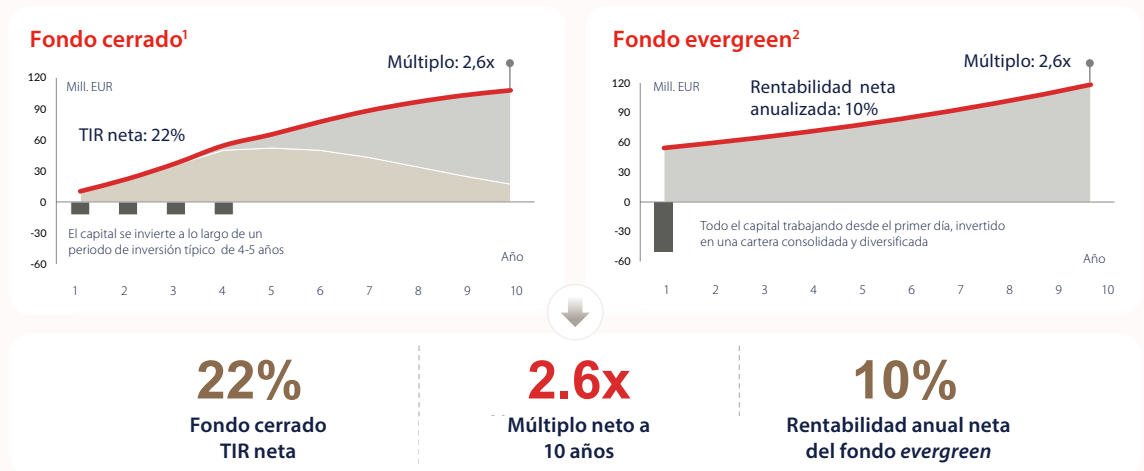
- / Liquidez o equivalente: 10%
- / Deuda Privada (Senior Loans y Bridge Loans): 10%
- / Activos reales: 10%
- / Hedge Funds: 15%
- / Private Equity: 30%
- / Renta Variable: 25%

En el momento de redactar estas líneas (finales de junio), la liquidez todavía pesa alrededor de un 25% de la cartera, pero para finales del verano estamos convencidos de que habremos alcanzado un asset allocation muy en línea con el objetivo de largo plazo.

Respecto al peso desproporcionado de la liquidez, se explica en gran medida por los influjos constantes de nuevas suscripciones en el FIL en los dos últimos meses. Lo cual desde luego es una excelente noticia, no sólo para mí como fundador y gestor de este proyecto, sino también para los partícipes, ya que cuanto mayor es el tamaño de Icaria Patrimonio, más oportunidades se abren para invertir.

Respecto a las inversiones en activos alternativos, conviene recordar aquí que utilizamos el formato evergreen, en lugar del formato tradicional de fondo cerrado que se articula mediante llamadas de capital. De esta forma, combinamos activos con liquidez diaria (fondos de renta variable, algunos hedge funds o incluso el mercado secundario de pagarés), con fondos con liquidez mensual. Es una gran diferencia: disponer de liquidez mensual en lugar del formato “5+5” de los fondos tradicionales, donde tienes el capital comprometido durante un periodo que se aproxima a los 10 años.

Además, es importante recalcar lo engañosas que pueden ser las rentabilidades en los fondos tradicionales de capital privado, y es que esta diapositiva lo resume muy bien en una sola imagen:



Fuente: Presentación comercial Partners Group.

“

Una Tasa Interna de Retorno (TIR) de un 22% en un fondo cerrado o tradicional de private equity se convierte en una rentabilidad anual del 10%

”

“

No poder seguir el comportamiento de la cartera en tiempo real ayuda a evitar el estrés emocional y a no tomar malas decisiones financieras

”

Como vemos en este ejemplo, una Tasa Interna de Retorno (TIR) de un 22% en un fondo cerrado o tradicional de private equity se convierte en una rentabilidad anual del 10% si usamos la misma metodología de cálculo que en los fondos de bolsa. Por este motivo, los fondos evergreen nos parecen más transparentes.

REPORTING MENSUAL

Con carácter mensual, en el blog de Icaria Capital publicaremos un comentario sobre el desempeño de Icaria Capital durante el mes anterior, una vez se conozca la valoración de todas las posiciones de la cartera.

Aquí conviene recordar que hay fondos que tardan varias semanas en reportar su valor liquidativo. En particular, los que más retraso llevan son los fondos de gestión alternativa (private equity, infra), que reportan cerca del final del mes siguiente, mientras que en los fondos de bolsa las valoraciones suelen estar disponibles dentro de los 15 días siguientes al cierre de mes. Esta circunstancia es la que nos impide informar con más antelación acerca del desempeño de Icaria Patrimonio en el mes inmediatamente anterior.

Sin embargo, este decalaje en la publicación de las valoraciones tiene su lado positivo, y es que creemos que contribuye a mantener la disciplina, tanto para el gestor como para el partícipe. No poder seguir el comportamiento de la cartera en tiempo real ayuda a evitar el estrés emocional y a no tomar malas decisiones financieras. En definitiva, es algo coherente con el planteamiento largoplacista de Icaria Patrimonio.

Dado que casi todas las inversiones del FIL se acometieron en el cierre de junio, el desempeño de los activos subyacentes durante ese mes no afecta al patrimonio del fondo ni, por tanto, a los partícipes. Es por eso que el primer comentario mensual en el blog lo dejaremos para el mes siguiente, esto es, a finales de agosto informaremos sobre el comportamiento de Icaria Patrimonio en julio.

“

Invertimos en los ya mencionados fondos evergreen, que ponen nuestro capital a trabajar desde el primer momento y ofrecen ventanas de liquidez

”

“

En deuda privada, el formato también es evergreen e invertiremos en dos estrategias. Por un lado, los senior loans, deuda corporativa que goza de la máxima prelación entre todos los acreedores y los préstamos puente (bridge loans), que son deuda a corto plazo

”

“

Los hedge funds, buscamos una descorrelación con la bolsa. Se trata de fondos especializados en generar rentabilidad positiva cuando la renta variable cae, a la par que proporcionan una rentabilidad satisfactoria en el largo plazo

”

ENTENDIENDO LAS CATEGORÍAS

Dentro de la categoría de **private equity**, invertimos en los ya mencionados fondos evergreen, que ponen nuestro capital a trabajar desde el primer momento y ofrecen ventanas de liquidez. Estos fondos invierten en compañías privadas de forma directa, o en fondos que invierten en compañías privadas. Es decir, son a la vez fondos de PE y “fondos de fondos de PE”. El formato evergreen es conveniente para el FIL, ya que concede algo de liquidez y facilita la valoración de las inversiones. Dentro de esta categoría, hemos conseguido acceder a gestoras de prestigio como Partners Group y Hamilton Lane.

Afortunadamente, nos han permitido entrar en la clase institucional (la más barata), a pesar de no alcanzar el mínimo de inversión indicado en el folleto. Aquí entra en juego nuestra habilidad para establecer relaciones de confianza y duraderas con las gestoras. Aunque no se le presta tanta atención como a la generación de alpha con las inversiones, la gestión de las relaciones (con los intermediarios o con las gestoras, dependiendo del tipo de inversión) puede tener un impacto notable en la generación de rentabilidad a largo plazo.

En **renta variable cotizada** invertimos en fondos “boutique” de difícil acceso para el inversor retail, debido sobre todo a los altos importes mínimos que se exigen para invertir. Fondos muy conocidos como Altafox, con una rentabilidad anualizada desde inicio del 30%, Sohra Peak o Laughing Water, son accesibles a través de Icaria Patrimonio FIL desde un inicio, obteniendo de esta forma diversificación real en fondos de primer nivel. Y es que hablamos de rentabilidades históricas que en la mayoría de los casos superan el 20% anualizado.

Aquí, al igual que en el private equity, hemos conseguido acceder a algunos fondos de bolsa en los que no llegábamos al mínimo de inversión indicado en el folleto, después de haber mantenido conversaciones con las gestoras en las que hemos podido hacer ver nuestra alineación con la filosofía de los fondos.

En **deuda privada**, el formato también es evergreen y, de momento, invertiremos en dos estrategias. Por un lado, los *senior loans*, es decir, deuda corporativa que goza de la máxima prelación entre todos los acreedores. Hablamos de préstamos a plazos medios (3-7 años) y que habitualmente tienen un cupón variable; lo que se busca es generar rentabilidad exponiéndonos a riesgo específico del deudor (riesgo de crédito), sin sensibilidad ante cambios en los tipos de interés.

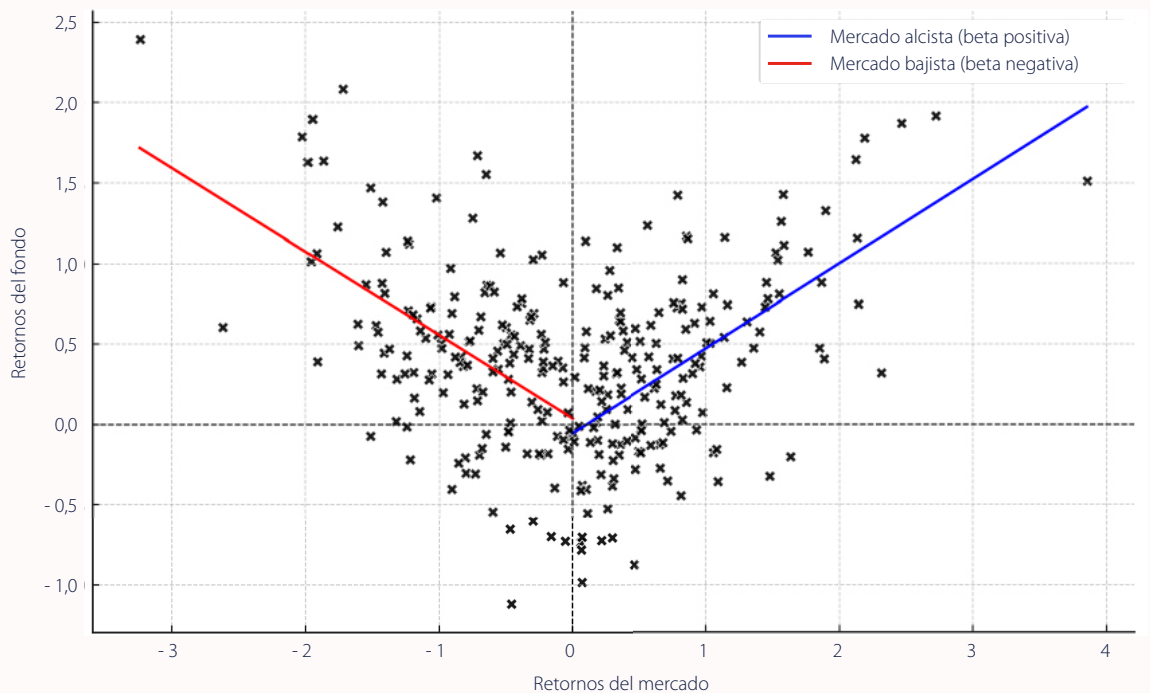
Por otro lado, tenemos los préstamos puente (*bridge loans*), que son deuda a corto plazo (habitualmente menos de 2 años) asumida por empresas que necesitan financiación transitoria; por ejemplo, un promotor inmobiliario que necesita financiación para terminar un proyecto. Debido a que el plazo es muy corto y a que pocas entidades están dispuestas a dar este tipo de financiación, los préstamos puente pagan tipos de interés muy altos.

En **activos reales** (real assets), invertimos tanto en infraestructuras privadas como en inmobiliario en directo, es decir, en los activos de forma directa. Las infraestructuras se articulan de la misma forma que las inversiones en private equity, a través de fondos evergreen, con la característica particular de que su perfil de riesgo es más conservador y habitualmente muestran descorrelación con el equity en momentos de crisis. En la parte de inmobiliario (real estate), el foco está en generar rentas en activos que se comporten de forma resiliente en una recesión (el fondo en el que estamos invertidos cayó un 5% durante el COVID vs el 40% que cayó el índice de REITS americano).

En cuanto a los **hedge funds**, buscamos una descorrelación con la bolsa. Se trata de fondos especializados en generar rentabilidad positiva cuando la renta variable cae, a la par que proporcionan una rentabilidad satisfactoria en el largo plazo. Por eso se dice que son fondos de “beta condicional”: beta positiva cuando la bolsa sube (lo que quiere decir que el fondo

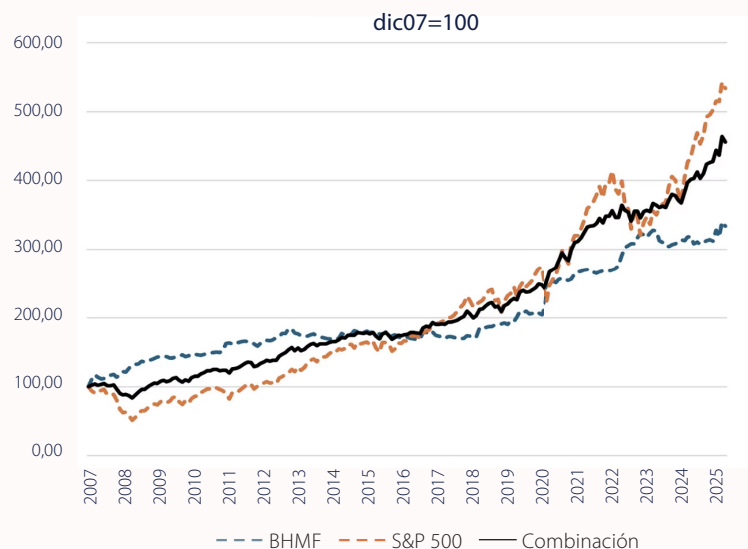
también sube), beta negativa cuando la bolsa cae (lo que, de nuevo quiere decir que el fondo sube). Su objetivo es mitigar los drawdowns de Icaria Patrimonio en momentos de pánico bursátil, y no tanto con ribuir a la generación de rentabilidad.

Beta Condicional Negativa: Regresiones por Régimen de Mercado



Fuente: Bloomberg.

En esta categoría, podemos destacar el fondo Brevan Howard Master Fund, que históricamente ha demostrado estar a la altura cuando la renta variable ha caído (ver gráfico inferior). Como en otros casos antes mencionados, me alegra informar de que la gestora nos ha permitido entrar en el fondo a pesar de no llegar al mínimo de inversión; entendieron que nuestra intención sincera es invertir mucho más conforme el FIL vaya creciendo, y por eso nos dejan empezar a construir la posición con menos capital.



Fuente: presentación comercial Brevan Howard y bloomberg.

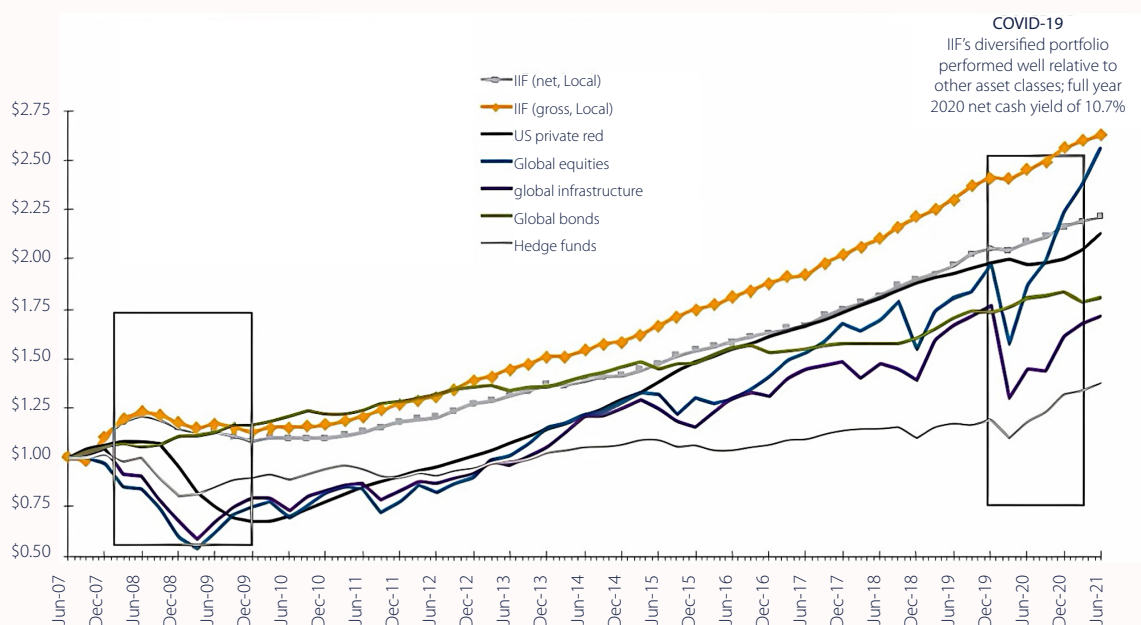
“

Es muy importante entender la gran diferencia que existe entre invertir en activos reales no cotizados o hacerlo a través de empresas cotizadas

”

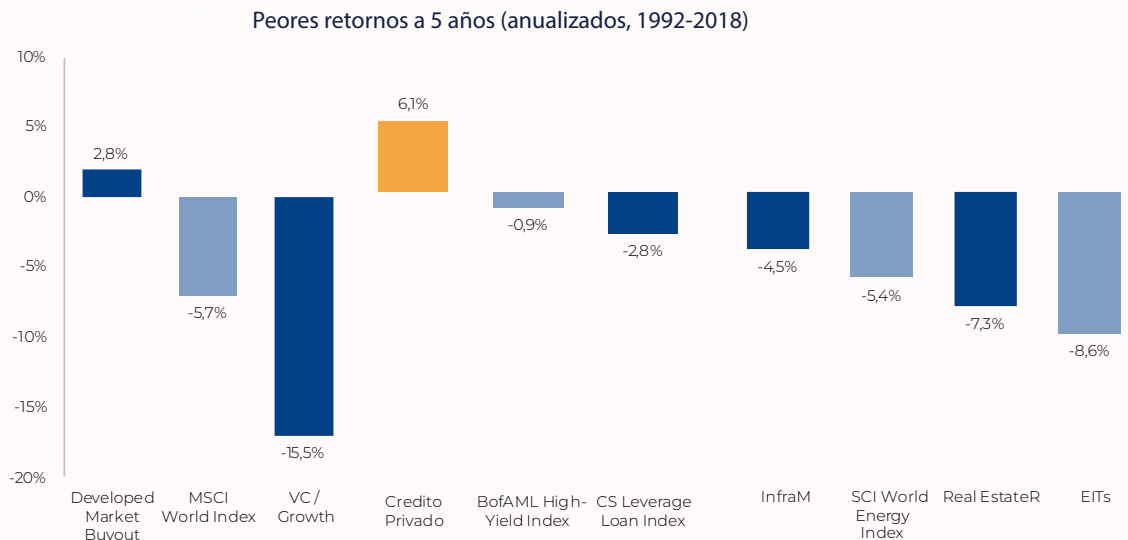
Por último, en la parte de **liquidez** estamos invertidos en repos y en pagarés de empresas, rentando a una media del 3% contra el 1,9% que genera la letra del tesoro española. Algunos nombres que nos gustan en pagarés son Urbaser, Técnicas Reunidas y Talgo. Aunque en Talgo ha habido algo de ruido mediático por el esperado cambio en el accionariado y por las tensiones financieras que soporta la compañía actualmente, siempre hemos tenido plena confianza en la robustez de sus pasivos, tratándose de una compañía de tanta calidad.

Es muy importante entender la gran diferencia que existe entre invertir en activos reales no cotizados o hacerlo a través de empresas cotizadas. Cuando invertimos a través del activo y no de una estructura empresarial, recibimos de forma directa los flujos de ese activo. Ello nos lleva a comportamientos como el que podemos ver en el índice que adjunto de JP Morgan (abajo), donde se ve que la categoría de infraestructuras cotizadas (**global listed infrastructure**) cae un 44% en 2008 vs menos de un 10% de los fondos brownfield de infra de JP Morgan (**IFF**), una diferencia sustancial.



Fuente: Presentación institucional infraestructuras JP Morgan.

Esto no sucede solamente en infraestructuras, sino también en real estate no cotizado, en deuda privada y en private equity, donde los beneficios de una mayor iliquidez son notables desde el punto de vista del riesgo. A continuación, podemos ver otro ejemplo en la deuda privada y su comportamiento a medio plazo (barra amarilla):



Fuente: Presentación comercial Oquendo Senior Loana 2022.

“

Después de septiembre tendrá lugar el primer comité de Icaria Patrimonio FIL, el cual será accesible solo para los partícipes del fondo

”

ME DESPIDO

Seguimos analizando fondos, con la idea de seguir accediendo a vehículos de primer nivel. Por poner un ejemplo, el fondo más grande de Elliot (una de las mejores gestoras de alternativos del mundo) está actualmente cerrado, con un track record desde 1977 en el que solo hay dos años de pérdidas (un 4% en el 98 y un 7% en 2008) y con una rentabilidad anualizada en dólares del 12% (en euros es superior). Tenemos la expectativa de incluir este fondo entre nuestros activos a finales de 2025, y, en el caso de no ser posible, en 2026.

Estaremos siempre en busca de fondos como el mencionado, que actualmente no aceptan nuevas suscripciones pero que, en determinados momentos, fruto de la volatilidad o el carácter poco paciente de los partícipes, sí permiten nuevas entradas cuando hay inversores que deciden salir.

Muchas gracias por la confianza depositada en este proyecto.

El fondo Icaria PATRIMONIO FIL FI (ISIN ES0147415006) es un fondo inscrito en el registro de la CNMV con el número: 131 y con fecha de inscripción: 04/04/2025 en la categoría de Fondos de Inversión Global. Nivel de riesgo es 6/7 (siendo 7 riesgo muy alto). El Fondo está gestionado por Andbank Wealth Management SGIC, S.A (Grupo Andbank). La entidad depositaria del fondo es Banco Inversis S.A. y la firma auditora del mismo es Capital Auditors and Consultants SL. El contenido de esta carta es meramente informativo y no constituye solicitud o recomendación de suscripción de participaciones de Icaria Capital Cartera Permanente FI. La adquisición de participaciones por el inversor deberá efectuarse de conformidad con su folleto informativo, documento con los datos fundamentales para el inversor, así como con la ficha del fondo y demás documentación legal en vigor (informe semestral y trimestral, reglamento de gestión y CCAA). Toda esta información está disponible, de forma gratuita y accesible, en la página web de la gestora Andbank Wealth Management, SGIC, S.A.U <https://www.andbank.es/andbank-wealth-management/fondos/> y en la página web de la CNMV: <https://www.cnmv.es> La inversión en mercados financieros puede conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, de inversión en países emergentes, así como de concentración geográfica o sectorial y de liquidez. Pudiendo representar la pérdida del capital invertido o el de ausencia de rentabilidad. El nivel de riesgo del fondo es indicativo del riesgo del fondo y está calculado en base a datos históricos que, no obstante, puede no constituir una indicación fiable del futuro perfil de riesgo. **Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras.** Además, no hay garantías de que la categoría indicada vaya a permanecer inalterable y puede variar a lo largo del tiempo. Puede obtener información adicional sobre dicho fondo y sobre los supuestos y forma de reclamar la garantía y su alcance en <https://www.andbank.es>.

Andbank Wealth Management, S.G.I.I.C., S.A.U. • CIF: A-78567153 • Calle Serrano, 37 - 1ª • Registro Mercantil de Madrid: Tomo 31.045, Folio 5, Sección 8ª, Hoja M-558.774 • Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV: nº 237