

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

Comentario de Mercado Noviembre 2025

“

Tenemos un año de consolidación, donde la actividad de Private Equity vuelve a reactivarse con dos años de crecimiento

”

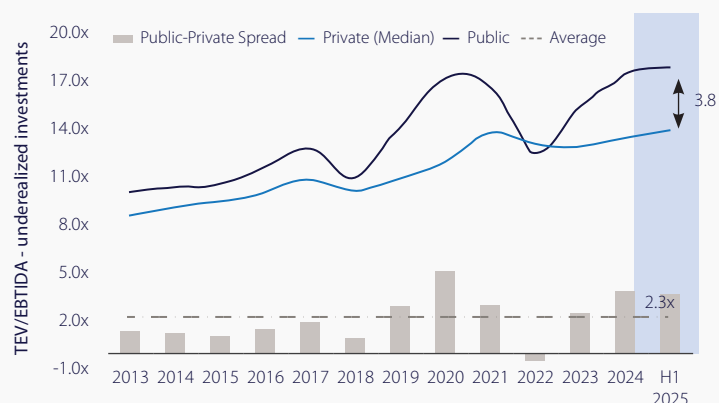
Iniciamos el comentario mensual de octubre de Icaria Patrimonio haciendo un repaso de la situación en los mercados privados.

Tenemos un año de consolidación, donde la actividad de Private Equity, tras años de ralentización, vuelve a reactivarse con dos años de crecimiento. Esta ralentización, como he comentado en cartas y artículos previos, es lógica. La economía tras 2022 ha tenido un impacto importante, y es por ello, que Private Equity un perfil de activo muy ligado a economía real, ha sentido el impacto de este impacto y de la subida de tipos de interés.

Esta ralentización en mi opinión ha sido sana, y ha permitido que los múltiplos que se pagaban en mercados privados volviesen a niveles coherentes, cercanos a su media histórica. Digamos que ha sido un periodo de normalización.

Esto no ha sucedido en las bolsas, las cuales han seguido expandiendo sus múltiplos, llevándonos a un momento donde cotizan un 65% por encima de la media histórica con respecto a Private Equity.

Carrying multiples comparison – 2013-Q2 2025



Fuente: Stepstone Private equity discipline in uncertain conditions.

“

Evaluar de las operaciones de Private Equity se disparó un 25,2% respecto al trimestre anterior

”

“

En este tablero de juego reactivado, la gran protagonista ha sido la fusión entre la infraestructura y la tecnología

”

“

Los datos son contundentes: el valor de las salidas en Europa rebotó un impresionante 80,4% en el tercer trimestre

”

El dibujo actual por lo tanto nos deja un mercado más sano, cotizando en torno a 11 veces EBITDA, cuando su media está en el entorno de las 9.5 veces EBITDA (dependiendo de la categoría).

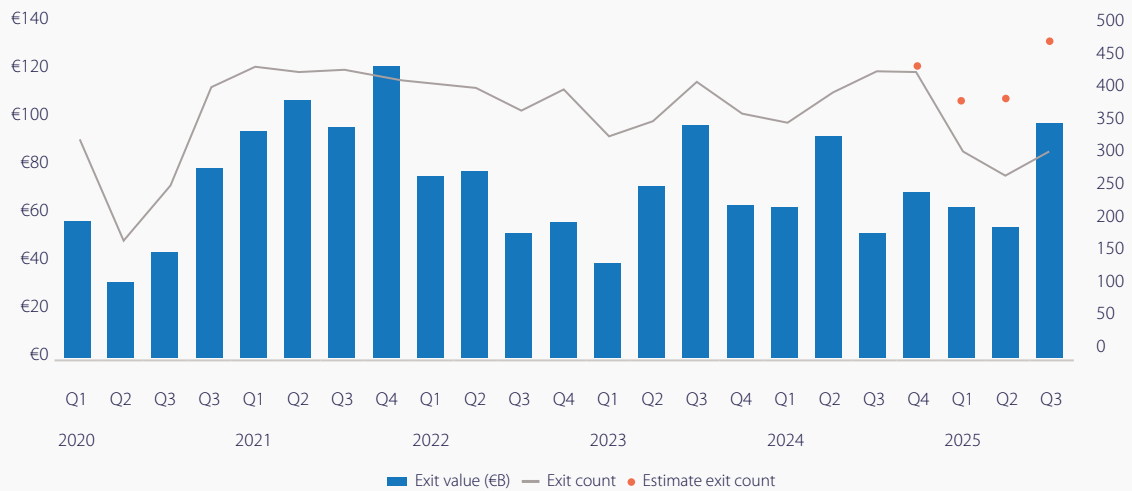
Gran parte de este cambio de ritmo se debe a la claridad política surgida tras las elecciones en Estados Unidos; la victoria de Donald Trump actuó como un disparo de salida para el apetito por el riesgo del mercado, despejando la niebla regulatoria y prometiendo un entorno fiscal más amable. Sin embargo, no todo es euforia, ya que los inversores son conscientes de que la inflación y los tipos de interés seguirán siendo compañeros de viaje incómodos, obligando a buscar valor en activos reales que protejan en un entorno como el actual.

Este nuevo ímpetu no es una sensación aislada; los datos confirman que el motor ya estaba calentándose en el tercer trimestre, especialmente en Europa, donde el valor de las operaciones de *Private Equity* se disparó un **25,2%** respecto al trimestre anterior, marcando el periodo más fuerte desde mediados de 2024. Lo más llamativo es que no hablamos de pequeñas operaciones, sino del regreso de los “megadeals”, que ya representan un tercio de todo el valor transaccionado en lo que va de año. Un ejemplo perfecto de esta tendencia titánica fue la adquisición de **Pension Insurance Corporation (PIC)** por parte de **Apollo** (a través de Athene) por unos 6.700 millones de euros, una jugada maestra para asegurar capital permanente a largo plazo. Curiosamente, son los inversores estadounidenses los que están liderando el baile en el viejo continente, protagonizando las seis transacciones más grandes del trimestre.

En este tablero de juego reactivado, la gran protagonista ha sido la fusión entre la infraestructura y la tecnología. La inteligencia artificial ha dejado de ser una promesa abstracta para convertirse en un motor voraz que exige “comida” en forma de energía y hormigón. Esto se refleja en la inversión en Data Centres y lo podemos ver en los indicadores, donde el barómetro de Infraestructura marca la lectura más alta de todas las clases de activos, señalando un entorno de retornos sólido y estable. El mejor ejemplo de esta voracidad lo dio Blackstone con su inversión de más de 25.000 millones de dólares en Pensilvania para centros de datos. Pero lo fascinante no es solo el dato digital, sino la energía física: Blackstone también compró una planta de energía por casi 1.000 millones para asegurarse de que no le falten electrones a sus chips, ilustrando la nueva realidad del “Energy-Data Nexus”.

Mientras el hormigón y los cables acaparaban titulares, el mundo del *Private Equity* celebraba el fin de su particular invierno en las salidas (exits). Los datos son contundentes: el valor de las salidas en Europa rebotó un impresionante **80,4%** en el tercer trimestre, con el Reino Unido liderando esta recuperación. Aunque las salidas a bolsa siguen siendo escasas, los gestores están encontrando liquidez a través de ventas a otros fondos y, sobre todo, mediante el mercado secundario.

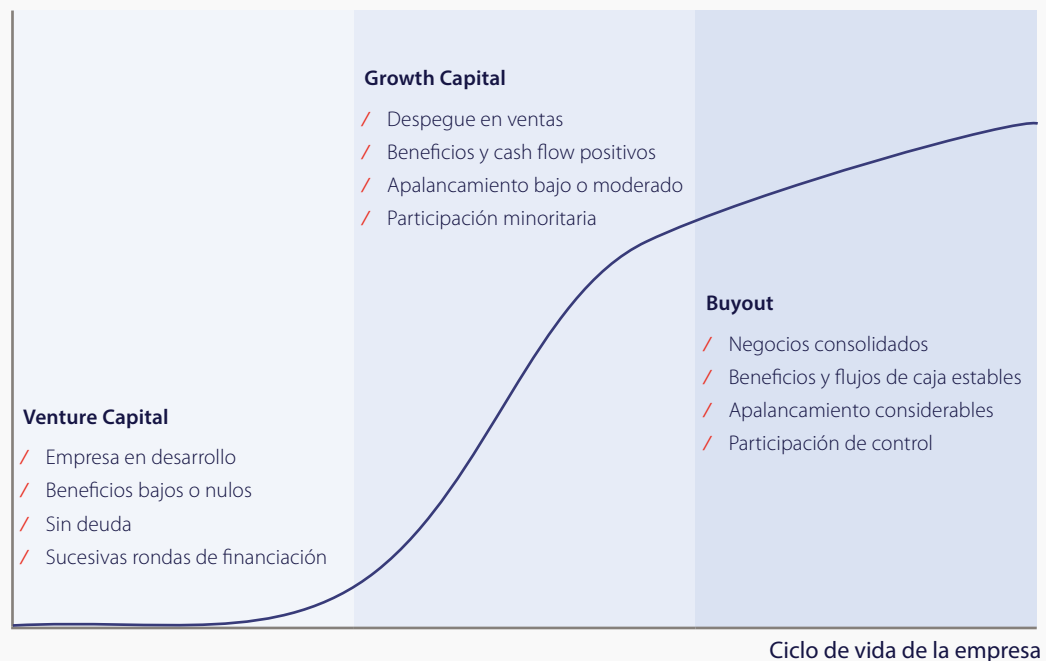
Carrying multiples comparison – 2013-Q2 2025



Fuente: Pitchbook Q3.

La venta a otros fondos es algo normal, las compañías tienen un ciclo de vida largo, a través del cual experimentan diferentes fases que se pueden identificar en este gráfico:

Valor de la empresa



Fuente: Creación propia.

En el gráfico podemos ver algo que es puro sentido común, una empresa no llega a cotizar en bolsa en periodos de 5 años (que es el periodo medio de tenencia de un fondo de Private Equity) si no que pasa por diferentes fases antes de llegar al tamaño y madurez suficiente como para que el mercado de renta variable sea su siguiente destino. Esto no es algo nuevo, siempre ha sido el camino corriente de las compañías privadas, el cual, si razones, es sencillo de entender.

“

El deporte se ha convertido en el nuevo activo de moda. Los clubes ya no son solo trofeos, sino plataformas de medios y activos inmobiliarios gestionables

”

“

Se vuelve imprescindible el trabajo que hacemos en Icaria Patrimonio FIL, donde en vez de invertir en el activo que más ha crecido con diferencia invertimos en fondos de nicho que tienen la cobertura de un colateral

”

Pero lo más entretenido del mes ha sido ver dónde pone el ojo el capital privado más allá de lo tradicional. El deporte se ha convertido en el nuevo activo de moda. Por un lado, tenemos la entrada de Apollo en el Atlético de Madrid, pero no es un caso aislado: Apollo lanzó en septiembre un fondo de deportes de 5.000 millones de dólares y ya ha prestado 80 millones de libras al Nottingham Forest. Es la confirmación de que los clubes ya no son solo trofeos, sino plataformas de medios y activos inmobiliarios gestionables.

En el terreno de la deuda privada, la historia es algo más compleja, una especie de “historia de dos mercados”. Los grandes bancos han vuelto a la carga con fuerza, ofreciendo préstamos más baratos, lo que ha obligado a los grandes fondos de crédito a pelear duro. Esto se nota en la compresión de los diferenciales; la diferencia entre los préstamos directos y los sindicados se ha reducido drásticamente, cayendo un 19% desde sus máximos. Aun así, el barómetro de deuda privada se mantiene estable en terreno neutral, lo que sugiere que, aunque la competencia aprieta, el sector sigue ofreciendo refugio.

Se vuelve imprescindible sin duda, el trabajo que hacemos en Icaria Patrimonio FIL, donde en vez de invertir en el activo que más ha crecido con diferencia (direct lending) invertimos en fondos de nicho que tienen la cobertura de un colateral. Eso, si vienen curvas, sin duda marcará la diferencia.

Los retornos fáciles han desaparecido. Es imprescindible ser consciente de la situación económica y financiera de cada uno, para construir una cartera que se amolde al perfil de riesgo adecuado a cada perfil, y sobre todo, al momento del ciclo que vivimos.

Respecto a la evolución del asset allocation en Icaria Patrimonio, las fuertes entradas de nuevas suscripciones nos han alejado ligeramente de nuestro objetivo de liquidez. Aquí hay que tener en cuenta que, aunque el partícipe puede transferir el dinero hoy, en muchos casos no podemos invertir ese dinero hasta que pasan varias semanas, particularmente en los fondos que reportan valor liquidativo mensual. Evidentemente, este desajuste en el peso de los activos es el reflejo de la confianza depositada por los partícipes, por lo que sólo podemos alegrarnos.

Por otro lado, en octubre y noviembre ha habido una cierta ralentización intencionada en el despliegue del capital, ya que hemos preferido analizar con calma activos y estrategias nuevas para tomar la mejor decisión sobre dónde invertir, en lugar de priorizar la reducción del *bucket* de liquidez en la cartera. Sobre algunas de estas nuevas estrategias hablamos al final del comentario.

	Octubre 2025	Objetivo
Liquidez	12%	5-10%
Private Debt	12%	10-20%
Real Asset	13%	10-20%
Hedge Funds	12%	10-15%
Private Equity	25%	20-30%
Equity Cotizado	26%	20-30%

A cierre de octubre, Icaria Patrimonio tenía 16,8 millones de euros en activos y 63 partícipes.

“

En Icaria Patrimonio en el mes de septiembre incorporando las comisiones, la rentabilidad mensual fue un +0,69% para la clase A y un +0,71% para la clase I

”

“

En octubre llegaron los primeros resultados del fondo de trade finance (+0,5%) y del fondo de microfinance (+0,3%)

”

Rentabilidad en octubre 2025

Entramos ya a comentar el desempeño de Icaria Patrimonio en el mes de septiembre. Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +0,69% para la clase A y un +0,71% para la clase I.**

Al igual que en el mes de septiembre, todas las categorías tuvieron un comportamiento positivo, destacando las de mayor riesgo: equity cotizado, private equity y real assets. El movimiento favorable del tipo de cambio contribuyó a la rentabilidad positiva.

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en euros como en divisa local excluyendo el impacto del tipo de cambio (reflejando así el desempeño subyacente de cada categoría); si no se especifica la rentabilidad sin efecto divisa, eso quiere decir que todos los activos dentro de esa categoría están denominados en euros. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL.

Como apunte final, dentro de cada categoría podemos mencionar el comportamiento de alguno o algunos activos, pero no de todos los incluidos, con el fin de proteger nuestro trabajo y propiedad intelectual.

Liquidez: +0,17% (+0,16% excluyendo efecto divisa)

Nada destacable aquí. Los activos categorizados como Liquidez (repos y pagarés, fundamentalmente) rinden en línea con lo esperado.

Como recordatorio, mencionar de nuevo que, debido a la buena evolución en la captación, la posición de liquidez se sitúa ligeramente por encima de nuestro objetivo.

Private Debt: +0,15%

A destacar la ligera corrección de -0,3% en el fondo de senior loans europeos de Blackstone. Este fondo invierte en leveraged loans, que son préstamos cotizados y que por tanto no son inmunes al sentimiento inversor. Esta categoría de deuda se ha visto afectada por el ruido generado por la quiebra de First Brands y Tricolor en EEUU. En el caso de Blackstone, el fondo no tiene exposición a emisores de EEUU.

En octubre llegaron los primeros resultados del fondo de *trade finance* (+0,5%) y del fondo de *microfinance* (+0,3%). Sobre estas estrategias, que destacan por su baja volatilidad histórica y su alto carry, tuvimos la ocasión de hablar en meses anteriores.

Real Assets: +1,76%

El *bucket* de infraestructuras avanzó un 0,5% aproximadamente, mientras que nuestro ETC de oro escaló un 5,6%. Conviene señalar que el ETC llegó a subir un 13% en el mes, pero tuvo una caída del 8,1%. En el momento de redactar estas líneas, está cerca de alcanzar nuevos máximos.

En el comentario del mes anterior (septiembre) dedicamos unas líneas a hablar sobre el buen desempeño del oro en 2025.

“

En Partners Group la rentabilidad fue de 0,1%. Nos parece positivo que la correlación entre los fondos de Private Equity no sea muy elevada, en tanto que mejora la diversificación de la cartera

”

“

Los bonos catastróficos (cat bonds) son bonos emitidos por aseguradoras para eliminar riesgos de su balance. Los más conocidos son los que cubren riesgos de catástrofes naturales (huracanes, principalmente)

”

Hedge Funds: +0,94% (-0,34% excluyendo efecto divisa)

Comportamiento ligeramente negativo en los hedge funds, compensado por la subida del dólar contra el euro. Entra dentro de lo esperable en fondos de beta condicional cuando las bolsas avanzan. El objetivo de estas estrategias es mantener una notable descorrelación con los activos tradicionales, y en particular con la renta variable.

Private Equity: +1,23% (+1,20% excluyendo efecto divisa)

Tono positivo en todas nuestras posiciones, destacando Hamilton Lane con un muy destacable +2,3%. En cambio, en Partners Group la rentabilidad fue de sólo un 0,1%. Nos parece positivo que la correlación entre los fondos de Private Equity no sea muy elevada, en tanto que mejora la diversificación de la cartera.

Renta Variable cotizada: +0,65% (+0,18% excluyendo efecto divisa)

Comportamiento dispar entre fondos, destacando Driehaus US MicroCap con un +11% en el mes. El peor comportamiento lo tuvo Laughing Water, con un -5,7% en dólares (minorado a -4,1% gracias al efecto divisa).

ACTIVOS ANALIZADOS

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta sección comentamos algunos fondos analizados como potenciales candidatos, razonando por qué encajan en la cartera o por qué, según nuestro criterio, deberían ser rechazados.

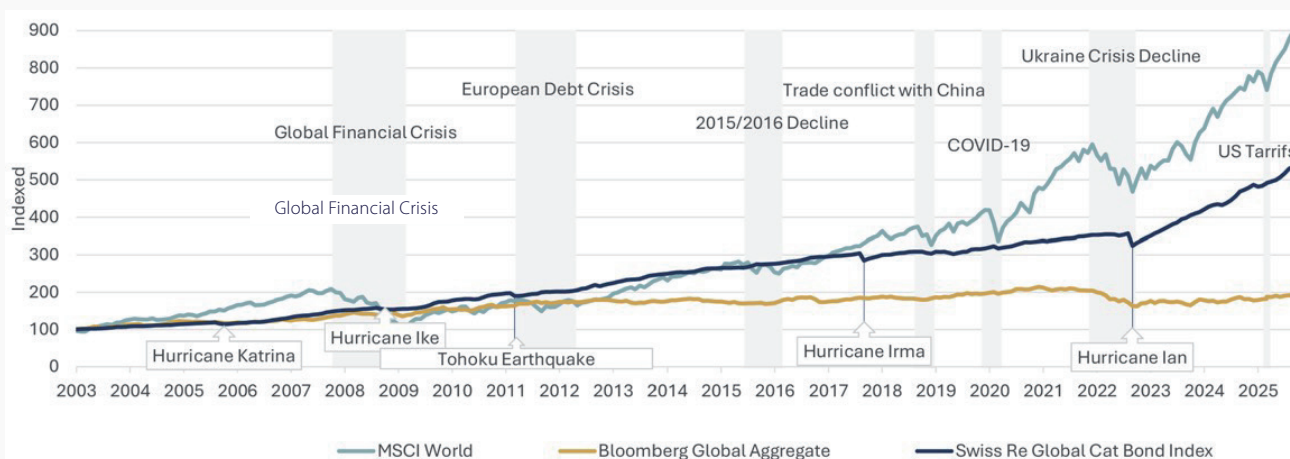
Los activos que vamos a comentar en esta ocasión nos parecen sumamente interesantes.

Fondos de Cat Bonds

Los bonos catastróficos (*cat bonds*) son bonos emitidos por aseguradoras para eliminar riesgos de su balance. Los más conocidos son los que cubren riesgos de catástrofes naturales (huracanes, principalmente), y por eso reciben ese nombre. Pero también pueden cubrir otros riesgos, como terremotos, erupciones volcánicas o la mortalidad en seguros de vida.

Para entender el potencial de los cat bonds en una cartera diversificada, vamos a poner un ejemplo sencillo. Pensemos en una aseguradora de Florida que cubre riesgo de huracanes. La regulación le restringe la cantidad de riesgo que puede asumir en su propio balance, por lo que parte del riesgo catastrófico (que un huracán pase por Florida y haga estragos) lo quiere traspasar a terceros.

La forma de traspasar este riesgo es mediante la emisión de cat bonds. Los inversores aportan capital a una cuenta, y este dinero sólo se puede destinar para cubrir los siniestros contemplados en la documentación del cat bond (daños por huracanes). Si, durante la vida del bono, no ocurre el siniestro, los inversores recuperan todo el capital en la fecha de vencimiento. Si, debido a los siniestros ocurridos, la aseguradora toma el 15% del capital para hacer los correspondientes pagos a sus clientes, esto quiere decir que los inversores en el cat bond pierden el 15% del principal.



Notas: MSCI World es un índice de bolsa mundial. Bloomberg Global Aggregate es un índice global de bonos. Swiss Re Global Cat Bond Index es un índice de cat bonds. Los tres índices están denominados en dólares.

Fuente: Twelve Capital.

A cambio de asumir este riesgo, los inversores perciben un interés muy alto. Los cat bonds denominados en euros están pagando yields superiores al 10%.

Si pensamos en la relación entre la rentabilidad por cupones y las pérdidas esperadas en los cat bonds (para lo cual, en el caso de los huracanes, hay que prestar mucha atención a las estadísticas sobre fenómenos atmosféricos), podemos concluir que esta relación es atractiva. Es decir, la rentabilidad esperada compensa el riesgo asumido.

Sin embargo, el principal atractivo de los cat bonds no es la relación rentabilidad-riesgo, sino su potencial diversificador. Cabe pensar que los cat bonds pueden experimentar caídas similares a las de los bonos high yield, y efectivamente esto puede suceder. Pero lo más importante es que los factores de riesgo que afectan a los cat bonds y a los bonos high yield están completamente descorrelacionados. El bono high yield depende del ciclo del crédito y en general del apetito por el riesgo de los inversores, mientras que el cat bond de nuestro ejemplo depende de la temporada de huracanes. Es evidente que la relación entre un fenómeno y otro es inexistente, y por eso la incorporación de cat bonds en la cartera puede mejorar sustancialmente las métricas de desempeño.

Correlation since 2002	Cat Bonds	Global Equities	Hedge Funds	Real Estate	Commodities	Global Bonds
Cat Bonds ¹	1.00					
Global Equities ²	0.24	1.00				
Hedge Funds ³	0.12	0.49	1.00			
Real Estate ⁴	0.24	0.81	0.44	1.00		
Commodities ⁵	0.14	0.41	0.49	0.35	1.00	
Global Bonds ⁶	0.23	0.31	0.06	0.55	0.13	1.00

Fuente: Twelve Capital.

Actualmente tenemos varios nombres sobre la mesa para Icaria Patrimonio. En todos los casos se trata de gestoras con un track record prolongado en el que no ha habido drawdowns muy significativos, gracias a la diversificación en la toma de riesgos. Estamos decididos a incorporar esta estrategia en la cartera.

“

Los mercados frontera se pueden considerar una subcategoría dentro de los mercados emergentes, aunque en finanzas se los suele clasificar por separado

”

Fondos de bonos frontera

Los mercados frontera se pueden considerar una subcategoría dentro de los mercados emergentes, aunque en finanzas se los suele clasificar por separado. Los países frontera son aquéllos que todavía están muy por detrás en nivel de desarrollo económico y financiero, en comparación tanto con los mercados desarrollados como con los emergentes. Hablamos de países como Senegal, Sri Lanka, Mongolia, Egipto o Serbia.

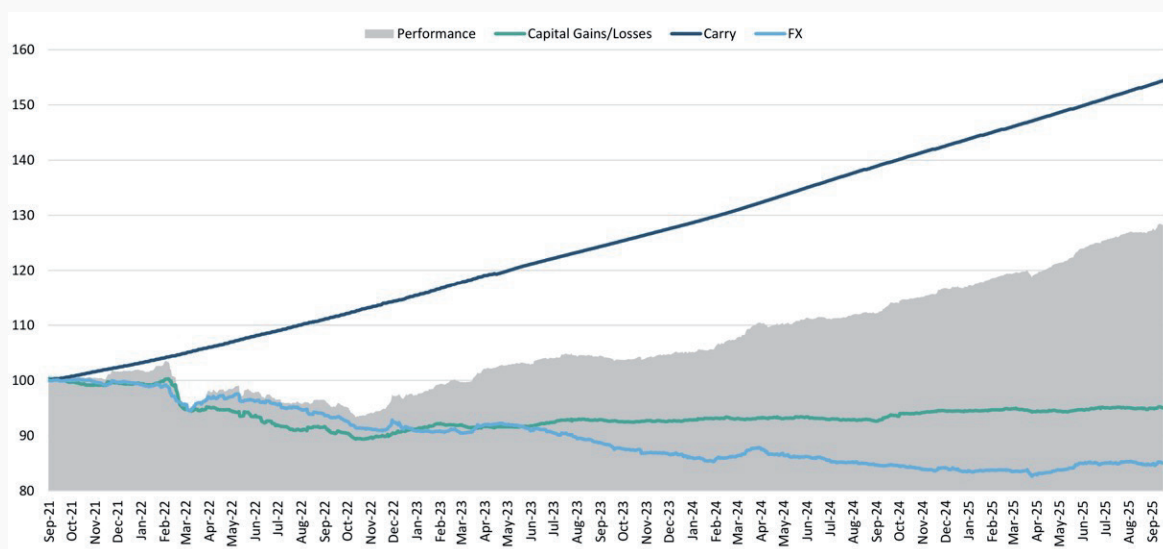
Podemos caer en el simplismo de pensar que la idea de invertir en mercados frontera es capturar una prima de rentabilidad por asumir un mayor riesgo, ya que estos países son más inestables económica, social y políticamente, en comparación con los emergentes (Rusia, Brasil, China, India, Polonia, Qatar). Pero lo cierto es que **se trata de un perfil rentabilidad-riesgo diferente, siempre que invirtamos en divisa local**.

La estrategia de la que queremos hablar aquí es la compra de bonos emitidos por gobiernos de países frontera denominados en divisa local (es decir, la moneda que emite ese país). La mayor parte de los inversores que dan el paso de invertir en estos mercados prefieren los bonos denominados en divisa fuerte (dólar, euro) para evitar el riesgo divisa. Pero la estrategia en divisa fuerte (*hard currency*) es relativamente dependiente del ciclo de tipos de interés en el mundo desarrollado, particularmente en EEUU. Invertiendo en divisa fuerte sí sucede lo que describíamos arriba: lo máximo a lo que podemos aspirar es a capturar un extra de rentabilidad por asumir un mayor riesgo, similar a lo que sucede al invertir en bonos high yield.

En la deuda en divisa local (*local currency*) la película es diferente y, en mi opinión, mucho más interesante. La rentabilidad de los bonos en divisa local procede de dos fuentes:

- 1) Una rentabilidad positiva y muy alta, que es el interés de los bonos. Hablamos de cupones que tranquilamente superan el 10%.
- 2) Una rentabilidad por tipo de cambio que normalmente es negativa. De hecho, el motivo por el que los bonos frontera tienen una yield tan alta es precisamente para compensar a los inversores por la depreciación esperada en la divisa local. Sin embargo, la divisa también puede contribuir positivamente en algunos años.

Fuentes de rentabilidad en bonos frontera en divisa local



Notas: "Carry" es la rentabilidad acumulada por cupones. "FX" es la rentabilidad acumulada por tipo de cambio.

Fuente: Global Evolution.

“

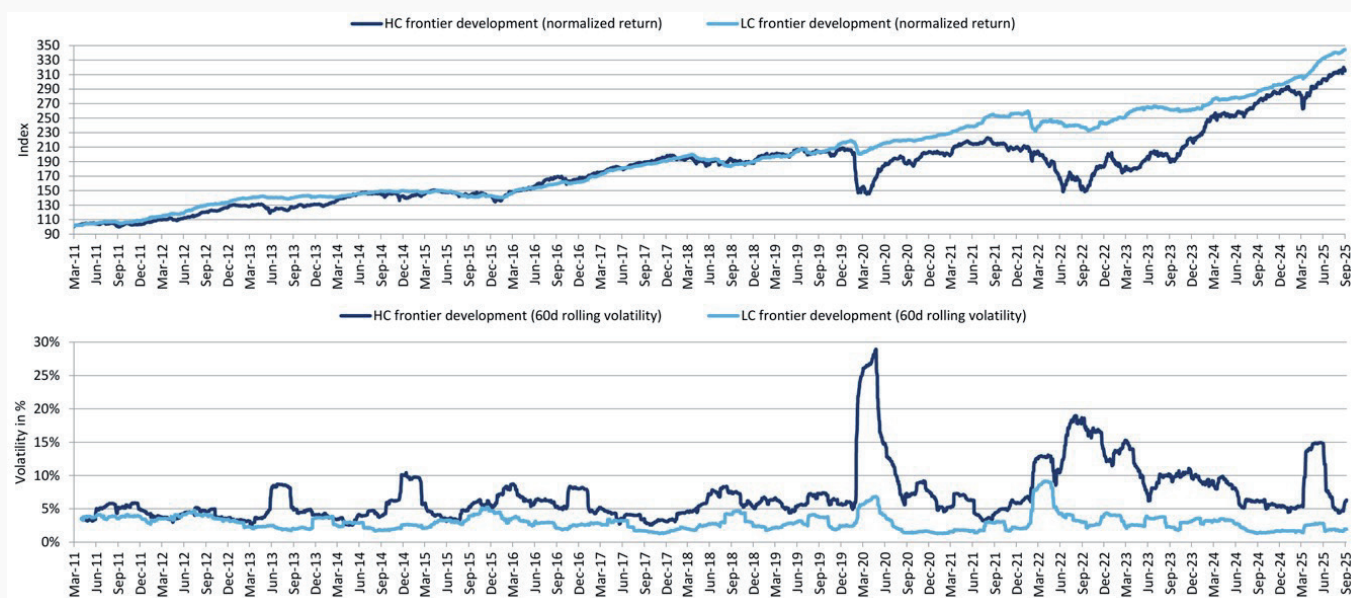
Otro motivo que explica la menor volatilidad de los mercados frontera en divisa local es que hay menos inversores extranjeros

”

Los bonos en divisa local tienen plazos no muy largos y además pagan cupones altísimos, por lo que su duración (sensibilidad del precio ante movimientos en los tipos de interés) es muy baja si los comparamos con los bonos en divisa fuerte. Esto hace que, aunque parezca contradictorio, la estrategia sea menos volátil que la compra de bonos hard currency, que se supone que dan más protección al inversor. **El principal factor de volatilidad en local currency son los movimientos abruptos en el tipo de cambio de países concretos, pero los fondos que siguen esta estrategia mitigan este riesgo mediante la diversificación.**

Una diversificación que es más efectiva que en otros nichos de la renta fija, ya que el riesgo en los mercados frontera es muy idiosincrático; es decir, normalmente la divisa de Egipto y la de Kazajistán mostrarán poca correlación y se moverán por factores específicos de cada país.

Otro motivo que explica la menor volatilidad de los mercados frontera en divisa local es que hay menos inversores extranjeros. En los mercados emergentes relativamente desarrollados (Brasil, Tailandia) se produce el fenómeno del inversor “turista”, que invierte en estos países cuando tiene apetito por el riesgo, pero saca todo su dinero cuando el sentimiento cambia. Esto tiene como consecuencia una elevada volatilidad en los activos financieros de los mercados emergentes, sobre todo los denominados en divisa fuerte. Dentro de lo que es el universo de mercados subdesarrollados (emergente + frontera) los mercados frontera en divisa local son el nicho menos concurrido por inversores de la OCDE, y por eso existe la oportunidad de conseguir yields altas con una volatilidad mucho más baja de lo que a priori cabría esperar.



Esta explicación es el resultado de haber dedicado años a entender la estrategia. Habiendo hecho los deberes, me siento confiado de incorporar fondos de mercados frontera en la cartera.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de octubre. Una vez más, agradecer a todos los partícipes la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia.

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.