

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

Comentario de Mercado Septiembre 2025

“

A cierre de agosto, el patrimonio del FIL era ligeramente superior a los 15,1 millones de euros

”

Seguimos avanzando en el proceso de componer la cartera de Icaria Patrimonio FIL, si bien a un ritmo más lento del que nos hubiera gustado. Como ya hemos señalado en anteriores ocasiones, el tipo de inversiones que realiza el FIL en ocasiones implican procesos de suscripción largos.

Durante el mes de agosto, hubo nuevas incorporaciones en el fondo, aunque de menor entidad si lo comparamos con los dos meses previos, y con lo que avanzamos en septiembre. Es una noticia positiva que **ya se ha formalizado la suscripción en Transtrend**, que es un *hedge fund* de beta condicional que busca proteger en las caídas de la bolsa. También **hemos suscrito en el fondo Horizon**, del cual hablamos el pasado mes. Como recordatorio, Horizon financia el capital circulante de empresas involucradas en el comercio internacional de materias primas no perecederas.

Por motivos administrativos, una suscripción con la que contábamos el mes pasado no se materializó y se pospuso para septiembre, por lo que la liquidez se ha reducido más despacio de lo inicialmente señalado, a lo cual hay que añadir la influencia de las suscripciones adicionales por parte de partícipes. **A cierre de agosto, el patrimonio del FIL era ligeramente superior a los 15,1 millones de euros.**

En esa misma fecha, el *asset allocation* era el siguiente:

	Agosto 2025	Objetivo
Liquidez	15%	5-10%
Private Debt	10%	10-20%
Real Asset	12%	10-20%
Hedge Funds	11%	10-15%
Private Equity	24%	20-30%
Equity Cotizado	28%	20-30%

Si se compara esta tabla con la expuesta en el comentario del mes pasado, se ve que los pesos objetivo han pasado a establecerse como rangos y no como valores exactos. Nos parece una forma más razonable de expresar el *asset allocation* objetivo.

“

Muchos de los fondos incluidos en el FIL tienen comisiones inferiores a sus comparables en el mundo cotizado

”

“

La rentabilidad mensual fue un +0,31% para la clase A y un +0,33% para la clase I

”

APUNTE SOBRE LAS COMISIONES

En este comentario mensual queremos dedicar unas palabras a los costes de invertir en mercados privados.

Se habla constantemente de los altos costes de los fondos de private equity, pero **muchos de los fondos incluidos en el FIL tienen comisiones inferiores a sus comparables en el mundo cotizado**. Por ejemplo, Blackstone European Senior Loan Fund cobra un 0,5% de comisión de gestión, sin *performance fee*; y el fondo de infraestructuras de Hamilton Lane cobra un 1,4%, también sin comisión de éxito. Por otro lado, estamos gestionando la entrada en el fondo de deuda privada de Pantheon con condiciones ventajosas; hablamos de comisión de gestión del 0,75% y comisión de éxito del 8% (cuando lo habitual es 1,25% y 12,5% respectivamente), donde el mínimo dentro de 12 meses será de 100 millones.

Entre mis deberes como gestor de este proyecto está conseguir, en la medida de lo posible, acceder a clases baratas de los fondos en los que invertimos, en ocasiones sin alcanzar el mínimo establecido por folleto. Esto es algo que un inversor particular difícilmente puede conseguir, ya que se necesita una relación institucional con la gestora del fondo, y, en mi caso, algunas de estas relaciones existen desde hace años. Cuando nos movemos fuera del ámbito de activos muy líquidos (acciones, deuda pública), el don de gentes cobra protagonismo a la hora de generar valor.

RENTABILIDAD EN AGOSTO 2025

Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +0,31% para la clase A y un +0,33% para la clase I**.

Este desempeño se explica sobre todo por el buen comportamiento de los fondos de renta variable durante el mes, seguido de lejos por la categoría de activos reales (Real Assets). Las categorías Private Equity, Hedge Funds y Liquidez tuvieron resultados negativos, explicado en buena medida por el movimiento adverso en el tipo de cambio. Por su parte, la Deuda Privada cerró más o menos plana. Ahora lo veremos con más detalle, categoría por categoría.

Como aclaración, las rentabilidades se presentarán tanto en divisa local (reflejando el desempeño subyacente de cada categoría) como incluyendo el efecto divisa para un inversor en euros; si no se especifica el 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: +0,2% (-0,3% incluyendo efecto divisa)

Debido a los procesos de suscripción, nuestro saldo medio de dólares en cuenta durante el mes ha sido mayor del que nos habría gustado, pero por motivos operativos era lo más conveniente. Estos saldos se han visto perjudicados por la caída del dólar frente al euro durante el mes de agosto (-2,34%).

En el momento de escribir estas líneas, la tesorería en dólares es mínima.

“

En septiembre, se formalizó la suscripción en Horizon European Trade Finance, fondo de préstamos a corto plazo para financiar el capital circulante de empresas involucradas en el comercio de materias primas no perecederas

”

“

Nuestra primera suscripción en Transtrend MultiTrend, hedge fund de “beta condicional” denominado en euros

”

“

Agosto fue un buen mes para la bolsa, incluyendo nuestros fondos de renta variable

”

Private Debt: +0,14%

Esta rentabilidad se queda corta en relación con lo que cabe esperar, en términos de *carry* (rentabilidad devengada), para la deuda privada en euros en el entorno de tipos actual, que se sitúa mucho más cerca del 0,5% mensual. Con esto queremos decir que en agosto hubo un ajuste negativo en la valoración de los préstamos que compensó negativamente la rentabilidad por intereses.

Ya en septiembre, se formalizó la suscripción en Horizon European Trade Finance, fondo de préstamos a corto plazo para financiar el capital circulante de empresas involucradas en el comercio de materias primas no perecederas.

Real Assets: +1,2%

Al igual que en el mes anterior, destaca el comportamiento de Hamilton Lane Global Private Infrastructure Fund (+1,4%) y del oro (+2,2%).

Por su parte, GSA Coral (residencias de estudiantes) rindió por debajo de su promedio histórico, generando una rentabilidad del 0,24%; esto es un 2,9% anualizado, frente a una rentabilidad histórica que supera el 5% anual. Añadir que, mientras que GSA Coral marca nuevos máximos históricos mes a mes, los REITS están en un *drawdown* del 20% y, en general, los fondos de real estate sufriendo con fuerza.

Hedge Funds: +0,6% (-1,7% incluyendo efecto divisa)

El comportamiento de los hedge funds fue discreto en divisa local (dólar), aunque positivo; es lo esperable de estas estrategias en momentos en que la bolsa va bien. Fue el movimiento adverso del dólar contra el euro lo que dejó la rentabilidad en negativo para esta categoría.

Ya en septiembre, hicimos nuestra primera suscripción en Transtrend MultiTrend, hedge fund de “beta condicional” denominado en euros.

Private Equity: -0,8% (-1,8% incluyendo efecto divisa)

El private equity demostró que puede mostrar cierta descorrelación con la bolsa, con una rentabilidad negativa en agosto mientras que los índices subían, reflejo de que la valoración de los activos privados no está “encadenada” a los mercados cotizados. No hubo una causa específica que explicara la rentabilidad negativa (como podría ser la quiebra de alguna compañía subyacente) sino que se explica por los parámetros macro que las gestoras utilizan en sus modelos de valoración de compañías privadas.

Por otro lado, desde agosto tenemos exposición a private equity denominado en dólares, que se vio afectado por el movimiento de la divisa.

Renta Variable cotizada: +3,6% (+3,1% incluyendo efecto divisa)

Agosto fue un buen mes para la bolsa, incluyendo nuestros fondos de renta variable. El rango de rentabilidades de los fondos dentro de la categoría es bastante amplio, desde un -1,3% a un +8,8% (en divisa local), frente a un +2,6% del MSCI World y un +7,1% del Russell 2000 (ambos en dólares). Dado que la mayoría de los fondos de renta variable en los que invierte Icaria Patrimonio están denominados en euros, el impacto de la divisa fue relativamente bajo.

“

Suscripciones adicionales en los fondos que más nos gustan, que son los que restringen los reembolsos para poder exprimir al máximo su estrategia de largo plazo. Se incluyen aquí nombres como Alta Fox, Sohra Peak y 1 Main

”

Como ya hemos explicado en anteriores ocasiones, nuestra política es no cubrir la divisa en los activos más volátiles, como son la renta variable cotizada y el private equity, ya que la cobertura tiene un coste y la experiencia nos indica que los tipos de cambio entre divisas fuertes siguen un comportamiento cíclico.

Con el cierre de mes, hicimos suscripciones adicionales en los fondos que más nos gustan, que son los que restringen los reembolsos para poder exprimir al máximo su estrategia de largo plazo. Se incluyen aquí nombres como Alta Fox, Sohra Peak y 1 Main.

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.

Tactile Fund

Tactile Fund es un fondo lanzado recientemente por Alluvial, la gestora de Dave Waters, especializado en la inversión en micro y small caps.

Table I: Alluvial Fund LP Returns (%) as of June 30, 2025

	YTD	2024	2023	2022	2021	Cumul.	Annual.
Alluvial Fund LP NET	15.6	16.4	15.1	-14.9	31.0	209.6	14.2
Russell MicroCap TR	-1.1	13.7	9.3	-22.0	19.3	66.8	6.2
Russell 2000 TR	-1,8	11.5	16.9	-20.4	14.8	79.4	7.1
MSCI World Sm+MicroCap NR <i>Partnership began operations 01/01/2017</i>	7.9	8.0	15.1	-19.1	15.8	94.3	8.1

Fuente: Alluvial

El track record de Alluvial es impresionante, pero el fondo que nos ocupa hoy no es el “insignia” (el de la imagen) si no el Tactile Fund.

En un mundo donde la deuda gubernamental está en máximos históricos y existe el riesgo de una fuerte devaluación monetaria, cobran especial importancia los activos reales, y ésa es la temática del Alluvial Tactile Fund, el nuevo fondo de Dave Waters. Varias de las posiciones de la cartera las hemos tenido en los fondos que gestionamos con Andbank. Es el caso de Monarch Cement, Jungfraubahn, Corticeira y alguna más; hablamos de compañías con activos únicos, irreplicables y que pueden trasladar la inflación con facilidad al cliente final. Esperamos un comportamiento estable y defensivo de una posición con unas características que encajan muy bien en nuestra forma de pensar. **Por eso, es un claro candidato a entrar en Icaria Patrimonio.**

Respecto a por qué, si el fondo Alluvial original tiene un excelente track record, no estamos hablando de invertir en él, es porque está cerrado a nuevos inversores. Es algo habitual en fondos de autor independientes que invierten en small y micro caps; no quieren hacerse demasiado grandes porque eso dificulta la implementación de su estrategia. Sin embargo, Dave nos ha comunicado que piensa abrir un poco la mano y permitir la entrada de nuevo dinero próximamente. Estaremos muy atentos.

“

El fondo evergreen permite tener el dinero invertido desde el principio y permite también reembolsar periódicamente, aunque con restricciones

”

Fondo de préstamos en países en desarrollo

Para preservar nuestra propiedad intelectual, de este fondo no diremos el nombre, aunque expondremos los componentes generales de su estrategia, que nos parece muy interesante. Entrará en la cartera de Icaria Patrimonio próximamente.

El fondo concede financiación a hogares y empresas de países emergentes y en desarrollo. Lo hace a través de intermediarios financieros locales, como pueden ser bancos, prestamistas o fintechs, es decir, el fondo le presta a estas entidades para que ellas a su vez hagan los préstamos finales a la economía local. Aunque gran parte de la cartera está denominada en divisa local, todos los activos tienen cobertura de divisa.

Aunque el fondo invierte en economías en desarrollo, lo cual a priori parece más arriesgado que invertir en Europa o EEUU, lo cierto es que los riesgos están muy controlados gracias a las garantías vinculadas a la financiación. El perfil de riesgo del fondo se asemeja al de una cartera de bonos corporativos de calidad media y plazo corto, con la ventaja de que está muy descorrelacionado respecto del mercado de bonos y es mucho más estable, con un 10% de meses negativos en los últimos 10 años. En el entorno de tipos actual, está devengando una rentabilidad entre el 4% y el 5% anual en euros.

Fondos evergreen de las grandes casas de activos privados

Recientemente hemos puesto sobre la mesa de análisis un considerable número de fondos evergreen de gestoras de prestigio y prolongado track record en la gestión de activos privados, como son Ares, CVC, EQT, Carlyle y Pantheon, entre otras.

Los fondos evergreen son versiones abiertas y relativamente líquidas de los clásicos fondos cerrados (*closed-end*) que se articulan mediante capital calls. El fondo evergreen permite tener el dinero invertido desde el principio y permite también reembolsar periódicamente, aunque con restricciones.

Las grandes casas de gestión alternativa, como las ya mencionadas, llevan 2-3 años apostando fuerte por este tipo de fondos, en respuesta a una creciente demanda de productos de activos privados más sencillos de entender y gestionar, y que ofrezcan más liquidez que los fondos cerrados.

En nuestro proceso de due diligence estamos incluyendo todas las estrategias (private equity, private debt, infra), ya que todas forman parte de Icaria Patrimonio. Lo cierto es que cuesta ver elementos claros que nos hagan decantarnos por unos fondos y no por otros, más allá de que algunos no son aptos para el FIL por motivos de liquidez o de valoración (tardan demasiado en reportar el NAV). Dado que la mayoría de estos fondos tienen un track record que no llega a 4 años, éste es un criterio poco útil para comparar. Se puede atender al track record de la estrategia *closed-end*, con métricas típicas del private equity como la TIR y el MOIC, pero es complicado comparar entre fondos y estrategias.

Cuando todos los fondos se parecen tanto en lo que respecta a estrategia y track record, un factor importante que puede decantar la balanza son las comisiones. En este sentido, y como ya hemos comentado antes, tratamos de conseguir hueco en fondos y clases baratas. Aquí entrarían fondos como el de deuda privada de Pantheon (0,75% comisión de gestión) o el de Neuberger Berman (0,625%). En cualquier caso, el proceso de due diligence continúa y de momento no se ha suscrito en ninguno de estos fondos de grandes gestoras, con la excepción de Blackstone European Senior Loan Fund, que se diferencia del resto en que tiene un track record de resultados muy satisfactorios desde 2009 y además sólo cobra un 0,5% de comisión de gestión.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de agosto. 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