

Actualidad y backtest de Icaria Patrimonio FIL (marzo-2026)

<https://www.youtube.com/watch?v=1ClzHplo9QY>

Hoy vamos a hablar de cosas muy interesantes.

Está habiendo mucho ruido a nivel macro. Ha habido malos datos de inflación, fruto de la guerra. Malos datos de crecimiento, sobre todo en Direct Lending y Crédito Privado. Este es uno de los temas que comentaremos.

Hoy traemos fuentes muy fiables del mundo de mercados privados, S&P, Capital IQ, Preking, para rebatir la narrativa imperante. Estoy en contacto con prácticamente todas las gestoras, todas las semanas, llevo el pulso de lo que está sucediendo muy de cerca.

En Europa, cuando pregunto, ¿cómo veis la situación en mercados privados? No saben ni de qué les estoy hablando. Ese es el nivel. Porque no está sucediendo nada, básicamente, en Europa. Está siendo algo que está sucediendo en Estados Unidos. El Financial Times, que es uno de los medios que suele publicar más sobre este tema, ha dado con la tecla de conseguir visitas y generar bastante alarmismo.

La realidad es que no hay temas demasiado preocupantes. Lo que ha pasado es que en Estados Unidos existen unos vehículos que se llaman BDCs, que cotizan como una acción. Tienen un precio diario en todo momento y ese precio se negocia en base a la oferta y la demanda, como una acción. ¿Cuánto vale Apple? Pues la oferta y la demanda que haya en determinado momento. El precio de los BDCs es exactamente igual. Por lo tanto, hay dos puntos clave aquí. Por un lado tenemos un precio y por otro lado tenemos un NAV. NAV significa Net Asset Value, que trasladado a tema sencillo, es la valoración del fondo. ¿Cuánto valen los activos que están dentro del fondo después de descontar deuda? Net Asset Value. En un BDC tienes el valor que te dicen los gestores que tiene un fondo, y por otro lado tienes el precio al que se negocia.

Todo esto viene ya de antes, de Anthropic, que proporciona la herramienta de inteligencia artificial que se llama Claude, que permite desarrollar herramientas de software a golpe de prácticamente clic, sin conocimientos de programación. Le escribes lo que quieres, y lo hace. Puedo decir en primera persona que es algo impresionante. Yo tenía encargada

una herramienta para un dashboard personal para llevar las carteras de los fondos, hechas por un informático. Me habían dado un plazo de tres meses y un presupuesto de 15.000€. He construido yo mismo la herramienta en dos semanas, por 200€. Todo esto lo cuento porque el miedo que hay es que el sector del software sufra, ya que a día de hoy, diseñar una app es tremendamente accesible incluso para personas que no tienen conocimiento.

Y eso ha provocado que en el MSCI World o en el SP500, las empresas de software hayan caído un 30, un 40, un 50%. Eso las compañías cotizadas. Compañías a las que se les ha prestado dinero por parte de fondos de Direct Lending, muchas de ellas son compañías de software. Los fondos de Direct Lending tienen más o menos un 20% de exposición a software. Existe el miedo de, si el modelo de negocio de estas compañías quedara disrupcionado, pudieran devolver el capital. Y es un miedo que tiene sentido.

Aquí yo estoy de acuerdo, es un punto importante a tener en cuenta. Cómo afecta la disrupción de la IA a las compañías de software, tanto en mercados cotizados como mercados privados. Ahora bien, UBS está hablando de un default rate en los fondos de Direct Lending del 8%. Esto significa que un porcentaje del 8% de los préstamos que están en cartera, entrarían en default y no pagarían. UBS proyecta que si hay una recesión podría llegar al 15% y los demás bancos de inversión hablan de entre un 5% y un 8%.

Cuando una empresa impaga, ¿cuánto se recupera históricamente de un préstamo impagado? Se suele recuperar en torno a un 50-55%. Por lo tanto, si en una recesión nos fuéramos a un default rate del 15%, como habla UBS en el peor de los escenarios, y recuperamos la mitad, la pérdida real de un fondo de Direct Lending sería del 7,5%, bajo las premisas históricas que han ocurrido en los últimos 20 años. Ahora, el quid de la cuestión está en que si ocurre en compañías de software y hay un 20% de exposición a compañías de software, quizás no se recupere un 50%, porque son compañías que no tienen activos fijos, por lo que quizás se recupere menos, en torno a un 20%, así que en vez de ser pérdidas del 15% podrían ser pérdidas del 10%.

Estamos hablando de pérdidas del 10%, del 15% en un escenario recesivo, no estamos hablando de pérdidas del 50%. Es más, en el caso más grave que hay encima de la mesa de los BDCs, que es el caso de Blue Owl, hay ahora mismo un fondo oportunista que ofrece comprar con un descuento del 30-35%. Los inversores ya han recuperado en

base a un dividendo el 30% del total y si aceptasen la recompra, saldrían con pérdidas del entorno al 20%, cuando han estado generando una rentabilidad anualizada del 10% anual.

Podemos concluir que es cierto que están pasando cosas en Direct Lending y nosotros **en Icaria Patrimonio tomamos la buena decisión de no tener nada de exposición a Direct Lending**, un 0%, pero conviene explicar las cosas bien, porque se está generando una especie de alarmismo que en mi opinión no es tanto como quiere hacerse ver. Un fondo de renta variable o de Renta Fija High Yield, en una recesión, cae un 30, 40 o 50%. Aquí estamos hablando de otras historias.

Esto era lo primero que me apetecía señalar. La primera parte, como introducción que quería contar sobre las cosas que están pasando. Sí, son cosas relativamente graves, también hay que decirlo. Son cosas que no se veían desde el año 2007. En el año 2007 ya ocurrieron episodios como estos, pero no son tan graves como los pintan. Y lo digo yo, sin tener exposición alguna desde Icaria Patrimonio, pero es necesario ser objetivo y aportar un poco de realidad al asunto, no pintarlo tan feo como nos dicen.

Segundo, con respecto al ruido que está habiendo sobre el Private Equity. La realidad es que no ha habido ningún tipo de impacto, cero. De hecho, **nosotros redujimos peso en Private Equity hace ya unos meses**, en torno a octubre, noviembre, porque veía que podíamos pasar un periodo de rentabilidades menos elevadas. Es algo que hablamos en los comités de Icaria Patrimonio por el mes de octubre, más o menos.

Aún así, las rentabilidades desde ese momento han seguido siendo satisfactorias. **Llevamos rentabilidades cercanas al 8-10% en un periodo de 7 meses**, en los fondos de Private Equity. Ojalá todos los activos diesen esas rentabilidades.

Y aquí sí que me apetece aportar algo de cordura a varias de las cosas que se dicen, a pesar de que hemos reducido nuestra exposición a Private Equity. Quiero aportar datos objetivos, que es lo que me gusta hacer.

Private Equity: ¿rentabilidades infladas?

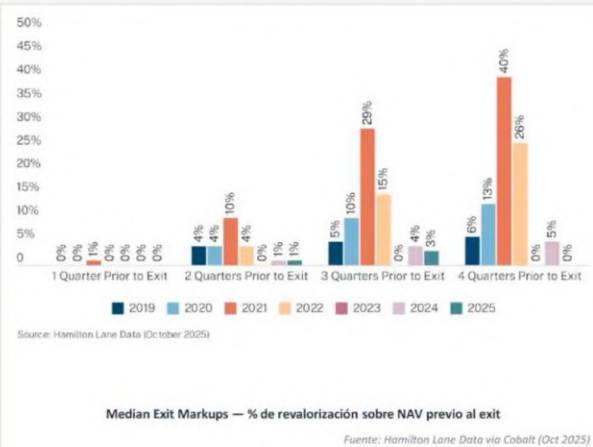
El mito

"Los gestores de PE inflan el NAV antes de los exits."

La realidad

El exit markup mediano era +29–40%: los activos se vendían MUY POR ENCIMA del NAV.

El problema real: el markup ha caído a ~0% en 2025. No inflaban ahora simplemente no consiguen vender por encima.



Se comenta que las valoraciones en Private Equity son muy optimistas. Pues bien, os traigo los datos de las valoraciones antes de vender una compañía. Un Private Equity es invertir en una compañía privada. Parece que estamos hablando de algo muy exótico, cuando es algo totalmente normal. De hecho, **nosotros estamos invertidos en compañías como Revolut, Anthropic o Canva**, con ninguna diferencia a si fuerzan cotizadas.

Se habla de las valoraciones antes de hacer las ventas. Veamos. Un fondo de Private Equity compra una compañía, la mantiene un periodo de 5, 6, 7 años y después la vende. Es como funcionan. Lo que vemos arriba es la revalorización que han aplicado a las compañías al salir, a lo largo de los años. Es decir, cuatro trimestres antes de vender las compañías, por término medio han tenido subidas del 6, 13, 40, 26, 5 por ciento.

Tenemos valoradas las compañías en el fondo, y cuando las vendemos, por término medio, las vendemos por un precio mayor al que las teníamos registradas. Por eso no estoy del todo de acuerdo con lo de la contabilidad agresiva.

Esto es un informe de Hamilton Lane, con datos de mercados privados. La base de datos más amplia que pueda haber.

Private Equity: ¿rentabilidades infladas?

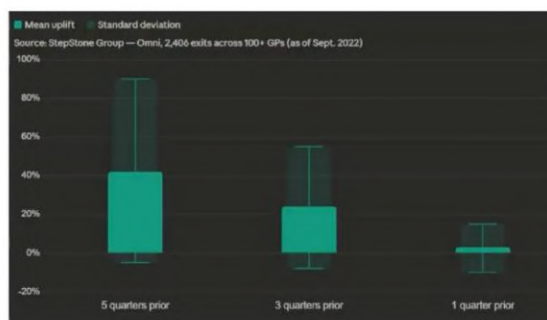
El mito

"Los gestores de PE inflan el NAV antes de los exits."

La realidad

El exit markup mediano era +29–40%: los activos se vendían MUY POR ENCIMA del NAV.

El problema real: el markup ha caído a ~0% en 2025. No inflaban ahora simplemente no consiguen vender por encima.



Median Exit Markups — % de revalorización sobre NAV previo al exit

Fuente: Omni 2406 exits de más de 100 GPs

Otro de los registros, en este caso de Omni. Esto son 2.406 operaciones de venta, de más de 100 fondos diferentes de Private Equity. Aquí vemos la oscilación media, es decir, cuánto sube. Cinco trimestres antes de venderse la compañía, oscila entre un 0 y un 40% de subida, pero siempre en positivo. Por término medio es una subida importante. Tres trimestres antes de venderse también hay subida. Y un trimestre antes de venderse menos, porque se va ajustando hasta venderla.

La realidad es que son valoraciones que cuando se venden, se ejecutan. Y se ejecutan a los precios que venían registrados. Es cierto que en el año 2025 y 2026, que están siendo años más complicados por la macroeconomía, los *uplift* (las valoraciones que había antes de venderse), están más acotadas, hay menos margen. Pero históricamente, desde el año 2011, por término medio se venden por encima de lo que están registrados. Por lo tanto, no entiendo muy bien ese argumento.

También se dice que los últimos 5 o 10 años ha sido menos rentable. Eso depende del fondo que estemos hablando. Tengo un ejemplo de una inversión que tenemos en el Family Office, en la cual llevamos una TIR desde el año 2022 del 35%. Más del doble que el S&P 500. Como en todo, habrá fondos buenos y habrá fondos malos.

El S&P 500: una anomalía estadística

Las rentabilidades del índice americano están muy por encima de la media histórica — y la valoración lo refleja



La valoración refleja la anomalía



¿Qué implica?

El rendimiento excepcional del S&P 500 en la última década no es la norma — es un outlier estadístico.

Valoraciones en el percentil 95 históricamente anticipan retornos futuros a 10 años significativamente inferiores a la media.

Construir una cartera 100% S&P 500 hoy es asumir que la anomalía se repite.

Fuentes: FactSet (Forward P/E, marzo 2026), Robert Shiller / Yale (CAPE), S&P Dow Jones indices

Nosotros **estamos invertidos en Hamilton Lane, que lleva una rentabilidad los últimos años equivalente a la del MSCI World.** Y esto es la parte importante. El S&P 500, desde 1996 hasta 2026 ha hecho un 9,5% anualizado, desde 1928 hasta 2026 un 9,3% anualizado y los últimos 10 años ha hecho un 13,5%. Es decir, los últimos 10 años lleva una rentabilidad muy por encima de su media. No es que los fondos de Private Equity hayan dado una rentabilidad peor, es que el S&P 500 ha dado una rentabilidad estadísticamente muy por encima de su media.

Nosotros tenemos una rentabilidad en torno a un 8-10% en Goldman y en Hamilton Lane, y más acotada en Partners Group, que es el fondo que tiene añadas previas al año 2022 y que ha sufrido más.

¿El PE ha dejado de ser rentable?

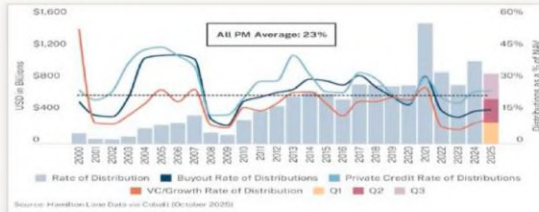
El PE no ha roto su modelo — es el contexto el que ha sido excepcional

1. El S&P 500 ha sido excepcionalmente rentable

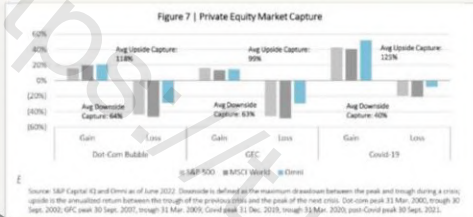
Forward P/E >22x (media histórica: 16-17x). Ha entregado retornos del percentil superior en 1, 3 y 5 años. El outperformance del PE es inversamente proporcional a los retornos de la bolsa.

2. El PE digiere años de crecimiento elevado

Compras de 2021-22 a valoraciones de pico que no se liquidan. Fundraising cayendo 4 años seguidos. A 10 años, el PE sigue batiendo a todos los índices excepto al S&P — que ha sido un outlier.



Fuente: Hamilton Lane (Oct 2025) — Distribuciones anuales PE y Crédito



¿Qué implica para Icaria Patrimonio?

Exposición a PE limitada: 15%.

Probablemente tengamos oportunidades excepcionales para incrementar exposición en los próximos meses.

¿Qué nos aporta eso? Aquí tenemos un gráfico que es muy interesante. Abajo a la izquierda vemos como durante la crisis.com, el Private Equity por término medio recogió el 118% de las rentabilidades que dio la renta variable, es decir, dio una rentabilidad superior a la de la renta variable, y recogió tan solo un 64% de sus caídas. En la crisis financiera del año 2028 recogió prácticamente la rentabilidad de la renta variable y tan solo el 63% de las caídas. Y en la crisis del COVID, antes de llegar a ella, recogió el 125% de la rentabilidad que dio la renta variable y tan solo el 40% de sus caídas.

No es sólo que sea más rentable o menos rentable, es que el camino como inversor es más tranquilo. El argumento de que es más tranquilo porque las valoraciones son agresivas se desmonta con los datos que vemos aquí. No son valoraciones agresivas. Yo diría más bien que el comportamiento de los inversores en la renta variable es muy extremo. Cuando las cosas van bien, sube mucho y las rentabilidades aceleran. Y cuando las cosas van mal cae mucho. Pero es la renta variable la que cae más de lo que debería caer. En el año 2008 se veía cotizar a compañías a PER 2, PER 4. Eso es lo que no es normal. La caída del año 2008 en renta variable la llevó a unos niveles que no eran lógicos.

Eso es lo que, en mi opinión, era exagerado.

¿A qué se deben hoy las críticas tan generalizadas a la Deuda Privada?

Eso no es algo nuevo. Todos los años hay alguna categoría de activos que sufre, en base a la narrativa. Hablamos muchas veces de que en el año 2022 nos acribillaban en Cartera Permanente por tener oro en cartera, y hoy es uno de los activos más deseados. También uno de los activos más criticados en el año 2023 fue la deuda gubernamental y hasta el año 2021 era uno de los activos más presentes en carteras. Los fondos que tenían deuda gubernamental eran los que traían más flujos.

Es algo recurrente que funciona en el mundo de la inversión, las narrativas van de un lado a otro, pero al final la realidad no es tan mala como se pinta.

¿Puede una crisis en PE/crédito privado contagiar a los mercados públicos?

Canales de contagio potenciales

- Bancos expuestos:** \$117 Bn comprometidos en vehículos de crédito privado (FSOC 2024).
- Inversores compartidos:** Pensiones y aseguradoras invierten en ambos mercados. Un margin call en PE puede forzar ventas en bolsa.
- Contagio de sentimiento:** Eventos de crédito en mercados privados históricamente disparan comportamiento risk-off generalizado.

Por qué Icaria Patrimonio está protegido

- Sin exposición a direct lending ni crédito privado ilíquido.**
- Bloque Diversificador (25%):** estas estrategias históricamente suben en crisis de crédito, actuando como seguro natural.
- Rentas descorrelacionadas:** cat bonds, microfinanzas y trade finance no dependen del ciclo de crédito corporativo.
- Liquidez total:** podemos reposicionar la cartera en una semana, no en años. Si la situación cambia, reaccionamos.

Un evento grave en crédito privado puede afectar temporalmente a los mercados públicos, como ocurrió con LTCM en 1998. Pero Icaria Patrimonio está diseñado para este escenario exacto: liquidez, diversificación genuina, y estrategias que se benefician del estrés de mercado.

Repito, si hubiera un problema en Direct Lending, que puede haberlo en el futuro, nosotros tenemos una exposición del 0%. Si hay un problema en Direct Lending, es tremendamente ingenuo pensar que no se va a trasladar al resto de la economía.

Compartí el otro día en Twitter que sólo en Estados Unidos, los bancos americanos han financiado los fondos de Direct Lending en unos 300-400 mil millones. Por lo tanto, la exposición está en los bancos. Y cuando los bancos están implicados, hay una exposición directa. Los grandes inversores en Direct Lending son fondos de pensiones, aseguradoras y endowments que, si sufren y tienen pérdidas, van a vender sus activos más líquidos, es decir, renta fija y renta variable. Así que por efecto contagio, que es lo que sucedió en muchos otros años, tendríamos un impacto importante.

Direct Lending financia prácticamente un tercio de las empresas americanas. Si un tercio de las empresas americanas tienen problemas para obtener financiación, ¿qué va a pasar con la economía americana? Dicho esto, aunque no tengamos exposición a Direct Lending, sí que hemos estado trabajando con bastante intensidad los últimos meses por si llegara un escenario de contagio. Si hay un escenario de recesión, que no nos coja con una exposición a activos de riesgo muy elevada, para que no nos veamos tan afectados.

Y con esto hablo de exposición a renta variable o exposición a private equity o exposición a renta fija high yield o exposición a cualquier tipo de activo.

Para ello, ¿qué hicimos?



Ya he hablado de ello hace meses. **En Icaria Patrimonio FIL pasamos a un perfil neutral defensivo.** Hemos estado haciendo la transición los últimos tres o cuatro meses. **Ahora mismo tenemos un 50% del fondo en activos cuyo objetivo es generar rentabilidad.** Hay un 21% en Renta Variable, en torno a un 15% en Private Equity y un 14% en fondos Long-Short. En esa parte, el objetivo es generar rentabilidad.

Luego **tenemos un 25% en fondos cuyo objetivo es proteger en un escenario de caídas.** Para ello tenemos Brevan Howard, que es uno de los mejores fondos del planeta Tierra, macro discrecional, pide un mínimo de 10 millones de euros para poder entrar. Es nuestro buque insignia para protegernos en una recesión.

También tenemos Transtrend, que tiene histórico desde el año 1995. Tenemos Campbell con track record desde 1977. Son fondos que cuando el mercado cae con fuerza, en una recesión, ellos suben. Y tenemos también exposición a volatilidad, que cuando el mercado cae, sube. Ese 25% busca proteger la cartera, si hay un escenario de recesión, de contagio del crédito privado.

Y, por último, un 25% del fondo está generando rentas. Rentas a través de Cat-bonds, que no tienen nada que ver con la economía. Son bonos ligados a eventos meteorológicos, con cero relación con la economía. Microfinance en países emergentes, que no tienen nada que ver con lo que sucede en la Reserva Federal o en el Banco Central Europeo. Totalmente descorrelacionado.

De hecho, el fondo que tenemos de Microfinance es el número uno a nivel mundial y, en 2008, subió. También tenemos Trade Finance, que son préstamos a 90 días. Un préstamo a 90 días te da un margen de maniobra tremendo, además de ser muchísimo más líquido. En definitiva, tenemos activos muy conservadores, generando rentas constantes.



Si hubiésemos hecho un backtest de los fondos que forman parte de Icaria Patrimonio ahora mismo, esta sería la curva. Vemos claramente el enfoque patrimonialista, con la intención de proteger el patrimonio en caso de que vengan mal dadas. Y en caso de que no suceda una crisis, tener exposición a activos que suban a través del 50% que está en activos que generan rentabilidad.

El objetivo principal de Icaria patrimonio FIL es proteger. Buscamos tener un fondo consistente para que las rentabilidades sean estables, como así están siendo. Llevamos siete meses, los siete han sido positivos. Soy optimista para el mes de febrero también.

¿En el caso de nuestro otro fondo, Icaria Renta FIL, le puede afectar en algo estos problemas que está habiendo en Direct Learning o en Private Equity?

No, no hay ningún tipo de impacto. A día de hoy no he visto nada, y me reúno con las gestoras habitualmente. En lo que va de marzo, que hoy es 17 de marzo, el activo que más ha caído ha sido Renta Variable. Es así porque es el activo de más riesgo y el que más ha caído en lo que va de mes.

¿Qué estrategias CTA hay en protección dentro de Icaria Patrimonio?

Tenemos varios de los fondos con más track record, decía antes, desde 1995 y desde 1977, que son Transtrend y Campbell. También tenemos Winton Managed Futures Trend Fund. Son las mejores casas del mundo dentro de los CTAs. Buscan capturar tendencias.

Cuando tienes una recesión, como el mercado cae con fuerza, estos fondos buscan capturar tendencias que protejan de esa caída, generando rentabilidad positiva. Por ejemplo, Brevan Howard, que lo tenemos en cartera, en el año 2008 llegó a dar una rentabilidad positiva del 30 y pico por ciento, mientras que la bolsa caía a un 55%. Transtrend subió un veintipico por ciento si no recuerdo mal, Campbell también subió, ectétera. Son fondos que están ahí para eso, en el bloque de protección. Lo tenemos todo bastante bien atado.

Ese es el posicionamiento actual, neutral defensivo. Si viniesen caídas en Renta Variable y en Private Equity, aumentaríamos nuestra exposición a estos activos, para tener una rentabilidad potencial superior, pero la realidad es que ahora mismo estamos muy defensivos, con este posicionamiento.

¿Se está estudiando alguna incorporación en Icaria Renta FIL?

En Icaria Renta ahora mismo tenemos también un perfil muy defensivo. Tenemos una parte de la cartera destinada a generar rentas constantes, como en Icaria Patrimonio. Y tenemos otra parte de la cartera destinada a estrategias poco ligadas a crédito. Digamos que estamos 50/50.

¿Qué quiere decir poco ligadas a crédito? Que si hay una recesión, lo que va a sufrir es crédito, es decir, crédito es préstamos a empresas y que no esté tan ligado a préstamos a empresas. Sigue siendo deuda. Por ejemplo, los Cat-Bonds no tienen exposición a crédito, Microfinance no tiene exposición a crédito. Tenemos Trade-Finance de commodities, que son préstamos con colateral de materias primas. Ahí la exposición a crédito es inferior.

Es lo que buscamos, fondos que en cualquier contexto de mercado puedan hacerlo razonablemente bien, para que Icaria Renta también tenga un perfil más defensivo de lo que originalmente estaba pensado. ¿Para qué? Para que aunque hagamos pequeños ajustes, sí nos preparamos para las cosas que estamos viendo. Sin hacer grandes ajustes, porque la cartera está preparada para hacerlo bien en cualquier entorno, pero haciendo los deberes, como digo siempre.

¿Y en Icaria Patrimonio FIL?

En Icaria Patrimonio hemos trabajado muchísimo en incorporar fondos que ayudaran a descorrelacionar de la Renta Variable. Incorporamos en ese 50% destinado a generar rentabilidad, fondos con exposición a Renta Variable pero de estilo Long-Short.

Long-Short significa que una parte de la cartera del fondo está comprada en acciones y una parte de la cartera está vendida, para que tu exposición, en vez de ser 100% renta variable, sea del 50%. ¿Qué tiene esto de positivo? En varios de los fondos que hemos incluido, en caídas como 2020 o 2022, que son caídas fuertes del mercado, estos fondos no cayeron.

Es una forma de generar rentabilidad inferior a la de la renta variable, eso es cierto, pero que incluso cuando la renta variable cae, estos fondos pueden no caer, lo cual es muy interesante para un posicionamiento neutral defensivo.

El análisis lo hemos hecho sobre un total de 50-60 fondos Long-Short, nos hemos reunido con unas 20 gestoras y finalmente **nos hemos quedado con 4 fondos para Icaria Patrimonio**. Tenemos 4 fondos integrados en la parte de rentabilidad Long-Short y ahí sí que hemos echado bastantes horas de trabajo. Después, en la parte de protección, incorporamos a **Assenagon Alpha Volatility**, que son estrategias de coberturas con volatilidad. Como si comprásemos un seguro, pero con la diferencia de que un seguro suele costar un 3-4% anual, y nosotros la exposición la tenemos a través de dos fondos que invierten en volatilidad, es decir, suben cuando la bolsa cae, pero no tiene coste.

Su rentabilidad esperada es de en torno al 0,5%, es positiva. **Es como si comprásemos un seguro gratis**. Es cierto que esa parte, que es en torno a un 4%, no genera rentabilidad positiva satisfactoria, pero **ante caídas del mercado, este tipo de fondos te pueden subir un 30%**. En 2020 o 2022 subieron un 30%, por ejemplo. Son fondos muy interesantes para compensar las caídas de la parte de “rentabilidad” de la cartera.

Digamos que ese 50% de rentabilidad busca estar neutralizado por ese 25% de protección y ese 25% de rentas estables.

¿Qué exposición actual hay a Real Assets y a Infraestructuras?

Infraestructuras está dentro de Real Assets. Ahora mismo tenemos en torno a un 4% en Infraestructuras, y no descarto ampliarlo hasta un 6-7%. Me parece que es una tipología de activo muy interesante. Sí que es cierto que infraestructuras es muy amplio, puede cubrir desde infraestructuras renovables o data centers, hasta gestión de residuos. Yo me iría a la parte más conservadora, como renovables, gestión de aguas, ectétera. Es el perfil de fondos que estamos buscando para el entorno actual, tenemos en torno al 4% y podría irse al 7%.

En Real Assets tenemos un 12-13% porque hemos incorporado algo de exposición a commodities, para estar protegidos en un escenario de estanflación. Las commodities en un escenario de estanflación lo hacen muy bien, y hemos incorporado un

fondo de gestión activa de commodities que encaja muy bien con el perfil de Icaria Patrimonio FIL.

También tenemos algo de oro, algo de Real Estate no cotizado, en torno a un 12%, sin ser descartable llevarlo hasta un 15%.

¿Qué opino de incorporar apalancamiento en nuestros fondos, como hace mi compañero y socio Rafa?

No, porque como buen gallego, soy muy conservador. No me gusta usar apalancamiento en los fondos, aunque exista la posibilidad. Nunca digas nunca, pero no lo veo, no es para mí. No me parece mal, pero no encaja con mi filosofía.

¿Hay algún peligro en Icaria Renta, dado el entorno macro?

Nada, en Icaria Renta soy optimista. Veía una captura de El Economista hoy, que venía a decir que los fondos de Renta Fija de deuda pública global han caído en lo que va de marzo un 3%. Ha habido caídas fuertes en renta fija.

Icaria Renta, a pesar de que es un fondo de deuda, no tiene absolutamente nada que ver con esa caída esperada. Diría que no llega ni a un tercio de esa caída.

En base a lo que está sucediendo en Renta Fija, que está habiendo caídas importantes este mes, no las veo reflejadas en Icaria Renta, al menos a día 17 de marzo. Febrero será un mes positivo, enero ha sido positivo, diciembre también fue positivo. Es un fondo muy conservador, por lo que no tengo gran preocupación, la verdad.

¿Podría haber la posibilidad de incluir Bitcoin en Icaria Patrimonio en el futuro?

En Icaria Patrimonio podría ser, pero no más de un 1%. A mí me gusta mucho la tesis de Bitcoin. A nivel macro tiene mucho sentido. Los estados son irresponsables, cada vez se endeudan más, los déficits no se corrigen, todo eso tiene todo el sentido del mundo. Bitcoin es una forma de protegerse ante eso, la tesis macro me encanta, pero faltan años de historia. En mi opinión falta que sea más predecible en su comportamiento, que sepas a qué inputs macro responde su comportamiento.

A día de hoy, Bitcoin es bastante errático, es difícil predecir que si sucede esto, Bitcoin va a hacer esto otro, es difícil. Pero tiene sentido su incorporación futura. Está altamente correlacionado con los activos de riesgo, pero a veces hay episodios donde de repente sube, pero es difícil saber a qué atienden esos episodios. Tiene una alta correlación con los activos de riesgo, como el Nasdaq, y en determinados momentos sí que se comporta como un refugio, pero no muchos. No es lo mismo que el oro. El oro es cierto que ha tenido un comportamiento excesivamente especulativo en los últimos meses, pero es un activo que no tiene mucho que demostrar a día de hoy. Es uno de los activos más antiguos que existen.

¿Qué opinión tengo de Barry Callebaut? ¿Creo que puede sufrir ahora en un escenario de precios altos en la energía?

Barry Callebaut es una compañía a la que llegué hace años, que había sufrido mucho porque los precios del cacao se habían disparado. Habían pasado de mil y pico a diez mil, y eso hizo que sufriese. Ahora los precios del cacao se han normalizado y ha rebotado bastante, creo que ha rebotado un 60-70% desde mínimos. A mí me parece una gran compañía, la verdad. Lo que pasa es que está atravesando un proceso de reestructuración, y eso puede generar bastante volatilidad. Han cambiado al CEO, que venía de KKR, han puesto a alguien que viene de Unilever, si no recuerdo mal. Es una compañía que me gusta, pero que los procesos de reestructuración no son fáciles, es complicado.

¿Cómo veo la inflación?

Alta, alta. Este es uno de los grandes riesgos ahora mismo. Tenemos un crecimiento que se está ralentizando de forma importante y tenemos una inflación que está por encima de lo que se esperaba. Va a depender bastante de lo que suceda con la guerra de Irán. Como siempre comentamos, Trump siempre hace TACO (Trump Always Chickens Out), siempre hace el ultimátum y se retira. En este caso ha sido igual y yo creo que va a ser siempre igual.

Está por ver cómo evoluciona todo, porque Irán ha visto que le hace daño a EEUU con todo el tema energético, así que después de todo lo que ha ocurrido, no sé yo si será tan sencillo cerrar ese conflicto. Pero va a ser decisivo para el tema inflacionario.

Cuanto antes se resuelva, menos inflación vamos a sufrir.

Si tuviera que elegir una hipoteca, ¿tipo variable o tipo fijo?

Va a depender de la capacidad de negociación que tengas. Si te dan una hipoteca al 3,3% TAE, que incluye todos los gastos o productos y comisiones implícitas, yo cogería tipo fijo, porque garantizarte 3,3% a 30 años en un mundo como el que vivimos, yo creo que hay mucho más que ganar que perder, como lo veo, el dinero al 3,3% me parece barato.

Ya si nos vamos por encima del 4%, habría que ver qué diferencial sobre Euribor, porque ahora mismo el Euribor ha repuntado, está en torno al 2,5% creo. Si te dan un diferencial del 2, pues te vas a ir a un 4,5%. La diferencia suele andar a un 0,80%, por ahí, 0,80%. Si te dan por debajo del 1% una hipoteca variable, no lo veo mal, porque para salir perdiendo tiene que estar el Euribor donde está o subir más. Pero es complicado. Vivimos en un mundo que va a ser inflacionario, por el volumen de deuda gubernamental y el volumen de gasto de los gobiernos. Entonces, agarrar el tipo fijo a 30 años me parece una decisión conservadora y como siempre pecho de conservador, pues es la que elegiría.

¿Qué correlación geográfica hay en Icaria Patrimonio FIL?

En Icaria Patrimonio tenemos exposición a emergentes a través de uno de los mejores fondos de Renta Variable emergente del mundo. Tenemos exposición de un 3%. También tenemos Microfinance, que son micropréstamos en emergentes, una estrategia que lleva desde el 1995 o así, y que el peor año ha sido un -3,5%, una pérdida muy contenida.

En el bloque del 25% en protección, ahí no hay un área geográfica per se, eso es protección a través de futuros y demás, entonces no hay una exposición. Donde sí hay exposición geográfica es en préstamos de Trade Finance, que tenemos Allianz y que tenemos Horizon, eso es Europa, No tenemos nada de préstamos en Estados Unidos, eso es una decisión que ya tomé hace muchos meses.

Es mucho más probable ver problemas en Renta Fija High Yield en préstamos en EEUU, que en Europa, porque EEUU es mucho más laxo a la hora de otorgar préstamos. Así que, prácticamente la totalidad de nuestra exposición a deuda a través de Trade Finance es en Europa.

Y en Renta Variable y Private Equity, la exposición es mitad Estados Unidos y mitad Europa.

Es más o menos la exposición que tenemos a grandes rasgos, porque para mí es la más conservadora, la que tiene más sentido.

¿Icaria Patrimonio tendrá alguna estrategia *in-house*?

No, no haremos nada nosotros de forma directa, porque lo que busca Icaria Patrimonio es invertir en los mejores fondos del mundo. Fondos que piden mínimos de 5-10 millones, que son inaccesibles para el inversor minorista. Si quisiera invertir yo como inversor, no me podría hacer la cartera de Icaria Patrimonio. La podemos hacer gracias a que invertimos a través de Icaria Patrimonio. Ese es uno de los grandes valores añadidos. Así que si nosotros invirtiésemos de forma directa, no tendríamos ese valor añadido, que prácticamente desaparece el riesgo gestor.

Tenemos más de 30 fondos en Icaria Patrimonio, con más de 1.000 activos subyacentes. El riesgo gestor está diluido entre los mejores fondos que conozco, y llevo invirtiendo en fondos más de 15 años, que no es poco. Así que no haremos *in-house*, porque la filosofía del fondo es proteger y diversificarnos entre gestoras. La gestora que más pesa es Brevan Howard, con un 7%. La segunda que más pesa es un 4%, aproximadamente.

¿Habría algún límite de patrimonio en el que se cerraría el fondo a nuevos inversores?

Probablemente sí, porque el enfoque del fondo es patrimonialista. Busca ser el *core* del típico empresario o persona como yo, que tiene sus ahorros y quiere tenerlos ahí sin preocuparse en el muy largo plazo. Y eso tiene un cierto límite. Aunque los fondos en los que invertimos son gigantescos y tienen activos bajo gestión gigantescos, no me gustan los fondos donde hay muchísimos partícipes, con muchas entradas y salidas todos los días, como sucede en Cartera Permanente, que igual en un día hay 300 entradas y salidas. No es lo que quiero para los partícipes de Icaria Patrimonio, así que creo que sí que deberíamos de establecer un límite.



Bueno, algo que no he comentado y que es interesante, es **el perfil de liquidez de Icaria Patrimonio. Aproximadamente el 60% del fondo es liquidable en siete días**, cuando los reembolsos de Icaria Patrimonio son trimestrales. Eso nos da un margen de maniobra muy importante.

Nosotros identificamos en octubre y noviembre que las cosas podían empeorar, y cambiamos ligeramente el perfil del fondo de neutral a neutral-defensivo en un periodo bastante corto de tiempo. Eso nos permite que en un periodo de un mes, tenemos liquidez de aproximadamente el 80% del fondo. Un fondo Evergreen normal, un FIL, suele tener en activos liquidables en una semana un 20%. Nosotros tenemos un 60% semanal y un 80% mensual, cuando los reembolsos son trimestrales.

Máximos de captación en nuestros fondos

Evolución del AUM

MES	AUM	NAV	Δ AUM	Δ NAV	NI
25-03	611	1183.38	+6.2%	+0.4%	+5.8%
25-04	730	1188.54	+19.4%	+0.4%	+18.9%
25-05	912	1191.84	+25.0%	+0.3%	+24.8%
25-06	1.0K	1195.54	+15.9%	+0.3%	+15.6%
25-07	1.1K	1199.65	+1.6%	+0.3%	+1.2%
25-08	1.1K	1203.13	+2.9%	+0.3%	+2.2%
25-09	1.1K	1207.70	+3.1%	+0.3%	+2.7%
25-10	1.1K	1211.28	-0.6%	+0.3%	-1.2%
25-11	1.1K	1214.52	+3.3%	+0.3%	+3.3%
25-12	1.2K	1218.54	+2.5%	+0.3%	+2.1%
26-01	1.4K	1218.45	+15.0%	-0.1%	+15.8%
26-02	1.6K	1221.52	+25.3%	+0.3%	+14.8%

Esto es muy interesante. Es una herramienta interna que tenemos para monitorizar todos los fondos en los que estamos invertidos y viendo cómo se están comportando las suscripciones y reembolsos.

Es el seguimiento que hacemos a los fondos en los que invertimos. Aquí tenéis, por ejemplo, los flujos de entrada en el fondo de Allianz. En febrero, subieron sus activos bajo gestión por suscripciones netas un 14%. Es decir, el fondo pasó de gestionar 1.100 millones en noviembre a gestionar 1.600 ahora. No está habiendo reembolsos.

Máximos de captación en nuestros fondos

Evolución del AUM

MES	AUM	NAV	Δ AUM	Δ NAV	NI
25-03	2.8K	13447.22	+2.3%	+0.4%	+1.9%
25-04	3.0K	13490.84	+6.0%	+0.3%	+6.5%
25-05	3.0K	13542.99	+0.1%	+0.4%	-0.3%
25-06	3.0K	13580.41	+1.3%	+0.3%	+1.0%
25-07	3.0K	13626.20	-0.6%	+0.3%	-0.9%
25-08	3.0K	13655.49	+2.1%	+0.2%	+1.9%
25-09	3.1K	13693.29	+0.9%	+0.3%	+0.6%
25-10	3.1K	13734.36	-0.5%	+0.3%	-0.6%
25-11	3.1K	13773.42	+2.6%	+0.3%	+2.3%
25-12	3.2K	13825.43	+2.2%	+0.4%	+1.8%
26-01	3.3K	13863.81	+2.1%	+0.3%	+1.8%
26-02	3.3K	13896.05	+2.0%	+0.2%	+1.7%

En este caso vemos Microfinance, que también está en máximos históricos de captación.

Máximos de captación en nuestros fondos

Evolución del AUM

FECH	AUM	NAV	% AUM	% NAV	%T
25-02	5.1K	176.18	+0.5%	-0.2%	+0.7%
25-03	5.2K	173.16	+1.4%	-1.7%	+3.1%
25-04	5.6K	171.47	+4.6%	-1.0%	+5.6%
25-05	5.7K	175.58	+5.0%	+2.6%	+2.6%
25-06	5.9K	176.49	+3.3%	+0.5%	+3.8%
25-07	6.0K	179.82	+1.8%	+1.4%	+0.4%
25-08	6.1K	176.78	+0.6%	-1.9%	+2.4%
25-09	6.2K	177.91	+2.3%	+1.3%	+1.1%
25-10	6.3K	182.08	+3.9%	+3.3%	-0.4%
25-11	6.3K	181.64	+0.2%	-0.2%	+0.4%
23-12	6.4K	181.88	+1.6%	+0.1%	+1.4%
26-01	6.6K	183.63	+3.3%	+1.0%	+2.3%

Y aquí tenemos Hamilton Lane, también en máximos históricos.

En definitiva, el resumen es que seguimos la evolución de las suscripciones y reembolsos de todos los fondos, eso es una parte importante de nuestro trabajo. Así que **estoy muy tranquilo por los fondos que forman parte de Icaria Patrimonio, que están teniendo suscripciones netas positivas récord.**

A excepción de Partners Group, que es el fondo en el que ya hemos reducido exposición, como ya comentamos en el comité trimestral. Es el fondo donde sí que ha habido algo de reembolsos, y hemos reducido exposición de forma considerable. Todos los demás están en suscripciones netas positivas récord y con un perfil de liquidez alta.

No es que haya un 60% de liquidez en Icaria Patrimonio, pero sí que un 60% de la cartera se puede rotar en una semana. Eso es tremendamente líquido. Es importante esa agilidad para poder aprovechar oportunidades que vayan surgiendo. De momento no me parece el momento de aprovechar oportunidades, no considero que aún sea ese momento, pero cuando se dé el caso, tenemos una flexibilidad bastante importante para hacerlo.

Me encuentro muy tranquilo con la cartera. Ha sido fruto de un trabajo intenso durante unos cuantos meses de análisis y reuniones, pero llegados al punto actual, estoy muy tranquilo.

¿Por qué la reducción de peso en Partners Group?

Ya lo comenté hace algunos meses, que en mi opinión los fondos de Private Equity que tengan exposición a las añadas anteriores a 2022 son los que pueden tener unas rentabilidades más bajas, menos satisfactorias.

Porque antes de 2022, las compañías que se compraban se hacían a múltiplos más elevados. Es decir, se compraban más caras, por lo tanto los fondos tienen un perfil de compañías que afecta indudablemente a los retornos. Es como comprar el S&P500 ahora mismo, a 24 veces sus beneficios. Estás comprándolo mucho más caro de lo que suele cotizar. Esto es básicamente lo mismo.

El resto de fondos no tenían esa exposición a añadas previas a 2022 o era sustancialmente menor, y ese fue el motivo por el que decidimos reducir. No es un adiós a Partners Group, es un hasta luego. Porque me gusta mucho la gestora, hacen las cosas muy bien, a nivel europeo son de los mejores, las *due diligence* que hacen son de primer nivel, así que volveremos, pero cuando haya una oportunidad.

Por el momento, estamos donde tenemos que estar, que es lo que a mí me hace estar tranquilo.

Datos adicionales sobre Icaria Patrimonio FIL

ICARIA PATRIMONIO FIL

Invertir es un viaje. Lo importante no es solo adónde llegas, sino cómo llegas.

Presentación a Inversores · Marzo 2026

Caídas máximas: un enfoque patrimonialista



Icaria Patrimonio: -4.16% MDD

MSCI World: -13.53% MDD

Los números hablan

Periodo: Feb 2020 – Ene 2026 · 72 meses · Incluye COVID, Bear Market 2022 y caída 2025

+67.3%

Rentabilidad
acumulada

8.95%

CAGR

4.57%

Volatilidad

1.26

Sharpe Ratio

-4.16%

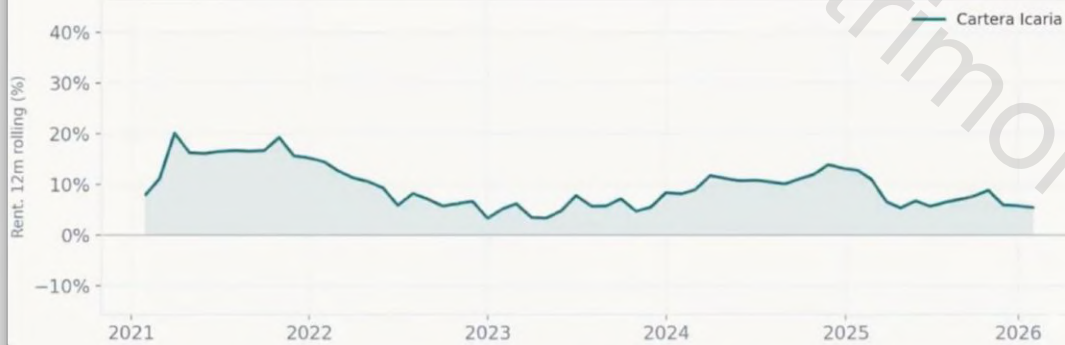
Max Drawdown

1 mes

Recuperación
MDD

Consistencia: siempre en positivo

El 100% de las ventanas de 12 meses han sido positivas. Peor ventana: +3.3%



77.8%

meses positivos

100%

rolling 12m positivos

0 años

en negativo

Retornos mensuales

Una paleta dominada por el verde: la mayoría de meses en positivo, con caídas muy contenidas

Año	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
2020	-1.5	-4.2	4.5	1.0	1.1	0.4	1.5	0.0	-0.7	3.3	2.0	
2021	0.6	1.3	3.6	1.2	0.9	1.4	0.5	1.4	0.1	1.5	0.2	1.7
2022	-0.1	-0.3	2.3	0.6	-0.3	-1.8	2.7	0.3	-1.1	1.9	0.6	-1.6
2023	1.7	0.7	-0.3	0.4	1.1	1.0	0.8	0.3	0.2	-0.4	1.3	1.1
2024	1.5	1.5	2.2	-0.1	0.6	1.2	0.5	-0.1	1.1	0.4	3.1	0.5
2025	1.1	-0.1	-1.8	-1.2	1.9	0.2	1.2	0.5	1.7	1.5	0.3	0.3
2026	0.9											

La diversificación como ventaja competitiva

No es solo tener muchos fondos. Es que cada bloque se comporta de forma diferente cuando más importa.

2.05x Ratio de diversificación Típico endowment: 1.3–1.8x

0.053 Correlación media entre fondos Prácticamente independientes

-0.40 Correlación Diversificadores vs MSCI Se mueven en sentido opuesto

11.5% Down Capture cartera Apenas sufre en las caídas

¿Quién contribuye al riesgo?

El 50% de la cartera genera el 94.5% del riesgo. El otro 50% lo amortigua.

Rentabilidad Peso: 50% **Riesgo: 94.5%** *Motor de rentabilidad*

Diversificadores Peso: 25% **Riesgo: -5.4%** *Reduce el riesgo total*

Rentas Peso: 25% **Riesgo: 10.8%** *Generador de ingresos*

Nuestra deuda no es direct lending

Tres modelos de crédito con perfiles de riesgo radicalmente distintos

	Direct Lending (NO tenemos)	Trade Finance (Allianz, Horizon)	Microfinanzas (BlueOrchard)
Duración	3-7 años	30-90 días	6-18 meses
Tamaño préstamo	\$50M-\$500M+	\$1M-\$50M	\$100-\$10.000
Lock-up inversor	3-10 años	Mensual	Mensual
Colateral	Cash flows empresa	Mercancías en tránsito	Social/grupal
Riesgo concentración	Alto (pocos deals)	Bajo (miles de ops.)	Bajo (miles de préstamos)
Riesgo mercado	Ciclo crédito	Mínimo (autoliqu.)	Descorrelacionado
Exposición Icaria	0%	~6%	~3%

Los préstamos a 90 días son autoliquidables: financian mercancías en tránsito que al llegar a destino generan el pago. Sin dependencia de ciclos de crédito ni de refinanciación. La microfinanza, por su parte, financia economías locales con correlación casi nula con los mercados financieros.