

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - abril 2026

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

Comentario de Mercado Abril 2026

Aviso legal

El presente documento tiene carácter exclusivamente informativo y está dirigido únicamente a los partícipes actuales de Icaria Patrimonio FIL. No constituye una oferta, solicitud, recomendación de inversión ni asesoramiento financiero, ni debe considerarse una comunicación comercial en los términos previstos en la normativa aplicable.

Las opiniones, valoraciones y análisis contenidos en este documento reflejan el criterio del gestor en la fecha de elaboración, se emiten con finalidad explicativa del proceso de inversión y pueden cambiar en el futuro en función de la evolución de los mercados y de la información disponible.

La información relativa a datos históricos, objetivos o características de fondos de terceros procede de fuentes que se consideran fiables, pero no se garantiza su exactitud ni su vigencia, ni que dichos comportamientos se repitan en el futuro.

Las comparaciones con la cartera 60/40 u otras carteras de referencia que aparecen en este documento son ilustrativas, no homogéneas, y su lectura depende del perfil del inversor y del momento del ciclo.

Las referencias a instrumentos financieros, fondos, estrategias, gestoras o activos concretos contenidas en esta sección y en el resto del documento se realizan a título meramente ilustrativo, en el contexto de la descripción de la cartera y del proceso de inversión, y no deben interpretarse en ningún caso como recomendaciones de compra, venta o mantenimiento.

Las rentabilidades pasadas, los datos históricos y los ejemplos de comportamiento en distintos entornos de mercado no constituyen un indicador fiable de resultados futuros.

Ciertas expresiones de carácter prospectivo reflejan expectativas razonables del gestor en el momento actual, pero están sujetas a riesgos, incertidumbres y factores externos que pueden provocar resultados distintos a los esperados.

Las referencias a fondos, gestoras, estrategias o instrumentos financieros concretos en esta sección se realizan a título meramente ilustrativo, en el contexto de la descripción de la cartera y del proceso de inversión, y no deben interpretarse como recomendaciones de compra, venta o mantenimiento.

“

La rentabilidad del mes ha sido de +2,09%. El patrimonio bajo gestión a cierre de abril ronda los 25,5 millones de euros

”

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. Lo importante de su diseño es que no tiene la obligación de invertir en una sola familia de activos: puede combinar acciones, bonos, fondos privados, hedge funds o cualquier otra categoría según lo que considere más apropiado en cada momento. Esto importa porque cuando un fondo solo puede invertir en una cosa, casi siempre va a defender que esa cosa es la mejor, aunque no lo sea. La libertad de Icaria Patrimonio para elegir es, en mi opinión, una de sus principales ventajas. La tenemos porque Andbank cree en la gestión de autor y porque la estructura de un FIL (Fondo de Inversión Libre) lo permite. En la práctica, esto significa que Icaria Patrimonio se construye sin una preferencia predeterminada hacia ninguna categoría concreta, y los posibles conflictos de interés se gestionan conforme a la política interna de la gestora. La cartera busca un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su mayor rentabilidad esperada, menor volatilidad y menor liquidez.

Cerramos abril de 2026 en Icaria Patrimonio FIL. La rentabilidad del mes ha sido del +2,09% para la clase A y del +2,11% para la clase I con una rentabilidad en los últimos 10 meses del 5,73% neto de comisiones. El patrimonio bajo gestión a cierre de abril ronda los 25,5 millones de euros.

“

El petróleo cerró abril por encima de los 125 dólares, llegando incluso a tocar los 126 dólares

”

“

Los mercados han descubierto un nuevo gran tema, la inteligencia artificial entendida no como software sino como infraestructura

”

“

La deuda de mercados frontera ha rebotado con fuerza

”

Tras un marzo muy difícil para los mercados, abril ha permitido recuperar parte del terreno y, sobre todo, ha mostrado que la cartera funciona como debe. Pero el entorno sigue siendo igual de complicado, o más. Lo que ha cambiado es cómo reacciona Icaria Patrimonio ante él.

El conflicto entre Estados Unidos e Irán entra en su sexta semana. Lejos de resolverse, las tensiones han ido a más a lo largo del mes. El petróleo cerró abril por encima de los 125 dólares, llegando incluso a tocar los 126 antes de retroceder ligeramente. El estrecho de Ormuz, por el que pasa una quinta parte del crudo mundial, funciona por debajo del 10% de su capacidad. La Unión Europea ya habla abiertamente de racionar combustible y de tirar de las reservas estratégicas.

En paralelo, los mercados han descubierto un nuevo gran tema, la inteligencia artificial entendida no como software sino como infraestructura. Meta ha anunciado el despido de 8.000 personas (el 10% de su plantilla) para liberar dinero con el que invertir cerca de 135.000 millones de dólares en infraestructuras de IA este año, casi el doble que el año pasado. Microsoft ofrece bajas voluntarias al 7% de su plantilla americana. Y mientras el empleo se reconfigura, los mercados premian la nueva industria con fuerza. Desde el 30 de marzo, las grandes tecnológicas han aportado el 60% de la subida del S&P 500, pero llamativamente los quince valores que más han subido en el índice son fabricantes de chips y de equipos de red, no las empresas de modelos de IA. Es decir, los inversores están apostando por la «ferretería» que hace funcionar la IA, no por la IA en sí.

En Asia el fenómeno ha sido todavía más extremo. TSMC, el gran fabricante taiwanés de chips, ha superado a la petrolera Saudi Aramco como mayor empresa del índice de mercados emergentes, con una subida del 23% en abril. Samsung Electronics ha sumado un 33% y SK Hynix un 60%. El Kospi coreano cierra abril con su mejor mes desde la crisis asiática de 1998. Casi la mitad del avance del índice de emergentes en abril ha venido de solo tres compañías. Es un mercado de extremos.

A todo esto se le añade el ruido de fondo permanente: el pulso abierto entre Trump y la presidencia de la Reserva Federal, el tercer intento de asesinato contra el propio Trump a finales de mes, la propuesta del banco central polaco de vender más de un cuarto de las reservas de oro del país para financiar gasto militar y, en general, una desconexión cada vez mayor entre lo que descuentan los mercados y lo que pasa en el mundo real. Por dar un dato concreto, el principal fondo cotizado de oro físico del mundo ha tenido este mes las mayores salidas de su historia.

LA DEFENSIVA SIGUE FUNCIONANDO

Tras muchos meses centrando los esfuerzos en construir la parte defensiva de Icaria Patrimonio, abril ha sido la primera prueba claramente positiva. La cartera ha hecho exactamente lo que se le pedía. Los bonos catástrofe han seguido aportando rendimiento sin sobresaltos. La deuda de mercados frontera ha rebotado con fuerza. El crédito non rated ha sumado una contribución sólida. Trade Finance y microfinanzas mantienen el patrón de consistencia mes a mes. Y la parte privada, que es la que más nos importa subrayar, ha vuelto a hacer su trabajo en silencio.

Con la parte defensiva ya consolidada, el trabajo del equipo sigue centrado en la parte más dinámica de la cartera. Estamos analizando con detalle hedge funds, fondos de infraestructura, fondos de deuda y, en especial este mes, fondos de private equity de primer nivel.

“

Cuando un gran inversor institucional necesita liquidez antes de tiempo y quiere vender su participación en un fondo de private equity, Lexington se la compra, normalmente con descuento

”

“

La rentabilidad acumulada del fondo desde el lanzamiento hasta marzo de 2026 ha sido cercana al +22,6%, con todos los meses en positivo

”

“

Mientras el patrimonio global del sector sigue creciendo, las distribuciones a los inversores se han ralentizado, y eso obliga a muchos institucionales a vender posiciones para conseguir liquidez

”

TRES FONDOS QUE ESTAMOS VALORANDO INCORPORAR

Estos tres fondos no son los únicos en análisis (tenemos decenas en distintos estados de revisión), pero son especialmente representativos del trabajo que estamos haciendo. Son ideas concretas, gestoras de primer nivel mundial y, en cada caso, una razón clara para considerar su incorporación. Entre otras gestoras que tenemos bajo análisis está KKR, Brookfield, CVC, Neuberger Berman y muchas más. Podría decir que desde luego no nos aburriríamos.

FRANKLIN LEXINGTON PE SECONDARIES (FLEX-I)

Lexington es una de las gestoras más reconocidas del mundo en lo que se llama el mercado secundario de private equity. Para entender qué hace, sirve un ejemplo sencillo. Cuando un gran inversor institucional necesita liquidez antes de tiempo y quiere vender su participación en un fondo de private equity, Lexington se la compra, normalmente con descuento. Lleva en esto desde 1994. Hoy gestiona cerca de 83.000 millones de dólares y tiene un equipo de 72 profesionales especializados solo en este tipo de operaciones.

Su rentabilidad neta histórica para sus clientes en esta estrategia, a junio de 2025, es del 15,7% anualizado. Es muy alta para un activo descorrelacionado y con escala institucional. Y no es producto de un único año bueno. Si miramos sus fondos más recientes: el cerrado en 2022 va camino de un 20% anualizado; el de 2018, del 15%; el de 2014, del 14%. Más de dos décadas batiendo a sus pares.

FLEX-I es el vehículo abierto que Lexington lanzó en marzo de 2025 para hacer accesible esta estrategia con una liquidez razonable. Es un fondo regulado en Luxemburgo, en el que Lexington se ocupa de la cartera privada y Franklin Templeton gestiona la bolsa de liquidez del fondo. Ha crecido de 793 millones de dólares en el lanzamiento a unos 2.030 millones de dólares un año después. El interés de los inversores institucionales habla por sí solo. La rentabilidad acumulada del fondo desde el lanzamiento hasta marzo de 2026 ha sido cercana al +22,6%, con todos los meses en positivo.

El fondo invierte mayoritariamente (entre el 70% y el 80%) en posiciones secundarias, con un pequeño peso en co-inversiones y una bolsa de liquidez del 10-20%. La parte central está en compañías norteamericanas y, dentro del tipo de operación, en compras de empresas medianas y pequeñas. La mayoría de las posiciones del fondo proceden de operaciones cerradas en 2022, justo el año en que el mercado primario más sufrió. Lexington está aprovechando el descuento estructural de ese periodo.

¿Por qué encaja en Icaria Patrimonio? Porque el mercado secundario es hoy una de las oportunidades más interesantes del private equity. Mientras el patrimonio global del sector sigue creciendo, las distribuciones a los inversores se han ralentizado, y eso obliga a muchos institucionales a vender posiciones para conseguir liquidez. Quien tiene la escala y la red para identificar las mejores oportunidades, como Lexington, tiene mucho que ganar. Por darte una idea de su rigor, en 2025 han mirado oportunidades por 327.000 millones de dólares y solo han cerrado 9.400 millones. Compran una de cada treinta y tres operaciones que analizan.

“

Blackstone gestiona más de 1,2 billones de dólares. Su división de private equity, con 389.000 millones

”

“

EQT gestiona 246.000 millones de euros con más de 1.800 profesionales repartidos en 25 países

”

BLACKSTONE PRIVATE EQUITY STRATEGIES (BXPE)

BXPE es el vehículo de private equity de Blackstone, la mayor gestora alternativa del mundo. Para dar perspectiva, Blackstone gestiona más de 1,2 billones de dólares. Su división de private equity, con 389.000 millones, es la más grande del mundo. Tiene más de 400 profesionales de inversión y ha desplegado más de 100.000 millones de dólares en operaciones en los tres últimos años. Es una pieza con una escala difícilmente igualable.

La versión europea de BXPE se lanzó en enero de 2024. A junio de 2025 tenía un patrimonio de 3.600 millones de dólares. La rentabilidad neta para el inversor en la clase principal, desde el inicio, es del 16,6% anualizado. En los doce meses anteriores a junio de 2025 fue del 17,2%. Cerró 2024 con un +16,2% y desde inicio ha hecho un 12,41% anualizado. Lo más llamativo es la regularidad mes a mes: la mayoría de los meses se han movido entre el +0,5% y el +1,9%.

El fondo invierte en paralelo con la versión estadounidense de BXPE, compartiendo el grueso de las operaciones. A junio de 2025 tenía 88 inversiones cerradas en cartera. Geográficamente, está concentrado en Norteamérica (74%), con presencia menor en Europa y Asia. Por sectores, los principales son software (19%), servicios a empresas (18%) y consumo (16%). Entre las empresas identificables en cartera están nombres como Moderna (la farmacéutica conocida por su vacuna del COVID), CoreWeave (uno de los grandes proveedores de capacidad de cálculo para inteligencia artificial), Jersey Mike's Subs (cadena de bocadillería en Estados Unidos), Adevinata (plataformas de anuncios clasificados) o 7 Brew (cadena de café).

¿Qué hace especial a BXPE? La combinación de tamaño y diversidad dentro de la propia plataforma. BXPE invierte simultáneamente con los fondos especializados de Blackstone en compras grandes, situaciones flexibles, crecimiento, secundarios y biotecnología. Es, en la práctica, un acceso al conjunto de la plataforma de Blackstone en un solo vehículo, con liquidez trimestral.

EQT NEXUS Y EQT NEXUS INFRASTRUCTURE

EQT es la gestora alternativa nórdica más grande del mundo. Fundada en 1994 al amparo de la familia Wallenberg, la familia industrial sueca más relevante del último siglo y medio, hoy gestiona 246.000 millones de euros con más de 1.800 profesionales repartidos en 25 países. Está entre las tres mayores firmas de private equity del mundo. Su especialidad son los sectores de Tecnología y Salud, donde lleva años construyendo una posición estructural. Tienen oficina en Madrid desde 2015 y España es un mercado relevante para ellos.

Su track record histórico es de primera línea. A diez años, la rentabilidad neta de su división de private equity ha sido del 18% anualizado desde inicio. Para poner cifras en contexto, en el mismo periodo el índice de referencia del sector hizo un 13% y el MSCI World (el índice de bolsa mundial) un 9%. La diferencia no la explica el apalancamiento, sino la transformación operativa. Las empresas en cartera de EQT crecen, en promedio anual, un 18% en ingresos y un 24% en beneficios. Crean valor de verdad, no solo financiero.

EQT Nexus es la versión abierta de su estrategia de private equity, lanzada en 2023. EQT Nexus Infrastructure (ENIF) es la versión equivalente de su estrategia de infraestructuras, lanzada en marzo de 2025. La estrategia de infraestructuras existe desde 2008 y está entre las más reconocidas de su categoría. Los objetivos de rentabilidad neta anualizada se sitúan entre el 12% y el 15%.

“

El inversor paga un 1,25% si acepta tener su dinero parado durante 36 meses, o un 1,35% si quiere flexibilidad para salir desde el mes 18

”

“

FLEX-I de Lexington acumula una rentabilidad cercana al 22,6% desde su lanzamiento

”

“

Icaria Patrimonio FIL no está obligado a exponerse a ninguna categoría de activo concreta

”

Donde EQT introduce algo verdaderamente diferencial es en las comisiones. En la mayoría de los vehículos similares del mercado, el inversor termina pagando dos capas de comisiones, la del vehículo «abierto» donde está invertido y la del fondo subyacente al que ese vehículo le entrega su dinero. En EQT Nexus no es así. Los fondos subyacentes de EQT renuncian a su comisión cuando reciben dinero de Nexus, y el inversor paga solo una capa: la del propio Nexus. En la práctica, el inversor paga un 1,25% si acepta tener su dinero parado durante 36 meses, o un 1,35% si quiere flexibilidad para salir desde el mes 18. La gran mayoría de los inversores actuales del fondo elige la segunda opción, según nos trasladaron directamente desde EQT en la conversación que mantuvimos con ellos.

En el caso del fondo de infraestructuras (ENIF), solo existe la clase de 18 meses, sin alternativa. Se puede entrar mensualmente y salir cada trimestre con un aviso de 30 días, sujeto a un límite del 5% del patrimonio por ventana. Una característica importante es que el dinero está invertido desde el primer día, sin las llamadas de capital adicionales típicas de los fondos privados tradicionales.

EQT cuenta además con una plataforma propia de inteligencia artificial, llamada Motherbrain, que usa para buscar, evaluar y gestionar inversiones. Su accionista de referencia, la familia Wallenberg, lleva más de 150 años invirtiendo en empresas, lo que se traduce en una cultura de horizontes largos genuinamente distinta a la de la mayoría de gestoras anglosajonas.

LO QUE DICEN LOS TITULARES Y LO QUE DICEN LAS CIFRAS

Llevo meses leyendo titulares que dicen que los mercados privados están agotados, que el private equity ha perdido su brillo, que el private credit es la próxima bomba sistémica y que los grandes inversores están empezando a salir. En la carta de marzo dediqué la última sección a contrastar esa idea con los datos. Esta vez merece la pena fijarse en algo aún más directo, en lo que están entregando, en rentabilidad neta para el inversor, las plataformas líderes de la categoría.

FLEX-I de Lexington acumula una rentabilidad cercana al 22,6% desde su lanzamiento, con consistencia mes a mes. BXPE de Blackstone lleva un 16,6% anualizado desde su inicio en enero de 2024, cerrando 2024 con un +16,2% y firmando un +8,1% en el primer semestre de 2025. La plataforma de private equity de EQT acumula un 18% anualizado a diez años, batiendo claramente al índice del sector y al MSCI World durante el mismo período.

Estos números no garantizan nada hacia adelante. Eso lo tenemos claro. Lo que sí dejan claro es que el relato pesimista sobre los mercados privados que se ha consolidado en los titulares de los últimos meses no se ve reflejado en la rentabilidad real de los mejores vehículos de la categoría. Mientras se anuncia un final, los mejores siguen entregando rentabilidades de doble dígito con regularidad. Entre lo que se dice y lo que pasa hay una distancia muy grande, y esa distancia tiene un impacto real en lo que percibe el partícipe.

Hace medio año hablábamos sobre fondos maduros como Partners Group, donde las añadas más “viejas” podían tener rentabilidades menos satisfactorias. Fruto de este apunte que veíamos en detalle hace ya muchos meses decidimos en Icaria Patrimonio salir de Partners Group en favor de vehículos con añadas más jóvenes y con más recorrido al alza como los ejemplos comentados y otros que tenemos en cartera.

En Icaria Patrimonio tenemos una ventaja importante en este contexto. Como siempre indico al inicio, el FIL no está obligado a exponerse a ninguna categoría de activo concreta. Los posibles conflictos de interés se gestionan conforme a la política interna de la gestora y la cartera responde a lo que consideramos más apropiado en cada momento dentro de ese marco. Esa flexibilidad nos permite analizar e incorporar las mejores plataformas del mundo en cada categoría, sin tener que justificar exposiciones por mandato.

RENTABILIDAD Y PESOS POR CATEGORÍAS

A continuación se incluye el desempeño de Icaria Patrimonio FIL en abril de 2026 por sub-categoría. La rentabilidad en euros es la que impacta en el FIL. 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.

Equity	+5,97%	Rebote sólido tras un marzo extraordinariamente negativo. La categoría representa el 22,23% del FIL y ha sido el principal contribuidor del mes. Los fondos de empresas pequeñas, que más habían sufrido en marzo, han liderado la recuperación.
Private Equity	+1,90%	Nuevo mes positivo y consistente. Destaca el comportamiento de Goldman, que añade otro mes a su patrón de aportación silenciosa pero constante.
Macro/CTA	+2,07%	Mejora notable respecto al campo de minas de marzo. Brevan Howard, tras su peor mes histórico, ha recuperado parte. Las estrategias de seguimiento de tendencias se han beneficiado del movimiento sostenido del petróleo y de la debilidad del dólar.
Long Short Equity	+1,17%	Las cinco piezas long-short incorporadas en el último trimestre han generado retorno consistente y, sobre todo, descorrelacionado del mercado. Esa es precisamente su función.
Real Assets	+1,64%	Mes razonable. El oro ha vivido un mes de moderación tras la corrección de marzo. Las infraestructuras han aportado el rendimiento habitual.
Retorno Absoluto	+0,50%	Estrategias funcionando en línea con su perfil de baja volatilidad, sumando un mes más de aportación esperada.
Trade Finance	+0,41%	Nuestra deuda a 90 días sigue aislada del ruido de otras categorías de deuda privada, sumando otro mes consistente.
Cat Bonds	+0,30%	Mes inmune a los movimientos del resto del mercado, que es la función para la que tenemos esta categoría. Carry tranquilo de la mano de Fermat.
Deuda Frontera	+1,87%	Recuperación notable tras la corrección del mes anterior. La debilidad del dólar a lo largo de abril ha sido viento de cola para los bonos en divisa local.
Volatility	+1,25%	Comportamiento positivo en una categoría que busca aportar valor en entornos de dispersión y a través de coberturas.
Crédito non rated	+1,36%	Sorprendente aislamiento de una parte de la cartera con cierta relación con el mercado. La exposición a energía y materias primas en los deudores subyacentes ha sido un viento de cola.
Microfinance	+0,31%	Otro mes de consistencia para el mejor fondo de microfinanzas del mundo. Carry estable, sin volatilidad y descorrelación casi total con los mercados financieros tradicionales.
Liquidez	+0,27%	En línea con lo esperado.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de abril. Aprovecho para agradecer la confianza depositada en este proyecto. Seguiremos trabajando con disciplina y transparencia y sobre todo, seguiremos construyendo.

Advertencias y consideraciones legales

La inversión en Icaria Patrimonio FIL conlleva riesgos, incluidos, entre otros, riesgos de mercado, tipos de interés, liquidez, crédito, valoración, concentración, divisa y estrategias alternativas, pudiendo dar lugar a pérdidas sobre el capital invertido.

El contenido de este documento no tiene en cuenta la situación financiera, fiscal o los objetivos específicos de ningún participante en particular. Cada inversor debe valorar, de forma independiente o con el asesoramiento que estime oportuno, la adecuación de la inversión a su perfil y horizonte temporal.

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

Comentario a cierre de abril

<https://www.youtube.com/watch?v=s6fT2QLzEM4>

Desde un punto de vista de patrimonio, **cerramos un abril de récord, con 25,5 millones**. Desde el punto de vista de rentabilidad, se ha recuperado la caída de marzo, ha habido un rebote importante, teniendo apenas un 22% en renta variable. Eso hará que nos penalice en algunos meses, y en otros sea la absoluta salvación. Nuestro objetivo de rentabilidad actual, en el modo neutral-defensivo, es del 7%. Y eso es a lo que nos ceñimos. No pretendemos replicar al MSCI World. Lo importante es tener **rentabilidades consistentes a lo largo de un ciclo económico**, y un periodo de 10 meses no es un ciclo económico.

Desde el punto de vista de lo que el fondo tiene que ser, estoy muy contento, sobre todo por la confianza de los partícipes. Llevamos muchísimo trabajo y estamos en un punto que para mí es muy bueno. Se han tomado decisiones acertadas, aunque no siempre será así. Allá por octubre hablábamos de los problemas de *Direct Lending*, y hace uno o dos meses empezaron a sonar los problemas en *Direct Lending*. Nosotros ya veníamos con la lección muy aprendida.

Hace cinco meses, en el evento anual, **hablábamos de las añadas de Private Equity**, advirtiéndole de que había fondos con añadas más maduras con los que había que tener cuidado, porque quizás en este entorno, podrían sufrir más. Cuando digo sufrir más, no es ver caídas del 50% ni muchísimo menos, simplemente es tener una rentabilidad peor a la potencial. A raíz de eso y otras características que también comentamos hace muchos meses, **decidimos salir de Partners Group**, que ha sido otro de los grandes aciertos.

La rentabilidad de Partners Group se ha deteriorado en los últimos meses y en cambio los otros fondos de Private Equity que tenemos en cartera **siguen dando rentabilidades sobresalientes**. En este caso el trabajo ha tenido sus frutos y por eso seguimos haciéndolo semana tras semana. Buscamos un fondo con filosofía más diversificada, con otros elementos que descorrelacionen del ciclo del mercado.

En lo relativo a la situación macro, sigo viendo que en renta fija *High Yield* y *non-rated* hay bastante más riesgo del que la gente percibe. Hay un mantra que dice que no

inviertas en lo que no entiendes. Siendo honestos, la mayor parte de las personas no entienden al 100% en lo que invierten. Porque no es su trabajo. Y entender las categorías de activos en las que nosotros invertimos es un trabajo de 10-15 años. Yo mismo, a día de hoy, sigo aprendiendo.

La mayor parte de la gente que tiene una cartera con RF *High Yield*, Catbonds, RV *Value* o RF *Non-Rated*, no tiene ni la más remota idea de los posibles contextos que pueden darse en función del ciclo económico. Conocer algo al 100% no está en la mano del inversor particular, sería prácticamente imposible. Lo que sí es importante es entenderlo a grandes rasgos y, sobre todo, que te expliquen los riesgos de cada uno de los activos, categorías y las implicaciones que tiene.

Como decía, **identificamos riesgos importantes** en la renta fija High Yield y Non-Rated. Ahora mismo la remuneración está prácticamente en mínimos, los *spreads* están en mínimos históricos. Cuando esto ocurre, significa que el riesgo está prácticamente en máximos, si la situación se diese la vuelta. Los riesgos no se han materializado por el momento, pero no quiere decir que no existan. Estas últimas semanas hemos citado a los mejores inversores del mundo, como Druckenmiller, diciendo que invertir en los grandes índices a estas valoraciones tiene unos riesgos implícitos a 10 años vista muy superiores a lo habitual. No porque lo digan ellos, sino por ceñirse a los datos de valoración actuales.

¿Quiere decir esto que va a caer el mercado dentro de una semana, un mes o seis? No, pero la realidad es que desde un punto de vista objetivo, que es la valoración a la que tú compras algo, **los riesgos están muy por encima de su media**, cotizando a dos desviaciones típicas por encima de la media histórica, que es una absoluta barbaridad.

¿Cómo gestionamos eso? Asumiendo que si la renta variable cae, caerá con fuerza. Será difícil refugiarse. Pero si dentro de lo que es la renta variable, **nosotros tenemos un peso bastante superior en emergentes, en Asia Pacífico o en Small Cap europeas**, que son nichos de mercado que, en mi opinión, a 10 años vista, los resultados sí que serán bastante mejores. Si el mercado cae como un 2008, probablemente caiga también toda esa parte. La suerte es que **Icaria Patrimonio FIL tiene una exposición pequeña a renta variable**. No dependemos en exceso de lo que haga la renta variable.

Es un momento para hacer los deberes, diversificar y no asumir más riesgos de los que estés dispuesto a soportar. En muchos casos, prácticamente la totalidad de los inversores asumen más riesgos de los que en realidad son capaces de soportar.

Vamos con el resumen de categorías y rendimientos en el mes de abril, dentro de Icaria Patrimonio FIL;

La bolsa pura, por ejemplo, en abril ha hecho un +5,97% de rentabilidad. Private Equity ha hecho un +1,9%. Macro/CTA ha hecho un +2,07%. Long-Short Equity, después de un marzo muy bueno mientras la renta variable caía con fuerza, nos ha dejado un abril también bueno, en línea con lo que espero de esta categoría, con un +1,2%, lo cual está bastante bien después de haber tenido un buen marzo. Real Assets ha hecho un +1,64%, empujado sobre todo por uno de los fondos de infraestructuras, donde habrá novedades en el corto plazo, con nuevas incorporaciones. Retorno Absoluto, fondos que buscan hacerlo bien, independientemente del entorno, ha hecho un +0,5%. Y dentro de la parte más estable, Trade Finance (deuda a muy corto plazo, unos 90 días), ha hecho un +0,41%, Catbonds ha hecho un +0,3%, Deuda frontera +1,87%, Crédito Non-Rated +1,36%, Microfinance +0,31%. Microfinance son muchísimos préstamos a pequeñas empresas en países emergentes. Un fondo como BlueOrchard, tremendamente diversificado, con 30 años de trackrecord. El número uno a nivel mundial.

Tenemos también Volatility y Equity Dispersion como coberturas, con un artículo publicado que me dejó muy satisfecho, porque es una categoría muy complicada. Creo que se ha explicado de una forma que, quien tenga ganas, lo puede entender. Esta categoría nos ha dejado un +1,25%. No está nada mal, teniendo en cuenta que gran parte de esa categoría son coberturas para que si la bolsa cae, suban.

En general **ha sido un mes en línea con lo esperado**. Los mercados de riesgo han rebotado y las categorías que no son de riesgo lo han seguido haciendo bien. La parte defensiva del fondo ha seguido actuando de la forma que esperamos de ella. En definitiva, un mes en línea con lo que debería ser un comportamiento habitual de Icaria Patrimonio FIL.

Dentro de la renta variable habrá algún movimiento en los próximos meses, para diversificar aún más. Actualmente, **tenemos algunos fondos que son de Microcap Y Small Cap**. Compañías pequeñas de verdad, no como el índice Small Cap de gestión pasiva cuya capitalización media por compañía son mil millones. Aquí hablamos de que algunas compañías valen 50 millones o 100 millones. Son compañías tremendamente volátiles y tienen comportamientos bastante idiosincráticos. ¿Qué significa esto? Pues que igual tienes un mes donde el MSCI World te sube un +6% y uno de estos fondos te cae un -11%. Eso entra dentro del guión. Este tipo de fondos con una beta (exposición al mercado) muy alta, mientras que no se solapen unos con otros, es aconsejable tenerlos diversificados, porque si llega el mes de abril, el MSCI World hace +6% y nuestra parte de renta variable un -11%, no nos hará gracia a nadie.

Es cierto que **tenemos fondos que tienen una rentabilidad anualizada del 30%** y mucha gente nos dice, ¿por qué no pones todo ahí? Por cosas como estas. Porque si en un mes como abril el fondo en vez de subir un +2,5% te cae un -2,5%, los partícipes se preguntarían qué está pasando. Es la realidad. Después de conocer a miles de inversores, es una de las conclusiones más evidentes que saco de mi experiencia profesional.

Así que **estamos diversificados, con mucha lógica**. Tenemos el que para mí es el mejor fondo de Small Cap europeas, Indépéndence. El que para mí es el mejor fondo de Small Cap y Special Situations americano, que es Alta Fox. Tenemos Turtke Creek, que es un fondo Quality Growth, justo la temática que ahora lo está haciendo muy mal, pero tiene una rentabilidad anualizada del más del 15% desde 1998, una barbaridad.

Tenemos fondos que, cada uno en su categoría, son de lo mejor que hay. A largo plazo, eso suele sumar. Y el motivo para diversificar es precisamente ese. Sobre nuevas incorporaciones, hemos añadido algún fondazo, como un fondo de emergentes para complementar nuestra exposición a Asia-Pacífico. Ya teníamos exposición a emergentes, pero tenemos un poquito más. Buscamos que no sean fondos que estén muy expuestos a los pelotazos que ha habido en los últimos meses. Veo mucha gente recomendando fondos Growth que tienen entre sus posiciones SanDisk y otras que han multiplicado x20. Ves unas rentabilidades recientes astronómicas. Pero nosotros no buscamos eso. Buscamos fondos cuyo *Performance Attribution*, la rentabilidad que han obtenido a lo

largo de los años, no sea fruto de uno o dos pelotazos, sino que sea fruto de muchos aciertos.

Esa es una parte que a nosotros nos importa mucho. Por ejemplo, cuando miramos AltaFox, que es el fondo que más destaca, porque tiene una rentabilidad anualizada después de comisiones del doble que la del S&P 500, miré con lupa que no hubiese sido porque acertaron dos pelotazos puntuales. Obviamente, para tener un 30% anualizado, tienes que acertar fuerte y consistente en el tiempo.

En relación a nuevos fondos que estemos estudiando incorporar a la cartera, **estamos analizando fondos de las mejores gestoras**, como KKR, Blackstone, Brookfield, CVC, o Neuberger Berman. Vamos a ir de la mano de los más top. Lo que estamos buscando son **fondos cuyas añadas sean muy jóvenes** y, por lo tanto, haya mucho potencial de sacar rentabilidad. Entre los fondos que estamos analizando hay fondos que llevan un 25% anualizado. Esas cifras, en una época en la que en teoría el Private Equity está muriendo, según dicen algunos. Pero ahí los tienes, existen.

También estamos mirando a una gestora que para mí es muy de nicho, centrada en Secundarios. ¿Por qué? Porque sí es cierto que el Private Equity ha crecido tanto en los últimos años, multiplicando su tamaño por 4-5 veces en pocos años, que ahora mismo hay muchas compañías que tienen que salir. Y es un mercado que a pesar de que los índices están en máximos no está tan fácil salir, no hay tanto apetito, porque **el entorno macro no es bueno**. Por ejemplo, el S&P500, desde las caídas de marzo, sólo han rebotado fuerte las compañías ligadas a IA o hardware que da soporte a la IA. El resto del índice está plano. No hay tanto apetito para todo lo que no sea de estas características. **Un fondo de Secundarios es cuando un fondo de Private Equity no encuentra salida y vende su posición con un 10% o 15% de descuento a un inversor institucional**. Un fondo de Secundarios llega y lo compra con descuento. Entonces, ya estás entrando con una gran ventaja, aprovechándote de la situación del otro lado.

Yo creo que el contexto actual es favorable para los fondos Secundarios. Siempre haciendo una *Due Diligence* exhaustiva, porque también hay mucha tela que cortar en este campo. Así que vamos a ir de la mano de una gestora que opera muy bien en ese nicho. También estamos buscando fondos de Private Equity que se expongan a

pequeñas y medianas compañías, que es donde los múltiplos están más bajos y hay más oportunidades.

Estamos mirando también varios fondos de infraestructuras, en concreto uno de EQT y alguno más, como el KKR Infra, pero es un portfolio algo más maduro, tengo que sopesar ahí varias cosas. Tenemos varias alternativas, unas 5 o 6 más o menos, sólo de la parte de infraestructuras, **dando rentabilidades anualizadas del 13-14%** en euros, que no está nada mal. Es una temática que a largo plazo tiene mucho sentido. Y es una parte que llevo tiempo queriendo ampliar, porque es cierto que sólo tenemos el fondo de *Hamilton Lane Infrastructure Fund*, que lo ha hecho de forma espectacular desde que entramos, y llevo tiempo diciendo que quería ampliar esa parte.

Como Icaria Patrimonio ha multiplicado su valor por tres, fruto de la gran acogida, la posición de Hamilton Lane ha quedado más pequeña. Así que mi intención es ampliar en esa categoría. Todos los meses monitorizo las entradas y salidas de todos los fondos, estoy muy alerta de todo eso. Veía que Partners Group llevaba unos cuantos meses teniendo más reembolsos que suscripciones. Eso es un deterioro de la situación de liquidez del fondo y fue una de las señales que también me hizo dar la orden de venta que ha envejecido tan bien, porque **Partners Group ha limitado las salidas al 5% trimestral**. Si nos gustase la cartera de Partners Group, no me preocupa que limiten los reembolsos, porque los activos siguen siendo los mismos. Es algo sobre lo que escribimos hace prácticamente un año. Sobre los mecanismos de protección que tienen los vehículos Evergreen para proteger el fondo, si hay más reembolsos que suscripciones. A mí es algo que como inversor me parece bien, porque si eso no existiese tendrían que malvender los activos.

Muchos fondos de renta variable tienen exactamente la misma cláusula, y me parece genial. Casi todos nuestros fondos de Small Cap la tienen, en caso de venir otro año 2008. Pasa lo mismo en los *Hedge Funds*, los de *Trend*, los *CTAs*, los *Managed Futures*, porque si viene un entorno de mercado complicado y el apalancamiento les va en contra y de repente tienen reembolsos, no van a querer deshacer las posiciones apalancadas en esos momentos. Son mecanismos que, desde mi punto de vista, protegen al inversor. No es agradable verlo, porque se genera mucho ruido y mucho sensacionalismo, pero para mí es algo importante para cualquier tipología de activo.

Nosotros tenemos exposición al mercado cotizado de renta fija *non-rated*, y pasa lo mismo, para mí es fundamental. Si se seca el mercado y no hay vendedores, igual tienes que vender el bono un 10% más abajo del precio normal. Y yo lo que quiero es que el gestor venda al precio que tiene que vender. Cuando inviertes a largo plazo y la cartera en la que estás invertido te gusta y estás cómodo, todo esto son simplemente anécdotas que suceden por el camino. **Lo importante es que el conjunto de la cartera esté lo suficientemente diversificada por gestoras, por fondos y por estrategias**, para que todas estas cosas no afecten lo más mínimo al conjunto de la misma.

Para finalizar, dentro de dos semanas tenemos el comité trimestral de Icaria Patrimonio, con todos los partícipes. Allí presentaremos los fondos que se han incorporado y se incorporarán, en detalle. Veremos también mi versión de mercado, explicaré lo de las añadidas de Private Equity, lo de los Secundarios, y muchas cosas que para mí son clave, También de cómo veo los siguientes 12 meses, como hicimos en los anteriores. Creo que será de gran interés para todos los partícipes, habrá mucho trabajo detrás de ese comité. Animamos a todos los partícipes a que estén presentes.