

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - agosto 2025

“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 Partnership began operations 01/01/2017	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 ésta 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, irreproducibles 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

Comentario extensivo - cierre de agosto

<https://www.youtube.com/watch?v=AJBxM9cRTjU>

Para comentar el cierre de agosto, comentaremos tanto el gestor del FIL, Carlos Santiso, como Ángel Ruiz, que trabaja para el Family-Office de C3 Patrimonial desde 2022, un Family-Office multiactivo, con vocación de largo plazo y enfoque de inversión tipo Endowment, similar a Icaria Patrimonio.

Fondos que hemos incorporado en agosto, como es **Transtrend, un Hedge-Fund de beta negativa con track-record desde 1995**. Dentro del universo de los Hedge-Funds, afortunadamente, hay muchos fondos con muchísimo trackrecord. Transtrend, un fondo de beta negativa, que lo que busca es subir cuando cae el mercado. Es su principal propósito. Más allá de eso, **en más de 20 años ha generado una rentabilidad anualizada superior al MSCI World**, aunque su principal objetivo es hacerlo bien cuando el mercado cae. Imaginemos que compramos un seguro todos los años para protegernos de caídas de mercado. Ese seguro tiene un coste. En cambio, imaginemos un fondo que cuando el mercado cae, sube y genera una rentabilidad anualizada del 0%. Que no es el caso, ya que la rentabilidad de Transtrend es muy buena. Pero aunque fuese eso, estaríamos hablando de que tenemos una cobertura gratis. Incluso en ese escenario sería muy interesante, porque como inversores de largo plazo, si hemos invertido todo nuestro patrimonio en los mercados, nos ayudará a que el camino sea muchísimo más suave.

Ese es el motivo por el que fondos que Icaria Patrimonio FIL no ha incorporado, como puede ser el fondo insignia de AQR, con una rentabilidad anualizada del 0% e incluso negativo, pero gestiona miles de millones. Es uno de los fondos que más dinero mueve. La suerte que tenemos nosotros es que, en la parte de Hedge-Funds de beta negativa, los que buscan subir cuando el mercado cae, han generado rentabilidades muy positivas. En algunos casos, cercanas a las de la bolsa. Y eso ya es mucho decir.

Insistiría en esa idea de que el mejor Hedge-Fund más que de beta negativa lo podemos llamar de beta condicional. Beta positiva cuando el mercado sube, beta negativa cuando el mercado cae. De tal forma que cuando el mercado cae, el fondo también sube. Esa es la idea. El mejor Hedge-Fund de beta condicional no será el que dé más rentabilidad en

el largo plazo, sino el que más suba cuando el mercado caiga. Yo he analizado Transtrend y otros Hedge-Funds, de todos los que he mirado, es el que más rentabilidad ha conseguido en el largo plazo, pero no es el que más me gusta. Porque no es el que mejor lo ha hecho en todas las crisis. Hay Hedge-Funds que en el largo plazo a lo mejor te han dado un 6% y Transtrend supera el 10%, pero cuando el mercado ha tenido caídas fuertes, lo han hecho mejor. Eso es lo que se busca en este tipo de vehículos y es como hay que entender su encaje en la cartera.

Porque si el encaje es proteger cuando el mercado cae, la rentabilidad ya la buscas en las otras patas. La prioridad es que la correlación cuando el mercado cae sea negativa, no tanto la rentabilidad en largo plazo. Y eso es por lo que Icaria Patrimonio prioriza este tipo de fondos. Transtrend, una de las gestoras más míticas, de Países Bajos, tiene grandes endowments como clientes, el perfil de inversor que invierte en Transtrend es un perfil institucional muy elevado, la base retail es minoritaria dentro de los inversores que tiene.

Y ya pasando a otros fondos que hemos incorporado, tenemos **Horizon Capital Fund**, que es un fondo de Deuda Privada que hace Trade Finance. El universo de Deuda Privada es un universo muy amplio, posiblemente dentro de las categorías de mercados privados, el más amplio, porque tienes fondos de todas las tipologías. Desde diferentes tipos de deuda, *First Lien*, *Second Lien*, *Mezzanine*, *subordinada*, *Leverage Loans*, *Direct Lending*... tienes un montón de categorías. Para aquel que le suena chino, supongo que será la mayoría porque es un terreno complicado y poco conocido, hay en el blog de IcariaCapital.es un artículo escrito por Ángel, que habla muy bien de las características de cada categoría.

En el caso de Horizon Capital Fund Capital, es un fondo de nicho. ¿Por qué invertimos en la parte de Deuda Privada en fondos de nicho? Esa es una parte muy importante de nuestro trabajo, porque los fondos más habituales, los fondos más mainstream, son los fondos de Direct Lending. Fondos que en vez de que sea un banco o los bonistas los que presten a una empresa, pues le presta es un fondo de Private Equity, un sponsor. Sería la gran diferencia. Nos quitamos al banco por el medio.

La tipología de fondos de Direct Lending son los que más han crecido, al calor de un muy buen comportamiento, muy buenas rentabilidades, muy buen binomio rentabilidad-riesgo. Eso ha conllevado que sea donde ha llegado más dinero y donde quizás, a pesar

de que sigue siendo una tipología de activo tremendamente interesante, están más peleadas las oportunidades.

Nosotros nos vamos más a nichos, como puede ser **Valvest Steady Income Fund**, que hace también Deuda Privada, pero son Bridge Loans, que es una categoría que nos encanta, cuyo colateral es un inmueble. Hemos hablado también de Senior Loans y estamos hablando ahora de Horizon Capital Fund, que es básicamente Deuda Privada, cuyo colateral son materias primas 100% líquidas. Además, el colateral tiene un valor superior al del préstamo que se otorga.

La explicación sencilla es que este tipo de vehículos de nicho, suelen invertir en plazos cortos. Sobre todo este tipo de fondos como el Trade Finance, que como su nombre indica, financia el comercio. Préstamos que en muchos casos no llegan al año de plazo. No asumes riesgo de duración, entendido como que te afecte el movimiento de los tipos de interés. Al ser muy de nicho, muy especializado, estos fondos son capaces de extraer una rentabilidad de los préstamos más altas que la yield promedio del conjunto del mercado de Renta Fija. Pasa igual con Valvest Steady Income Fund.

Equipos, gestores muy especializados, con décadas de experiencia, que aprovechan ciertos desajustes o ciertos focos de demanda de deudores que se ven en una situación en la que están dispuestos a pagar tipos relativamente altos, sobre todo si es financiación a corto plazo. ¿Cuál es el resultado de todo ello? Que ves curvas de rentabilidad muy buenas, pero es que encima son muy estables. Ahí el riesgo es que alguno de los préstamos falle y eso tenga un impacto en el valor liquidativo.

Por eso es importante fijarse en el *track-record*, ver que la estrategia ha sido consistente, que el equipo gestor es el mismo desde siempre o con el máximo rango temporal. Este fondo lleva haciendo lo mismo 15 o 20 años. No voy a decir rentabilidades constantes, porque en deuda no hay que hablar de yield, hay que hablar de spread (diferencial) sobre el tipo libre de riesgo.

Estos fondos, cuando los tipos estaban en niveles de miseria, a lo mejor te daban un 2% y eso era maravilloso. Ahora, un fondo como Horizon Capital Fund, si no me equivoco, te puede estar dando un 6% con un spread de 400 puntos básicos o 500 puntos básicos. Ese es el objetivo. Que ese diferencial sobre el tipo libre de riesgo de 500 puntos básicos te lo dé de manera sostenida y sin haber tenido pérdidas de calado. En el caso de

Horizon Capital Fund, que es un fondazo, ha sido así, igual en Valvest Steady Income Fund.

La clave aquí es simplemente la diferencia que hay entre lo que paga la Letra Del Tesoro, por ejemplo en España, que ahora mismo paga 1,8% y lo que paga el fondo. Si el fondo paga un 6% y la letra del tesoro un 2%, pues el spread es un 4%. Lo importante, además del Track-record, es que el colateral sea de calidad. En el caso de Horizon Capital Fund, efectivamente, es no perecedero, no financia materias primas no perecederas ni complejas, nada de electrónica, nada de eso. Por lo general, se centra en metales, combustible, grano... cosas que no pierdan valor con el paso del tiempo. Y el valor de mercado es superior. Entonces, ahí tienes ese margen. Y esa es la clave, encontrar los fondos de nicho cuyo colateral sea de calidad.

En el caso de **Valvest Steady Income Fund**, hablábamos de que el inmueble que lo respalda, por término medio, representa un valor muy superior al del préstamo. Es decir, si ponemos en contexto lo que se presta en agregado dentro del fondo sobre lo que vale el inmueble, el préstamo es el 65% del valor del inmueble. Esto te permite que, aunque el mercado inmobiliario caiga, el inmueble siga teniendo un valor muy por encima del del préstamo. Incluso aunque un préstamo falle, te quedas con el inmueble, lo vendes en mercado secundario y la pérdida efectiva es muy pequeña. Tienes mucho colchón de seguridad.

Además, **estás el primero en cobrar**, en la lista de espera. Para el que no lo sepa, si tú tienes un bono en un fondo de Renta Fija o un bono en directo, y la empresa quiebra, no tienes un activo concreto respaldándolo. Tienes una compañía respaldándolo y no estás el primero en la cola para cobrar. Por lo que el grado de protección en realidad, si el colateral es bueno, es muy superior, además de que la rentabilidad también es superior, por lo que es muy importante. Muy importante también hacer la *Due Diligence* de qué hay detrás, además del colateral, cuáles son las cláusulas, si realmente estás de primero en la cola, si no, hay mucha casuística.

Si vamos a invertir por ejemplo en *Direct Lending*, es habitual ver que los préstamos son "secure" con colateral, pero claro hay que ver que colateral hay. Muy habitualmente la garantía que se pone en los préstamos bilaterales en el *Direct Lending* son las acciones de la compañía a la que estás prestando, de la compañía deudora. Acciones que valen cero si la compañía peta. Entonces, por tanto, es un colateral que realmente no tiene

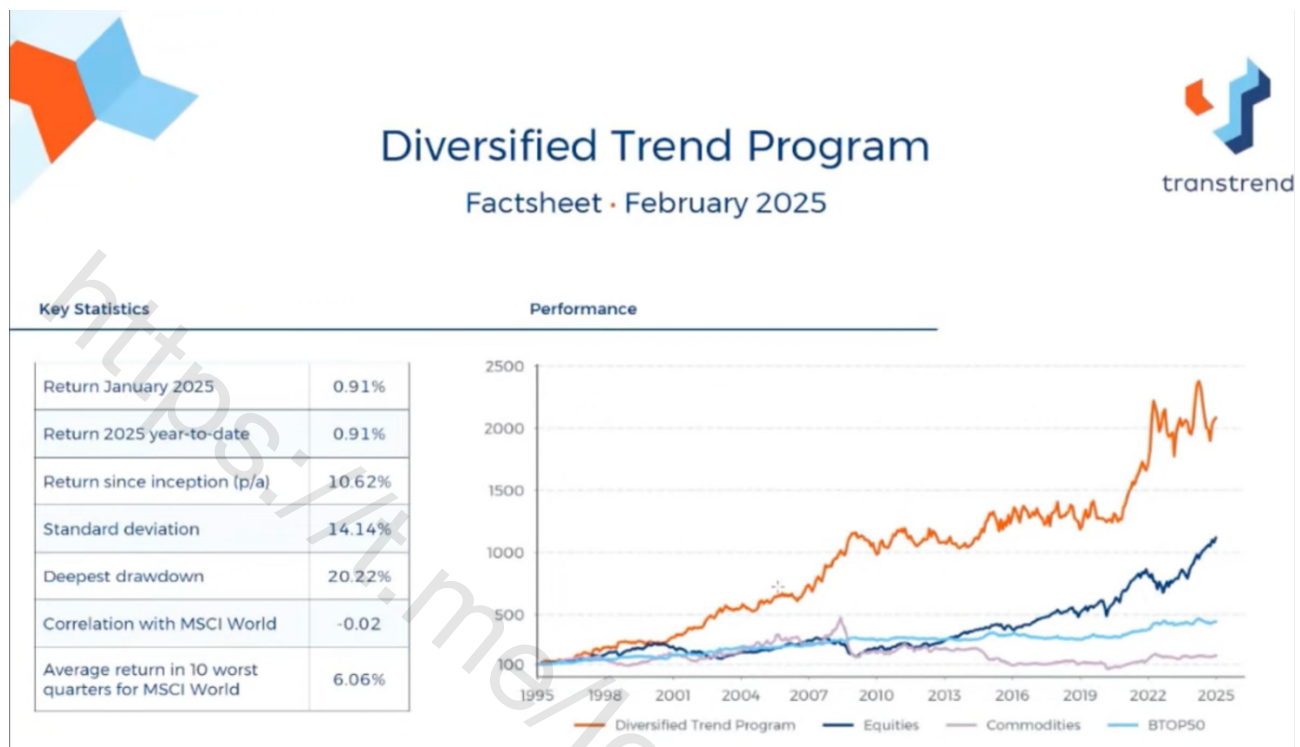
valor cuando más lo necesita. Esto no quiere decir, por supuesto, que no se pueda invertir en *Direct Lending*, que no sea prudente, pero es algo a tener en cuenta. No es lo mismo un colateral típico de *Direct Lending* que el colateral típico de fondos de *Asset Based Finance*, de financiación respaldada por activos, como es el caso de Horizon Capital Fund y de Valvest Steady Income Fund, que te ponen como colateral, activos cuyo valor no depende de la solvencia del deudor. Esa es la clave. El deudor quiebra, pero tu inmueble tiene valor. El valor del inmueble no depende de la solvencia del deudor. En esos casos, estaremos más protegidos.

Por último, hicimos una incorporación en **BlueOrchard**, un fondo que es de una gestora que es la número uno en el mundo en préstamos en *Microfinance*. Tiene histórico desde hace más de 20 años. **Todos los años en positivo**, la mayor caída fue, si no me equivoco, un 3%. Este es un fondo de un perfil de riesgo incluso más bajo. Estamos en un fondo que con veintipico años de track-record, ha dado una **rentabilidad superior a un monetario en un 2% de media**, con una curva de rentabilidad prácticamente idéntica. Nos parece súper interesante para la parte más conservadora de Icaria Patrimonio FIL. Un fondo que está más que probado que la estrategia funciona. Incorpora miles de préstamos, por lo que la diversificación es muy elevada.

Tiene algo menos de riesgo incluso que el típico fondo de Deuda Privada de *Direct Lending*, porque son préstamos pequeños y diversificados. La caída, la que te pueda dar un monetario en el peor de los momentos, quizás un pelín más. Por lo demás, el comportamiento es tremendamente estable. Estos fondos, aunque el deudor en principio es de menor calidad o de menor solvencia que si prestas a compañías, por cómo se estructuran, por las garantías que meten en cada préstamo, al final te dan un retorno mayor por perfil de riesgo de lo que cabría esperar.

En ese sentido se diferencian un poco de Valvest Steady Income Fund. Ya que Valvest hace pocos préstamos y se le pone mucho cariño para asegurarse, en la medida de lo posible, de que no vaya a haber ningún default. El *Microfinance* funciona con otra perspectiva, que es la de una cartera subyacente de muchos préstamos, en la que unos cuantos van a ser impagados por pura estadística, pero ahí tienes el esquema de garantías y de cómo estructuran la financiación para que al final puedas compararlos en nivel de riesgo, un fondo y otro.

Si los incentivos están alineados y el trabajo se hace bien, vas a seguir obteniendo lo que necesitas del Crédito Privado, que es una rentabilidad superior a la de los bonos, de riesgo de crédito equivalente y con una menor volatilidad.

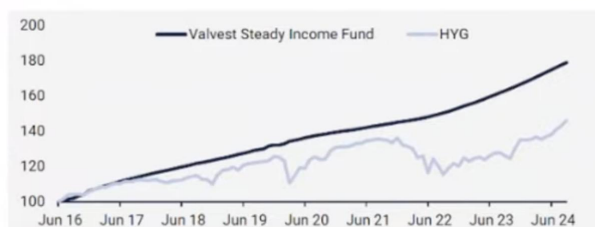


Aquí vemos **TransTrend Diversified Trend Program**, uno de nuestros fondos en Icaria Patrimonio FIL. Track-record desde 1995, que es una auténtica barbaridad. Fijáos como en 2008 o 2022, que fueron años catastróficos, lo hace muy bien. Si tú tienes algo que cae un 50%, como el MSCI World en el año 2008, y algo que sube un 50%, pues sobra decir que el comportamiento agregado de combinarlos es tremendamente interesante.

VALVEST AT A GLANCE

VALVEST

ROBUST AND UNCORRELATED PERFORMANCE IN USD



Performance	
1 Month	0.73%
Year-to-Date	7.40%
12 Months	9.82%
Since Inception p.a.	7.31%
Volatility (36 Months)	0.64%

YEAR	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC	YTD
2024	0.81%	0.75%	0.83%	0.80%	0.83%	0.80%	0.81%	0.80%	0.73%				7.40%
2023	0.69%	0.61%	0.61%	0.67%	0.72%	0.72%	0.72%	0.73%	0.72%	0.74%	0.73%	0.76%	8.77%
2022	0.30%	0.28%	0.33%	0.34%	0.41%	0.43%	0.52%	0.50%	0.49%	0.57%	0.63%	0.68%	5.64%
2021	0.36%	0.25%	0.27%	0.34%	0.34%	0.36%	0.40%	0.32%	0.36%	0.36%	0.27%	0.36%	4.06%
2020	0.47%	0.51%	1.08%	0.49%	0.44%	0.54%	0.47%	0.43%	0.36%	0.31%	0.43%	0.28%	5.98%
2019	0.55%	0.51%	0.48%	0.56%	0.63%	0.53%	0.51%	0.72%	0.36%	0.43%	0.48%	0.62%	6.56%
2018	0.61%	0.49%	0.53%	0.51%	0.63%	0.57%	0.53%	0.58%	0.63%	0.33%	0.48%	0.49%	6.56%
2017	0.68%	1.13%	0.66%	0.63%	0.88%	0.84%	0.65%	0.64%	0.63%	0.64%	0.60%	0.66%	8.99%
2016							0.68%	0.82%	0.61%	1.26%	0.69%	2.08%	6.30%

Aquí tenemos **Valvest Steady Income Fund**, comparado en oscuro con el índice de High Yield. No ha tenido **ni un solo mes negativo** desde inicio. Este es el track-record del fondo Evergreen, en el que nosotros estamos invertidos, pero el equipo gestor lleva haciendo esto durante décadas, y lo hace muy, muy bien. En los fondos de nicho, como este, algo que se ve habitualmente es que el vehículo surge como el resultado de décadas de experiencia invirtiendo, pero fuera de lo que es el mundo de los fondos, sino gestionando el patrimonio de un Family-Office o de unos cuantos inversores institucionales. Y en algún momento surge la idea de; *"oye, esto que nosotros hacemos tan bien, ¿por qué no se lo vendemos a terceros?"* Y así es como surgen estos fondos. Valvest empezó con fondos cerrados, los de *Capital Calls* de toda la vida, y luego ya sacó formato Evergreen, para atraer ese nicho de inversores.

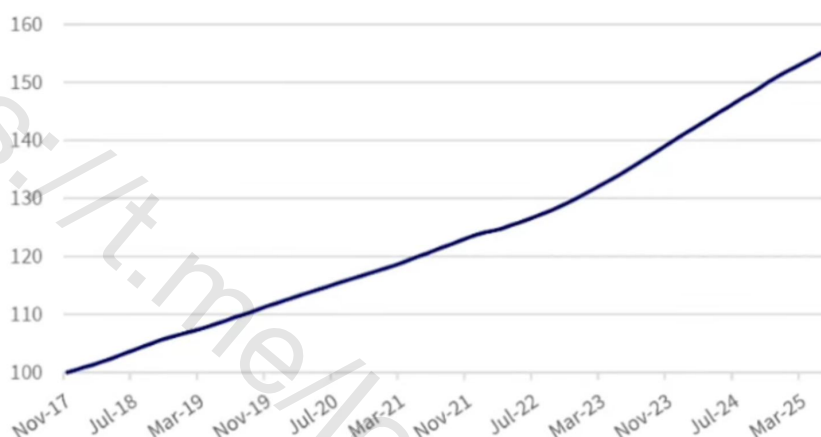
También lo hizo la gestora de **Horizon Capital Fund**. Su gestora forma parte de un grupo grande, que se ocupa de financiación de comercio internacional. Y en un momento dado, decidieron sacar un fondo para dar acceso a terceros a esa estrategia. Con esto lo que quiero decir, y como buena señal, es que no viven de cobrar comisiones a los clientes. Es un añadido, pero su negocio principal es otro, no es la de; *"vamos a lanzar fondos para venderlos"*. Ellos se dedican a lo que se dedican, que es dar esa financiación y, por el camino, crear unos cuantos fondos para ofrecer a terceros, para dar acceso a los inversores interesados a esas estrategias. Pero no dependen de una manera significativa de las comisiones de esos fondos.

EUR

%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2017												0.42	0.42%
2018	0.45	0.42	0.48	0.42	0.56	0.54	0.52	0.53	0.47	0.52	0.45	0.39	5.90%
2019	0.38	0.36	0.36	0.41	0.46	0.43	0.51	0.42	0.42	0.53	0.42	0.40	5.21%
2020	0.46	0.43	0.42	0.39	0.41	0.40	0.42	0.40	0.39	0.38	0.39	0.40	5.01%
2021	0.36	0.36	0.46	0.45	0.47	0.43	0.46	0.45	0.43	0.48	0.43	0.41	5.33%
2022	0.33	0.20	0.31	0.42	0.37	0.41	0.44	0.45	0.44	0.50	0.55	0.57	5.11%
2023	0.60	0.58	0.60	0.60	0.62	0.64	0.67	0.66	0.68	0.68	0.64	0.67	7.93%
2024	0.65	0.60	0.64	0.63	0.63	0.57	0.60	0.63	0.52	0.61	0.63	0.57	7.58%
2025	0.54	0.48	0.51	0.49	0.50	0.45	0.49						3.52%

* Past performance does not predict future returns

NAV/share since inception B1 (EUR) share class



Aquí tenemos **Horizon Capital Fund**, con una curva perfecta. Aunque lo importante no es la curva. Nosotros hemos descartado en su momento curvas incluso mejores a esta que estáis viendo, sino todo lo que hay detrás. Ahí es realmente donde está el valor a la hora de invertir. Porque una curva bonita puede tenerla en determinado momento casi cualquier fondo, pero lo importante es que la consistencia de lo que hay detrás y el análisis que se hace, sea el acertado. En su momento descartamos un fondo con una rentabilidad anualizada del 22%, si no me equivoco, que era el fondo de Bonsai. Y algún otro del estilo hemos descartado, porque hay determinadas cosas del proceso que no nos encajan, y que nos parece que es asumir más riesgo del que deberíamos.

	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%

Hemos introducido una forma de explicar el posible **Asset Allocation** del fondo. Es un rango, hacia donde nos gustaría ir. Para que la gente se haga la idea de qué puede encontrarse en determinados momentos. Este rango va en función de las oportunidades que vayan surgiendo. Si en determinado momento la bolsa cae un 50%, nos iremos al rango alto, y así del mismo modo en las demás categorías.

Otro punto que quería comentar es que se habla mucho de que los mercados privados están caros actualmente. Nuestro vehículo, **Icaria Patrimonio FIL**, tiene unas **comisiones 3-4 veces inferiores** a lo que se puede encontrar en los comparables del mercado. Los más grandes lo hacen muy muy bien, pero desde luego que son sustancialmente más caros. Desde la perspectiva de la comisión de Icaria Patrimonio FIL, siendo un fondo de inversión que invierte en activos privados, **diría que es el más barato**. No conozco ninguno que sea más barato en España.

Además, gran parte de los fondos, os diría el 99% de ellos, **estamos invertidos dentro de las clases Institucionales**. Por ejemplo, en el caso de **Brevan Howard**, que es un Hedge-Fund espectacular, estamos en la clase en la que el mínimo son 10 millones. En el caso de **BlueOrchard**, estamos en la clase de 5 millones. En el caso de **Transtrend** igual. En el caso de **Alta Fox**, estamos en la clase que el mínimo eran, unos 3 o 5 millones. Estamos en conversaciones para entrar en un fondo que dentro de menos de dos años el mínimo serán 100 millones.

Todo eso se puede conseguir a partir de 100.000 €. Y, como digo, con la comisión más baja del sector, un 0,99% de gestión y un 0,07% de depositaría.

En nuestro caso siempre escogemos acceder a las Clases Institucionales, por las relaciones que hay con ellos y, porque al invertir también con el Family-Office en esas Clases Institucionales, nos permiten agrupar el capital. Eso es un beneficio que tienen los partícipes desde el principio. Estamos muy contentos en Andbank, porque estamos camino de los 17 millones de euros con un fondo que se lanzó hace tres meses, y es una maravilla la confianza de la gente. Con esa confianza, nosotros trabajamos día a día para que la *Asset Allocation* sea cada día mejor.

Todas las gestoras hacen una *Due Diligence* del banco, del gestor, del depositario, de absolutamente todo. Muy exhaustiva, no permiten invertir a cualquiera. Más allá de eso, es montar un *Business Case*. También influye a relación que tengas con la gestora, y explicarles que estamos lanzando un fondo que ha escalado con este nivel, gestionamos para un Family-Office este fondo que va a escalar también rápido y en un periodo de tiempo no muy alejado, deberíamos de estar en torno a este volumen. Si la gestora te compra el *Business Case*, que diría que siempre nos lo ha comprado, nos permiten acceder. Y es una suerte. Me viene a la mente, por ejemplo, el fondo de **Hamilton Lane** de *Private Equity*, que estamos en la **Clase Institucional**. Es una comisión como la que puede tener un fondo de renta variable, siendo *Private Equity* bastante más caro. Lo mismo con **Partners Group Global Value**. En Deuda Privada estamos en conversaciones para entrar en fondos que tienen comisiones inferiores a fondos de Renta Fija UCITS.

En **Brevan Howard** también nos han hecho un *waiver* importante, estamos dentro, cuando el mínimo son 10 millones. Lo que pasa es que Brevan Howard sí que es un fondo más caro, con una estructura clásica de 2/20 (2% comisión de gestión y 20% comisión de éxito). Se lo han ganado, por otra parte. Es un fondo que **en 2008 llegó a subir en euros casi un 50%**.

Adelantamos hace meses que estábamos en conversaciones con **Elliot** para poder entrar en el fondo que tienen cerrado. Es un fondo con **track-récord desde 1977, con un 12% anualizado y si no me equivoco, sólo dos años de pérdidas**. Y la pérdida más grande, en torno al 5%. **Es una salvajada, nunca he visto un fondo así**. Y nos han dicho que sí, que nos van a hacer hueco, así que muy buenas noticias.

Al final, **Icaria Patrimonio FIL es un fondo con una volatilidad muy inferior a la de la renta variable**, aproximadamente un tercio. Por lo tanto, se va a comportar de una forma equivalente a su volatilidad. **Cuando la renta variable suba por la escalera, Icaria subirá menos. Y cuando la renta variable caiga por el ascensor, caerá menos.** Y al final, lo que buscamos, es una rentabilidad parecida a la de la renta variable, con un camino increíblemente más tranquilo. Y eso se verá con el paso del tiempo. De momento, muy poco valor liquidativo, pero cumpliendo el guión, que se seguirá cumpliendo para los próximos meses.

Respecto al *Asset Allocation*, el fondo invierte aproximadamente el 50% en activos de riesgo, entendiendo "riesgo" como bolsa y Private Equity. Se habla mucho sobre si los mercados privados están sobrevalorados. Eso es algo que me hace muchísima gracia, porque si cogemos los datos objetivos, mercados privados, siendo muchas más empresas que las públicas, no llegan ni al 10% del total de inversión, mientras que la inversión en bolsa es cinco veces más. El *EBITDA* medio al que ha cotizado mercados privados ha sido en torno a 9, ahora mismo cotiza a 11,8. Es una desviación pequeña. La bolsa, el S&P500 ha cotizado de media a 17, cotiza a 26. Es una desviación sustancialmente más grande. Entonces, me hace gracia cuando escucho esos comentarios. Nosotros también invertimos en bolsa, no es que tiremos balones sobre la bolsa, porque nosotros invertimos en bolsa. Pero me parece que no son declaraciones muy racionales ni trabajadas.

Después, tenemos en *Real Assets* exposición a infraestructuras, que es una de las temáticas que más me gusta, sin ninguna duda, porque son activos claves para el futuro de la humanidad, y que seguirán siéndolo. Además, tienen un comportamiento rentabilidad-riesgo sobresaliente. Tenemos también exposición a *Real Estate* no cotizado, a través de residencias de estudiantes, con uno de los líderes a nivel mundial en gestión de residencias de estudiantes, que es una temática tremendamente conservadora. Y **tenemos también exposición al oro de casi el 3%**, porque creemos que es la gran protección contra la irresponsabilidad mundial de la deuda.

El objetivo de **Icaria Patrimonio FIL** es comportarse de forma estable a lo largo del tiempo. Y, básicamente, ese es el conjunto. Hablamos de que el fondo está formado por el *Asset Allocation* que veíamos antes, similar a los *Family-Office* que gestionan 100 o 200 millones.

Y aquí, lo hacemos accesible desde 100.000 €.

Por lo que para mí, si cogemos comportamiento, volatilidad y rentabilidad, es el *Asset Allocation* que más me gusta, el que yo elegiría. Eso no quiere decir que es el que tenga que escoger todo el mundo. En cuanto a si puede ser el único *Asset Allocation* que tenga una persona, pues sí, podría ser, porque es el *Asset Allocation* que tiene un Family-Office con 100 millones de patrimonio que tiene su dueño. Por ese lado, evidentemente, sí puede ser. ¿Tiene que ser el único fondo que tengas? No. O sí, como tú lo determines.

La diversificación que hay en Icaria Patrimonio son miles de activos por debajo, de diferentes categorías. La diversificación sí que está llevada al extremo, esa es la realidad.

Si el cliente entiende bien el concepto de iliquidez, lo abraza y aprovecha las ventajas que le ofrece, no debería haber problemas.

Yo creo que pueden mejorarse las carteras de muchas personas, de muchos clientes que descubren esos beneficios de la iliquidez, que la teoría financiera lo trata como algo malo *per se*, pero si a cambio te dan una rentabilidad adicional, eso dependerá de cada inversor. Y hay inversores que pueden asumir esa iliquidez perfectamente. Hablamos de que **con Icaria Patrimonio puedes reembolsar cada tres meses**, mientras la mayoría de inversores hablan de que van "*a largo plazo*", en concreto en renta variable invierten un dinero que no necesiten en cinco o diez años. Aquí estamos hablando de que la posibilidad de reembolsar son tres meses. Si no estás dispuesto a esperar tres meses para reembolsar tu patrimonio, no deberías invertir ni siquiera en Renta Fija. Sólo deberías invertir en Letras del Tesoro. En realidad, ni siquiera deberías invertir en la Cartera Permanente si tu plazo de inversión es inferior a tres años, ya no digamos tres meses.

Así que es algo que me llama poderosamente la atención. Aunque lo entiendo, porque vivimos en un mundo tremendamente cortoplacista, donde los plazos de permanencia en los fondos, en muchos casos, son de meses. Así que, desde ese prisma, entiendo la preocupación por la iliquidez, porque mucha gente no se mantiene ni un trimestre en un fondo.

Yo creo que ha quedado un comentario que ayudará mucho a los partícipes y a la gente que le interese aprender un poco más sobre mercados privados. Intentaremos hacerlo una vez al mes, porque conlleva profundizar en el comentario mensual.

Actualización 5-septiembre-2025

Hoy repasaremos los cierres mensuales y las **posibles novedades de nuevos fondos que podríamos incluir en los próximos meses**. Como siempre que hablamos de esto, siendo claros y sin vender humo.

Icaria Patrimonio FIL es un fondo descorrelacionado de la renta variable, pero lo que se suele vender como descorrelacionado de la renta variable es aquello que cuando la renta variable cae, el fondo sube. Y esto, en mi experiencia, de cada 100 fondos que lo prometen, 99 mienten. Y conozco los mejores fondos del mundo en este campo.

Por ejemplo, el fondo Partners de Blackstone, donde invierten los socios del propio Blackstone su dinero más líquido, es un fondo cuya estrategia es precisamente esta, ser un Hedge-Fund multiestrategia de retorno absoluto, que en 2008 cayó un 15 %, no cayó un 55 % como la renta variable, pero sí un 15. Por lo tanto, partiendo de la premisa de que para mí, el tipo de productos que se venden como que *“van a hacerlo bien en cualquier entorno de mercado”*, la mayor parte de las veces son mentira, **Icaria patrimonio FIL lo que busca es obtener retornos sobresalientes en base a riesgo**. Esta es la clave, en base a lo que se va a mover tu patrimonio, a su volatilidad.

Alguien puede argumentar que como los Valores Liquidativos de Icaria Patrimonio son mensuales, la volatilidad va a ser inferior de forma artificial. Pero la realidad es que si los liquidativos de la renta variable fuesen mensuales, Icaria Patrimonio FIL seguiría teniendo menos de la mitad de volatilidad que la renta variable, prácticamente un tercio. Esta es la realidad.

Entonces, lo que buscamos aquí es **un fondo con baja volatilidad y retornos satisfactorios, descorrelacionado de la bolsa**. ¿Qué quiere decir? Pues por ejemplo, que en un entorno como el de 2025, que la bolsa llegó a caer más de un 20 %, pues que Icaria Patrimonio caiga un 3% o un 5%, que realmente se llegaría a mover menos, pero en ese entorno estaríamos. Y si llega de nuevo un año como el 2008, donde la renta variable cayó un 55 %, Icaria Patrimonio FIL, **en el peor escenario posible**, te caería en torno a un 15 %, que ni siquiera fue lo que habría caído, según nuestros backtests. Pero

siempre me pongo en los peores escenarios. Prefiero pasarme de pesimista que de optimista, siempre.

Es un fondo realmente descorrelacionado, que va a ser mucho más consistente en sus retornos, en cuanto que va a haber menos desviación a su retorno objetivo, porque tiene menos volatilidad, pero que si viene un apocalipsis donde absolutamente todo cae, va a caer mucho menos, pero caerá.

Después de 15 años trabajando en empresas de primer nivel, puedo decir que la fórmula del Santo Grial no existe. Lo puedo decir muy bien.

Vamos al asunto que nos ocupa hoy. Revisemos qué tal está siendo el comportamiento de Icaria Patrimonio FIL en julio. Lo primero que hay que comentar es que el inicio es complicado y atípico, ya que suscribir los fondos que suscribimos, al ser fondos muy exclusivos y de difícil acceso, son las gestoras las que nos hacen una *Due Diligence* a nosotros, quiénes somos, tenemos que estar mandando documentación sobre el banco, sobre mi persona y sobre absolutamente todo durante meses. No es algo de un día ni de semanas. En el caso del fondo Transtrend, llevamos seis meses en el proceso.

Eso conlleva que julio, que ha sido el primer mes en el que el fondo está invertido, el primer Valor Liquidativo real, la liquidez media del fondo ha estado en torno al 30%, aunque cerramos el mes en el 25 %. A pesar de ello, **la rentabilidad bruta fue del 1,1 %**, para la Clase I de 1,08 % y para la Clase A creo que 1,06 % más o menos, con un 70% de la inversión acometida. Lo cual es un retorno en base a lo esperado. El aspecto más peculiar es que gran parte lo teníamos en liquidez y aún queda bastante. Nuestro objetivo de liquidez es en torno a un 5 % ó 10 %, dependerá del contexto y de las oportunidades.

El primer Valor Liquidativo invertido ha sido julio, pero escribimos un artículo con el cierre de junio, en el que hablamos de cuál habría sido el comportamiento en ese mes si hubiésemos estado invertidos.

	Rentabilidad junio 2025
ICARIA PATRIMONIO	0,0%
Liquidez	0,1%
Private Debt	0,3%
Real Asset	-0,7%
Hedge Funds	-1,9%
Private Equity	-0,7%
Equity Cotizado	1,6%

Datos pro-forma no auditados. Se asume que la cartera de Icaria Patrimonio ya ha alcanzado su objetivo de asset allocation. Esta información se ofrece con fines ilustrativos y no es el reflejo de una rentabilidad efectivamente generada.

No es un resultado real. Es un resultado pro-forma no auditado. Estos rendimientos son en euros. En junio, el dólar se fue a un -4,5% para los inversores en euros. Implica que el efecto divisa es un -4,5%. Esto perjudicó mucho a las categorías de activos que estáis viendo, ya con el efecto divisa aplicado. Por eso junio fue prácticamente plano; Liquidez en euros un 0,1%. Deuda Privada un 0,3%. Real Assets y Hedge-Funds negativos un -0,7% y -1,9%, sobre todo por el dólar, porque el rendimiento en divisa local fue positivo. Private Equity lo mismo, un -0,7% y Equity Cotizado subió un 1,6% y fue lo que aportó más rentabilidad al FIL. Esto de junio que, como digo, no fue una rentabilidad real, no se obtuvo, porque el fondo estaba invertido a partir de julio, que es lo que veremos a continuación.

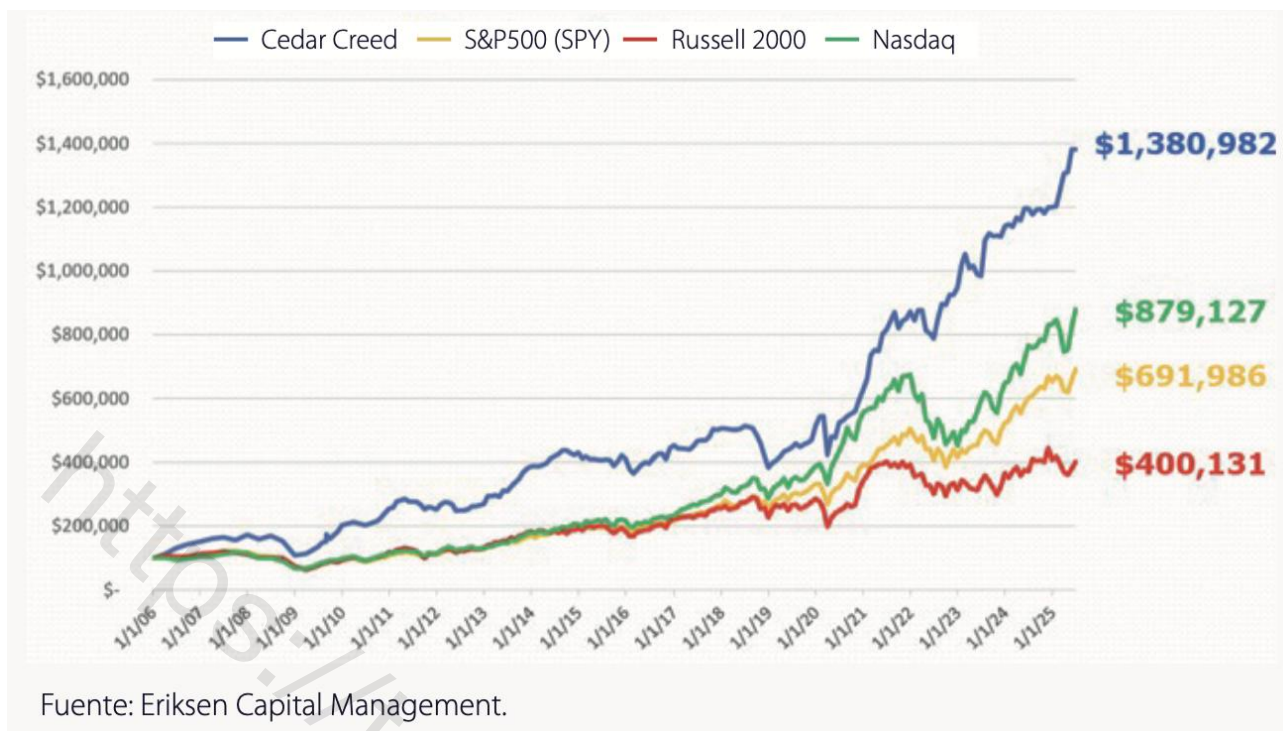
En julio, que ya estábamos invertidos con una media de liquidez del 30%, fue cuando conseguimos el 1,08% y el 1,05% para las distintas clases. Esta vez el dólar fue a favor, aproximadamente un +2%. Quien quiera leer el comentario completo, lo tiene en la página 230 de este dossier.

Así que fue un resultado en el mes de julio normal, el esperado para un perfil de fondo poco volátil como el que hablamos, **con un objetivo de rentabilidad en torno al 8% neto anual**, un mes normal.

Sobre los fondos que tenemos en el *pipeline*, en la coctelera de **posibles fondos futuros que estamos mirando, hay más de 20 fondos de primer nivel; fondos de KKR, de Carlyle, de Oaktree, de Boutiques que son de lo mejor de lo mejor.**

En el informe de julio (página 230) hablamos de **Bonsai Partners**, con un track record del **22% anualizado, frente a un 14,9% del S&P500**, es decir, pulverizándolo. Hay pocos fondos UCITS, por no decir prácticamente ninguno, que tengan un rendimiento en el mismo periodo del 22%, y eso es una de las grandes ventajas de los fondos de Renta Variable en los que invertimos, que en el universo de fondos UCITS, es decir, los que se pueden contratar en Europa, prácticamente no hay ninguno que consiga estas rentabilidades, por los requisitos de regulación que hay, que son bastante extremos. En el informe también **hablamos de por qué lo descartamos**, a pesar de tener un 22% contra un 14,9% del S&P500, es un fondo que descartamos nosotros, sobre todo por motivos relacionados con su riesgo. Para que entendáis que nuestro proceso de análisis, pensamiento y razonamiento versa siempre sobre la seguridad.

El trabajo que podemos hacer nosotros es como el de alguien que se dedique profesionalmente a analizar fondos, sea para formación o para gestionar carteras, es exactamente lo mismo. **Nosotros no invertimos directamente**, sino que analizamos los mejores fondos del planeta Tierra, sin restricción de que tengan que ser españoles, como la mayoría de los analistas que hay en España, que se tienen que ceñir a lo que se comercializa en España. Nosotros no, porque invertimos a través de un FIL, que tiene mucha mayor flexibilidad. Esa es la gran ventaja. Así que básicamente el trabajo que hacemos es ese, **con la experiencia de más de una década haciéndolo, siempre es un valor añadido.**



Cedar Creek es otro de los fondos que mencionamos en el informe de julio. Podemos ver el comportamiento contra el S&P 500 desde el año 2006. **Su consistencia es impresionante.** Como digo, fondos que se comercialicen en España, que se analicen en Substack o Twitter y que tengan este rendimiento, no hay ninguno, ni siquiera el Nasdaq o similares. Además, Cedar Creek no invierte en acciones que estén en el MSCI World. La mayoría, por no decir prácticamente todas, no tienen nada que ver con el MSCI World o el Nasdaq. Eso es algo reseñable. Es invertir en small-cap, en mid-cap y conseguir esos retornos. Eso es lo realmente complicado



Fuente: Bloomberg

Y por último, **Horizon Capital Fund**, un fondo que sí entrará en el mes de agosto dentro de Icaria Patrimonio FIL. Se trata de una gestora suiza, una Boutique de primer nivel. Hemos estado reunidos con ellos múltiples veces y aquí tenéis el rendimiento desde el año 2012, con liquidativos mensuales. **Tiene una volatilidad aproximada del 1%, con una rentabilidad anualizada en torno al 8%.** Impresionante. Hemos estado reunidos con ellos, publicaremos un artículo explicando lo que hacen, cómo lo hacen y cómo está controlado el riesgo por medio de seguros contra el colateral. Porque son préstamos con colateral, como a nosotros nos gusta.

No son Senior Loans, sino algo que se denomina **Trade Finance**. Este concepto lo explicaremos con detalle más adelante, para entender por qué es tan interesante y por qué nos interesa tanto esta Boutique suiza tan potente. Tienen más de 2.000 millones bajo gestión y es un fondo tremendo. **El gráfico es increíble, sobre todo porque ha pasado por todo tipo de historias y ahí está aguantando.**

Es un fondo muy bueno y muy protegido, sobre todo porque tiene el colateral, el valor del colateral es mayor que el valor del préstamo. La historia de la gestora es tremendamente interesante. Lo que más nos gusta de este perfil de fondos es analizar el subyacente, entenderlo, reunirnos con ellos como si fueran una empresa, como si estuviéramos analizando una empresa, pero aquí lo que analizamos es el proceso.

FUND STRATEGY

- The Horizon Capital Fund – European Trade Finance Sub-Fund 1 is a Luxembourg SICAV-RAIF open-ended fund targeting an absolute return of 6-7% p.a. with low volatility (<1%). The Fund invests predominantly in short-term, self-liquidating commodity trade finance loans, secured by physical commodities as collateral.
- Launched in December 2017, the Fund is advised by Horizon Capital AG, a Swiss asset manager with offices in Zug, Geneva, and Singapore. The Fund's regional focus is Europe, and it specializes in short-term private debt strategies linked to natural resources.
- By focusing on structured trade finance opportunities, the Fund provides institutional investors with a range of investment strategies in the natural resources sector, offering steady returns and capital preservation.

HISTORICAL PERFORMANCE* IN % IN USD (NET OF FEES): USD PORTFOLIO

%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2012										0.13	0.73	0.79	1.66%
2013	0.62	0.60	0.66	0.42	0.53	0.56	0.51	0.71	0.65	0.71	0.74	0.56	7.52%
2014	0.57	0.70	0.60	0.57	0.66	0.51	0.59	0.59	0.56	0.43	0.48	0.41	6.86%
2015	0.34	0.41	0.45	0.37	0.51	0.51	0.33	0.51	0.48	0.49	0.52	0.55	5.60%
2016	0.45	0.36	0.53	0.53	0.41	0.54	0.46	0.39	0.34	0.53	0.56	0.54	5.80%
2017	0.47	0.43	0.37	0.47	0.58	0.40	0.37	0.62	0.61	0.50	0.33	0.52**	5.87%
2018	0.48	0.51	0.62	0.52	0.58	0.62	0.63	0.68	0.60	0.71	0.60	0.55	7.34%
2019	0.58	0.54	0.53	0.45	0.52	0.52	0.51	0.52	0.52	0.55	0.51	0.57	6.51%
2020	0.49	0.48	0.51	0.49	0.41	0.40	0.39	0.40	0.41	0.41	0.40	0.40	5.32%
2021	0.40	0.39	0.44	0.44	0.41	0.41	0.40	0.41	0.41	0.43	0.41	0.42	5.08%
2022	0.37	0.35	0.41	0.43	0.42	0.45	0.47	0.50	0.54	0.60	0.65	0.68	6.03%
2023	0.70	0.67	0.70	0.68	0.75	0.73	0.73	0.72	0.71	0.72	0.68	0.69	8.82%
2024	0.71	0.68	0.71	0.67	0.73	0.70	0.71	0.75	0.68	0.65	0.65	0.60	8.56%
2025	0.52	0.54	0.50	0.50	0.54	0.50	0.53						3.69%

*Past performance does not predict future returns

**Migration from the GMS Sovereign Plus Fund in the Horizon Capital Fund – European Trade Finance – Sub-Fund 1.

HISTORICAL PERFORMANCE* IN % IN EUR (NET OF FEES): EUR PORTFOLIO

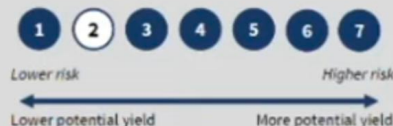
%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2017												0.42	0.42%
2018	0.45	0.42	0.48	0.42	0.58	0.54	0.52	0.53	0.47	0.52	0.45	0.39	5.90%
2019	0.38	0.36	0.36	0.41	0.46	0.43	0.51	0.42	0.42	0.53	0.42	0.40	5.21%
2020	0.46	0.43	0.42	0.39	0.41	0.40	0.42	0.40	0.39	0.38	0.39	0.40	5.01%
2021	0.36	0.36	0.46	0.45	0.47	0.43	0.46	0.45	0.43	0.48	0.43	0.41	5.33%
2022	0.33	0.20	0.31	0.42	0.37	0.41	0.44	0.45	0.44	0.50	0.55	0.57	5.11%
2023	0.60	0.58	0.60	0.60	0.62	0.64	0.67	0.66	0.68	0.68	0.64	0.67	7.93%
2024	0.65	0.60	0.64	0.63	0.63	0.57	0.60	0.63	0.52	0.61	0.63	0.57	7.58%
2025	0.54	0.48	0.51	0.49	0.50	0.45	0.49						3.52%

*Past performance does not predict future returns

PERFORMANCE GRAPH SINCE INCEPTION OF THE STRATEGY*

RISK MANAGEMENT

Synthetic Risk Indicator (SRI)⁽¹⁾:



FUND CHARACTERISTICS

Legal form: SICAV-RAIF Luxembourg

Recommended investment horizon: 5 years

Fund currencies: EUR - USD

Share class currencies:

EUR - USD - CHF - GBP - JPY

Strategy inception date: September 2012

Investment advisory fee: 1.5% p.a

Carried interest:

20% p.a over a Hurdle of 3 M-SOFR (respectively EURIBOR, SARON, SONIA, TONA for applicable currencies)⁽²⁾

Subscription: Monthly

Redemption: Monthly with 90 days notice

Minimum investment (EUR):

100'000 (or equivalent in USD, GBP, CHF & JPY)

SFDR: Article 8

SERVICE PROVIDERS

Investment advisor: Horizon Capital AG

Trade administrator: SCCF SA

AIFM: Funds Avenue SA

Auditor: PwC Luxembourg

Administrator: Bolder Luxembourg SA

Legal advisor: Elvinger Hoss Prussen SA

Depository Bank: Creand, Banque de

Patrimoines Privés (Luxembourg)

MAIN RISKS⁽²⁾

- Liquidity risk
- Credit risk
- Fraud risk
- Quality risk
- Interest rate risk

Aquí tenemos el *track record* de **Horizon Capital Fund**, por años. Lo más interesante del fondo es que tienen estrategia en dólares y en euros. Y no es como la mayoría de fondos que veis en Morningstar. En esos fondos de Morningstar, está la estrategia en dólares y en euros, pero básicamente es lo mismo. Lo único que cambia es que si inviertes en euros, tú compras el fondo en euros pero tienes la exposición en la divisa de origen. Es decir, tu rendimiento, inviertas en la clase dólares o en la clase euros, es el mismo.

Aquí es diferente. Este es un fondo que invierte en préstamos en dólares, denominados en dólares. Y otro fondo que invierte en préstamos denominados en euros, con lo que ello conlleva. Por lo que no es pasar las rentabilidades del dólar a euros y no es hacer *hedge* (cubrir en euros) las rentabilidades de dólares. No es eso. Es muchísimo más top. **Icaria Patrimonio FIL invertirá directamente en la clase en euros**, que ha conseguido en el año 2023 un 8%, en el 2024 un 7,5% y lleva en lo que va de año a cierre de julio un 3,5%. Anualizado sería cerca de 6,5%, que está muy muy bien. **Es un fondo de difícil acceso**, la verdad. De muy difícil acceso, pero que este mes vamos a tener dentro de Icaria Patrimonio FIL.

Neuberger Berman Overview

Independent, privately-owned, global investment manager



También estamos analizando un fondo de Private Equity y otro de Deuda Privada de **Neuberger Berman**. Gestora con 85 años de historia, propiedad de los empleados. De las mejores. Estamos analizando dos fondos privados, Private Equity y Deuda Privada, que son muy muy top, para que veáis las casas que estamos planteando integrar dentro de Icaria Patrimonio en el futuro.

MONTHLY PERFORMANCE, NET OF FEES

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD	S&P Financials
2025	7.03%	(2.05%)	(5.15%)	0.42%	7.87%	5.70%	6.62%						21.38%	8.50%
2024	1.51%	3.54%	5.34%	(2.36%)	4.32%	(0.54%)	11.56%	(1.62%)	0.97%	1.63%	18.19%	(4.97%)	41.88%	29.78%
2023	15.60%	1.55%	(13.35%)	7.00%	(1.06%)	6.74%	10.35%	(2.47%)	(0.17%)	(2.52%)	9.25%	9.63%	44.18%	11.66%
2022	1.07%	0.68%	(5.70%)	(3.99%)	1.45%	(12.06%)	8.13%	3.44%	(13.40%)	10.84%	3.93%	(4.04%)	(11.99%)	(10.15%)
2021	0.00%	7.09%	3.32%	3.20%	1.16%	(1.95%)	(0.01%)	1.50%	0.78%	1.35%	(0.94%)	6.52%	23.86%	34.55%
2020	(2.26%)	(11.02%)	(36.23%)	22.38%	7.75%	10.71%	5.48%	7.01%	0.29%	6.24%	15.61%	5.17%	18.39%	(1.91%)
2019	17.76%	4.44%	(2.60%)	4.25%	(4.74%)	4.58%	1.05%	(4.86%)	7.60%	0.98%	2.87%	3.32%	38.10%	31.22%
2018	8.59%	(2.36%)	(4.57%)	1.20%	0.44%	(0.12%)	4.06%	0.22%	(1.31%)	(7.37%)	(0.29%)	(14.01%)	(16.02%)	(13.03%)
2017	1.19%	5.58%	(3.54%)	1.09%	(3.75%)	3.02%	4.78%	(3.21%)	4.67%	(1.12%)	3.50%	5.14%	17.98%	20.89%
2016	(12.35%)	2.02%	8.77%	4.68%	3.00%	(9.79%)	12.80%	4.95%	(0.77%)	1.72%	23.95%	5.67%	48.08%	24.28%
2015	(6.78%)	3.56%	(2.34%)	3.67%	0.74%	(0.90%)	(3.78%)	(4.55%)	(5.96%)	4.60%	2.49%	(9.85%)	(18.55%)	(0.72%)
2014	0.27%	8.12%	(0.48%)	(2.69%)	(0.49%)	0.88%	(2.27%)	1.44%	(1.87%)	(2.89%)	(0.04%)	(0.52%)	(0.97%)	14.89%
2013	8.26%	3.97%	4.11%	3.80%	5.89%	(3.78%)	2.70%	(3.51%)	(0.71%)	5.06%	4.73%	2.68%	37.76%	34.20%
2012	4.55%	1.65%	7.51%	(1.37%)	(0.67%)	3.99%	1.94%	(1.57%)	2.40%	7.61%	1.72%	3.01%	34.87%	26.90%
2011	14.03%	9.26%	(4.00%)	1.20%	6.43%	1.32%	0.36%	(5.00%)	(5.34%)	2.76%	(0.41%)	(4.34%)	15.34%	(15.01%)
2010	(2.97%)	6.01%	4.55%	5.77%	(3.00%)	(17.98%)	3.93%	(6.65%)	7.03%	7.73%	5.61%	5.13%	12.39%	13.31%
2009	22.60%	7.00%	19.23%	11.00%	17.19%	20.93%	7.90%	15.28%	(0.50%)	(12.63%)	(0.87%)	8.65%	186.31%	15.46%
2008							(1.89%)	(7.24%)	(21.90%)	16.63%	(7.93%)	11.02%	(15.26%)	(33.48%)

PERFORMANCE AND RISK ANALYSIS

	Gator Financial	S&P 500 TR	S&P 1500 Financials TR	Top 5 Long Positions	% of NAV*
Net Performance				Société Générale S.A.	9.06%
Annual Compound Return	22.18%	11.97%	9.34%	First Citizens Bancshares	7.32%
Cumulative Return	2,963.24%	590.16%	359.73%	Robinhood Markets Inc.	6.52%
% of Profitable Percentage	62.44%	67.80%	58.05%	Axos Financial Inc.	5.21%
				SLM Corp.	5.00%
Risk Analysis				*Top 5 positions represent delta adjusted position values.	
Annualized Volatility	25.91%	15.71%	22.12%		
Sharpe Ratio (RFR)	0.73	0.64	0.35		
Sortino Ratio (RFR)	1.29	1.10	0.59		
Downside Deviation	15.71%	10.36%	15.29%		

Otro fondo que tenemos en el *pipeline*. En este caso, se trata de **Gator Financial Partners**. Un *Hedge-Fund* que nos gusta mucho porque complementa lo que tenemos. Los fondos que tenemos de renta variable en Icaria Patrimonio no tienen prácticamente nada de exposición al sistema financiero, y **este es un fondo con foco en financiero**. Desde 2008 veis la rentabilidad del fondo y veis la rentabilidad del S&P500. No estamos hablando de tres o cinco años. Estamos hablando desde el año 2008, pulverizando al S&P500.

Una rentabilidad anualizada del 22% en 17 años, frente al 12% del S&P500. No está nada mal. Conocemos bien al equipo, nos gusta, y hacen algo que no tiene nada que ver con lo que tenemos en Icaria Patrimonio FIL, por lo que complementa muy bien, que es otro de los aspectos que buscamos; buscar fondos que complementen bien a lo que ya tenemos.

HISTORICAL NET PERFORMANCE: RENAISSANCE INSTITUTIONAL EQUITIES FUND INTERNATIONAL L.P.

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Return
2024	4.7%	-0.3%	0.1%	1.6%	0.6%	3.6%	2.2%	5.0%	2.2%	-0.2%	1.2%	-1.2%	21.0%
2023	-0.4%	-1.2%	4.5%	-0.3%	-3.0%	0.3%	1.0%	1.0%	0.7%	0.9%	3.2%	-1.5%	6.0%
2022	-2.2%	-1.6%	3.1%	1.8%	-2.5%	1.6%	-2.7%	-6.8%	-3.4%	9.7%	5.2%	2.3%	3.5%
2021	-9.6%	1.7%	3.7%	5.6%	4.3%	-4.4%	7.0%	1.8%	-3.6%	3.4%	-1.2%	6.7%	18.1%
2020	-0.0%	-6.0%	-7.9%	1.7%	2.0%	-5.0%	2.3%	0.3%	-4.7%	-4.1%	-3.1%	3.4%	-19.9%
2019	3.0%	0.5%	0.8%	1.9%	-3.0%	1.3%	0.8%	0.5%	1.6%	1.9%	-1.1%	1.7%	10.2%
2018	2.0%	-3.1%	2.4%	-1.1%	-0.7%	1.1%	4.0%	2.4%	1.3%	-2.5%	3.2%	-2.2%	6.7%
2017	-1.1%	3.3%	0.6%	2.4%	4.3%	-2.7%	1.0%	1.6%	-0.8%	4.1%	2.5%	-2.4%	13.3%
2016	6.8%	2.6%	2.2%	-4.2%	0.5%	4.5%	3.0%	-2.0%	-2.1%	3.2%	-1.8%	5.7%	19.5%
2015	1.9%	-0.7%	0.5%	-1.5%	-2.3%	-1.8%	6.7%	-0.4%	7.5%	4.3%	-0.5%	1.3%	15.4%
2014	-5.1%	1.7%	4.0%	-0.2%	0.8%	-3.5%	-0.2%	1.6%	2.9%	6.3%	3.4%	1.0%	12.7%
2013	4.6%	2.2%	3.5%	1.4%	-3.2%	-0.6%	1.7%	-4.9%	1.5%	8.5%	1.0%	-0.3%	15.7%
2012	-0.1%	3.3%	4.7%	0.8%	-1.5%	-0.4%	1.7%	-1.4%	1.5%	-1.8%	2.4%	-2.1%	7.2%
2011	0.6%	3.0%	4.2%	5.1%	3.1%	1.4%	-1.3%	4.7%	0.7%	4.4%	1.5%	1.5%	32.8%
2010	-1.8%	2.6%	3.6%	0.6%	-4.5%	2.2%	3.1%	-3.0%	7.4%	3.6%	0.9%	-0.8%	14.2%
2009	-4.6%	-4.7%	0.3%	-9.4%	0.7%	3.8%	3.7%	-2.3%	2.0%	-0.8%	1.7%	3.2%	-7.0%
2008	-4.4%	-0.1%	-2.6%	0.6%	2.8%	-5.4%	4.6%	-0.7%	-5.6%	-6.0%	-2.3%	-0.0%	-18.0%
2007	0.1%	-1.0%	2.1%	3.2%	0.8%	-0.6%	-4.1%	0.3%	0.4%	-0.8%	0.2%	-2.4%	-1.9%
2006	3.6%	0.6%	1.7%	3.1%	-1.5%	1.3%	4.9%	0.9%	1.5%	1.1%	-1.6%	4.8%	19.6%
2005								0.2%	1.8%	0.1%	1.7%	0.4%	4.3%

Aquí tenemos un ejemplo de un fondo que analizamos, **Renaissance Institucional Equities Fund International L.P.** Para quien no lo conozca, es la gestora que creó Jim Simmons, **el gestor que generó las rentabilidades más increíbles en la historia.** Este obviamente no Medallion Fund, el fondo insignia (y restringido sólo a sus empleados) de Jim Simmons. Es un fondo que nos trajo Goldman Sachs, que es uno de los players con los que trabajamos en alternativos. Es un buen fondo, que finalmente descartamos por diversos motivos. Pero con estos ejemplos os hacéis una idea de las gestoras que miramos.

CVC Credit as a Partner of Choice for European Private Credit¹

CVC-CRED is an open-ended Private Credit solution managed by CVC Credit

Scaled leading manager in Private Credit

Our Team

- Highly experienced deep bench of dedicated investment professionals with access to CVC's 12 local European offices
- €9.9bn deployed in Private Credit with CVC Network involvement since 2021
- 88 transactions, involving >110 CVC professionals and 29 teams from across CVC



Sponsor Relationships

- Extensive global network of mid-cap and large-cap sponsor relationships, having worked with over 75 sponsors since 2014²
- Strong banking relationships across Europe, generating improved access to investment opportunities and differentiated insights into transaction pricing³



Portfolio

- Robust portfolio performance through 192 transactions since European Direct Lending inception
- Scaled, robust and diversified: €46bn Credit AUM, including €16bn Private Credit AUM
- We can invest across the size range, and pivot to where we see relative value



Leveraging the CVC Network and focusing on where we have a competitive advantage

Ares Management

» With approximately \$572 billion in assets under management, Ares Management Corporation is a global alternative investment manager operating an integrated platform across five business groups

Profile

Founded	1997
AUM	\$572bn
Employees	4,165+
Investment Professionals	1,630+
Global Offices	55+ ¹
Direct Institutional Relationships	2,700+
Listing: NYSE - Market Capitalization	\$61.2bn ²

Global Footprint³



The Ares Differentiators

Power of a broad and scaled platform enhancing investment capabilities

Robust management team with integrated and collaborative approach

20+ year track record of attractive risk adjusted returns through market cycles⁴

An experienced manager in leveraged finance, direct lending and secondaries

	Credit	Real Assets	Private Equity	Secondaries	Other Businesses
AUM	\$377.1bn	\$129.8bn	\$23.8bn	\$33.9bn	\$7.8bn
Strategies	Direct Lending Liquid Credit Alternative Credit Opportunistic Credit APAC Credit	Real Estate Equity Real Estate Debt Digital Infrastructure Infrastructure Opportunities Infrastructure Debt	Corporate Private Equity APAC Private Equity	Private Equity Secondaries Real Estate Secondaries Infrastructure Secondaries Credit Secondaries	Ares Insurance Solutions ⁵ Ares Acquisition Corporation ⁶

Note: As of June 30, 2025, AUM amounts include approximately \$13.1 billion of funds managed by Ivy Hill Asset Management, L.P., a wholly owned portfolio company of Ares Capital Corporation and registered investment adviser.

Past performance is not indicative of future results. Figures shown on an as combined basis for the closing of the acquisition of GCP International. Totals may not foot due to rounding.

1. Only counts one location per metro area. Includes only offices that Ares has leased or acquired. Does not include legacy GCP International locations where Ares is not acquiring the leases.

2. As of July 28, 2025.

3. New Delhi office is operated by a third party with whom Ares Asia maintains an ongoing relationship relating to the sourcing, acquisition and/or management of investments.

4. AUM managed by Ares Insurance Solutions excludes assets which are sub-advised by other Ares' investment groups or invested in Ares funds and investment vehicles.

5. AUM includes Ares Acquisition Corporation II ("AACT").

6. Risk adjusted returns do not guarantee against loss of capital.

También estamos mirando CVC o Ares. De Ares estamos mirando dos vehículos muy potentes en deuda. **Ares es una gestora creada en 1997, con casi 600.000 millones bajo gestión** y son muy, muy potentes. En la parte de Deuda Privada, que es la que más nos interesa, tienen 377.000 millones en crédito. Imaginad las capacidades que tienen. Son gente, muy, muy top.

PDLF: an asset-based lending private credit strategy

Strategy	Opportunity	Edge
- Income-oriented private credit strategy with focus on asset-based lending - Current income distribution of 8%¹ with monthly subscriptions and quarterly redemptions (5% fund-level limit) - Highly diversified portfolio with dynamic allocations across mortgage, specialty finance, real estate, and corporate markets	- Aim to capitalize on the evolution of private credit toward asset-backed opportunity set - Asset-based lending markets offer attractive yields as traditional banks re-trench due to regulatory pressure - Diversifying source of private credit with complementary income streams and collateral backing	- Asset Based Lending platform with over \$200bn of capital deployed in private opportunities since 2007 - Leveraging 50 years of Credit and Fixed Income investing, with global sourcing network - Proprietary data and analytics, covering 40bn datapoints across mortgage and consumer credit to enhance underwriting

- An investment in any PIMCO managed private strategy entails a high degree of risk and investors could lose all or a portion of their investment.
- ¹Target Return is not a guarantee, projection or prediction and is not indicative of future results

As of 30 April 2025. SOURCE: PIMCO. The views expressed are those of PIMCO. Statements of opinion are subject to change, without notice, based on market and other conditions. No representation is made or assurance given that such views are correct. There can be no guarantee that the trends mentioned will continue.
¹ Income distribution target range is 6% - 9%. The Target Income Distribution is not a guarantee, projection or prediction and is not indicative of future results of a fund. There can be no assurance that a fund will achieve the Targets and actual results may vary significantly from the targets. An investor may lose all of its money by investing in a fund.
Refer to Appendix for investment strategy, outlook, target return and risk information.

PIMCO

8

KKR KKR Infrastructure Fund ("KIF")

Innovative open-ended strategy that provides access to KKR's well-established infrastructure platform

KIF seeks to generate attractive risk-adjusted returns, consisting of both income and capital appreciation by providing investors with access to KKR's industry-leading infrastructure platform.

13.13% | 12.18%

Inception To Date (ITD) Annualized
Net Performance¹ (Class RA | Class NA)

4.30% | 4.38%

Q2 25 Annualized Distribution
Rate² (Class RD | Class ND)³

\$2.87B

Net Asset Value⁴
(USD)

26

Portfolio
Companies

Past performance is no guarantee of future results. This performance data reflects an "early investor" share class, closed to new investors, with a 1% management fee until May 31, 2028. Investments from December 1, 2024 will enter share classes with a 1.25% fee, reducing performance accordingly. See past performance tables later in this document for more detail on individual share class performance.

Capital Raise & Portfolio Update

KIF's portfolio has continued to grow, reaching over \$2.87B in NAV as of June 2025.

In June, we added a new North American deal to the KIF portfolio, increasing exposure to the Fiber sector:

- Metronet** builds and operates a network of 100% fiber-optic internet lines reaching over 2.5 million U.S. households across 19 states. KKR acquired this business as a 50/50 joint venture with T-Mobile whereby Metronet will transition from a retail internet provider to a wholesale network infrastructure model with T-Mobile as the exclusive customer under a 30-year, "take-or-pay" contract with annual escalators where T-Mobile agrees to pay for a minimum number of subscribers, regardless of customer conversion. The Company likes this business because it pairs T-Mobile's strong brand with Metronet's construction expertise to rapidly expand access to fast, reliable internet technology across the U.S.

Please note, we've revised the allocation charts to provide greater visibility across the infrastructure sectors to which KIF is exposed.

We believe KIF's portfolio of 26 companies offers scale and diversification, mainly providing investors with exposure to the major themes we pursue today in Fiber (21%), Renewables (15%), Telecom Towers (10%), and Energy & Utilities (10%), among other sectors, as of June 30th.

KIF Overview

As of June 30, 2025

Legal Name	KKR Infrastructure Fund SICAV SA
Structure	Luxembourg Part II UCI
Inception Date	June 1, 2023
Term	Open-Ended fund

Top 10 Investments by NAV⁴

#	Investment	Sector
1	Metronet	Fiber
2	Vantage Towers	Telecom Towers
3	FiberCop NetCo	Fiber
4	Grove	Social Infrastructure
5	Enliven	Other
6	Encavis	Renewables
7	Greenvolt	Renewables
8	Smart Metering Systems	Energy & Utilities
9	CyrusOne	Data Centers
10	QAL	Transportation

También **estamos analizando un fondo de deuda privada de PIMCO y un fondo de infraestructuras de KKR**, que estamos mirándolos para incluir en la parte de activos reales (Real Assets).

Y esto es un pequeño vistazo a lo que vamos analizando. **Tenemos unos veintipico fondos en el cajón de las posibles incorporaciones para Icaria Patrimonio FIL**, de cara al futuro. Os enseñamos sólo algunos. Hay otros que no podemos enseñar, porque son confidenciales y no se puede compartir el material comercial, etcétera, etcétera. Tampoco nos gusta decir todos los fondos que estamos mirando para invertir porque probablemente nos pueda copiar gente, es algo evidente. Así que os comparto estas píldoras, que seguro que a los partícipes les resulta interesante ver por dónde estamos moviéndonos, dónde estamos mirando y dónde estamos intentando complementar el Asset Allocation que tenemos, que para mí ya es de lo mejorcito, gracias a poder invertir en las **gestoras que para mí son de lo mejor del mundo. Gestoras con un track record en algunos casos de 40 años, como el caso de Transtrend o el caso de Campbell.**

Preguntas de los partícipes

Abordamos ahora algunas cuestiones que nos han planteado los partícipes, recientemente,

¿En el futuro se podría plantear una inversión en dos FIL por separado, eligiendo exclusivamente si hacerlo en el 50% más conservador o en el 50% más dinámico que actualmente, en conjunto, componen Icaria Patrimonio FIL?

Probablemente sí, pero ahora mismo estamos centrados en lo que tenemos, que no es poco. Ahora mismo, entre fondos y carteras gestionadas, estamos en torno a 150 millones de euros. Es mucho trabajo el que tenemos y me gusta hacerlo bien. Una vez estemos ya con todas las piezas como me gusta y haya más recursos de tiempo ociosos, podemos mirar esa alternativa. De momento estamos centrados en Icaria Patrimonio FIL, que para mí es muy importante, y en el futuro ya se verá. No es descartable, desde luego que no, porque las relaciones institucionales se incrementan más cada vez más. Yo estoy conociendo y hablando con nuevas gestoras todas las semanas y tiene sentido, pero ahora mismo puedo decir que no, en el año 2025 no va a ser, en el año 2026 ya veremos.

¿Alguna vez se bajará el mínimo de 100.000 € para invertir?

No, no se bajará, lamentablemente. A mí me gustaría que pudiese invertir cualquiera, y lo digo de forma honesta, pero el mismo punto que llevaría a que cualquiera pudiese invertir, perjudicaría a quien está invertido. Es decir, si esto se convierte en un fondo con 4.000 partícipes como la cartera permanente, va en contra de los intereses de la gente que está invertida. Y aunque tendríamos mucho más capital bajo gestión y yo ganaría más dinero, hablando claro, es algo que no vamos a hacer. Porque conllevaría que el fondo fuese mucho más difícil de gestionar, y no es lo que me interesa ni a mí ni a nadie que tenga su dinero y su confianza puesta en este FIL.

Sobre el Valor Liquidativo y su fecha de publicación. Por ejemplo, los clientes que entraron en agosto en el FIL, ¿sabrían el Valor Liquidativo un mes después?

Sí, a ver, para entrar en agosto se tiene que suscribir el fondo en julio. Entonces el 31 julio te asignan un Valor Liquidativo y, a partir de ahí, estarías invertido en mercado en agosto, que sabrías tu liquidativo a finales de septiembre. Siempre un mes de decalaje, es decir, agosto se sabe aproximadamente 30 de septiembre, septiembre se sabe aproximadamente 30 de octubre y así sucesivamente. Por eso, el último comentario de mercado que hemos publicado es de julio y está publicado esta semana, que estamos en septiembre. ¿Por qué? Pues porque se conoció el liquidativo el 28 o 29 de agosto. Ese es el motivo. Funciona así. ¿Por qué? Porque aunque en muchos fondos tenemos los liquidativos diarios, hay en otros que tenemos los liquidativos el día 5 del mes, y luego hay otros que llegan el día 15, o incluso el día 20. Entonces, para dar un Valor Liquidativo fiel y en base a las normas del regulador, se espera a tener el liquidativo de todos y se publica cuando esté todo. Ahora que terminó agosto y publicaremos a finales de septiembre, yo ya sé al menos más de la mitad de los activos cómo lo han hecho en agosto, y sé que han ido bien. Falta la otra mitad.

¿Por qué eliges este enfoque “endowment”? ¿Por qué crees que es la mejor opción hoy en día para proteger los ahorros de los partícipes?

Porque cuando empiezas en esto, en mi caso hace ya 12 años, Banca Privada, te centras en el mundo líquido, el universo UCITS, y eso tiene muchas limitaciones. Por ejemplo, el fondo Blackstone Partners, que tiene su versión oficial Hedge-Fund real, donde invierten el dinero los propios fundadores de Blackstone, tiene tránsito desde 1992, y lo ha hecho

espectacular. Es un fondazo, a pesar del drawdown del 15% de 2008. Pues en el año 2015, sacaron un fondo UCITS que se comercializa en España, que es el Blackstone Multistrategy Diversified, y el rendimiento no se parece en nada. ¿Por qué? Porque en base en la regulación UCITS, estás tremendamente limitado y es imposible replicar los rendimientos de un fondo que tiene más de 30 años de histórico. Así que conforme he ido evolucionando, gracias a los trabajos en los dos Family-Office que he llevado con cientos de millones de euros, he podido acceder a este tipo de vehículos. Así que considero que complementar activos líquidos de primer nivel, que también los hay, con activos privados de primer nivel, es lo que yo haría si tuviese un patrimonio de 100 millones de euros, que por desgracia no lo tengo. Pero al menos tengo la suerte de poder invertir de la misma forma, gracias al FIL. Y es lo que creo que es apropiado, poder invertir tanto en renta variable cotizada como en no-cotizada. Y lo mismo en renta fija cotizada y en no-cotizada. ¿Por qué? Porque lo no-, por ser más ilíquido, te da una prima adicional, te paga más. Y como yo invierto a largo plazo de verdad, estoy dispuesto a recibir esa prima a cambio de una mayor iliquidez. Y para mí es lo que tiene más sentido común. Invertir en empresas, invertir en deuda, invertir en los mejores Hedge-Funds del mundo, invertir en activos reales como son infraestructuras, como son inmuebles, que tenemos residencias de estudiantes y también tendremos inmuebles, etcétera. Y, todo combinado, te da el Asset Allocation que para mí es el ideal. Porque ahora mismo parece que lo ideal es tener todo tu patrimonio expuesto a Renta Variable, porque los rendimientos son tremendamente anormales en base a la historia estadística, están muy por encima de lo normal, probablemente los próximos diez años estén por debajo de lo normal, básicamente por norma estadística. Y, para mí, aunque la Renta Variable es uno de los activos más atractivos para invertir, no es el único. Y combinarlo es lo ideal cuando dispones de un patrimonio que te ha costado mucho ganar, lo tienes diversificado en activos que tienen menos relación entre sí, no correlación negativa, sino menos relación entre sí, por lo que tu camino va a ser muchísimo más tranquilo que si inviertes solamente en Renta Variable. Además de que invertir en Renta Variable te puede llevar a periodos de incluso cinco años donde lo puedes hacer mucho peor de lo esperado. Es complicado desde el punto de vista de la gestión y es complicado desde el punto de vista del partícipe de la inversión. Yo creo que esto facilita mucho las cosas desde ambas partes. Ese es el motivo que me lleva a invertir así. Nos veremos pronto de nuevo para repasar el próximo cierre, que será a finales de septiembre.