

Icaria Patrimonio, FIL
Carta mensual - diciembre 2025

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

Comentario de Mercado Enero 2026

“

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment

”

“

Diciembre ha sido bueno, con una rentabilidad positiva del 0,42% en la clase I y del 0,40% en la clase A

”

Icaria Patrimonio es un fondo que invierte en mercados cotizados y mercados privados bajo el modelo Endowment. Es importante señalar que Icaria Patrimonio no tiene una limitación por parte de la gestora, ni por parte del vehículo, para invertir en mercados de renta variable, renta fija, *high yield*, privados, *hedge funds*, o cualquier otra categoría de activo. El FIL puede invertir en la categoría de activo que considere más apropiada en cada momento.

Este hecho es importante, ya que cuando estás anclado a un perfil de activo, tu conflicto de interés es importante e intentarás argumentar que esa categoría de activo es la mejor en detrimento del resto. Tenemos la gran suerte de tener flexibilidad, primero porque Andbank cree en la gestión de autor, y segundo porque un FIL (Fondo de Inversión Libre) es un perfil de vehículo flexible. En definitiva, Icaria Patrimonio FIL tiene la composición que considero ideal, sin ningún conflicto de interés ni sesgo. Un equilibrio entre el mundo cotizado, con su volatilidad y liquidez, y el mundo privado, con su prima de rentabilidad, menor volatilidad y mayor iliquidez.

Cerramos el año 2025 en Icaria Patrimonio FIL. No ha sido un año completo, dado que empezamos en la segunda mitad de 2025. Estos meses han sido los de más trabajo desde que se creó Icaria Patrimonio. Diría también que han sido los meses más intensos de mi carrera profesional, que ya va camino de los 15 años en mercados financieros. Esto, por lo tanto, significa que tengo mucho que contaros.

Para empezar, diciembre ha sido bueno, con una rentabilidad positiva del 0,42% en la clase I y del 0,40% en la clase A. El patrimonio bajo gestión a cierre de año era cercano a los 20 millones de euros.

Ahora vamos con lo importante. Estos últimos meses he estado viendo señales de alerta en prácticamente todas las categorías de activos. Se juntan varias condiciones que pueden afectar (y están afectando) a los mercados financieros.

Entre 2015 y 2021 pasó algo inusual en la economía mundial. Los bancos centrales, preocupados primero por las secuelas de la crisis de 2008 y luego por la pandemia, bajaron los tipos de interés al 0%. En algunos países europeos llegaron incluso a ser negativos. Pedir dinero prestado era extraordinariamente barato.

Las empresas hicieron lo que cualquiera haría en esas circunstancias. Se endeudaron masivamente. Algunas para comprar otras empresas, otras para recomprar sus propias acciones, otras simplemente porque el dinero estaba ahí y no costaba casi nada. El volumen de deuda corporativa emitida en esos años alcanzó cifras históricas.

“

En 2022 la Reserva Federal empezó a subir tipos de interés a un ritmo que no se veía en cuarenta años. El Banco Central Europeo hizo lo mismo. De repente, el dinero dejó de ser gratis

”

“

En Icaria Patrimonio somos conscientes de ello y es el motivo por el que la categoría reina en deuda privada: Direct Lending, tiene una presencia del 0% en nuestra cartera a cierre de diciembre

”

“

En Icaria Patrimonio tenemos la filosofía de proteger al máximo a los partícipes

”

En 2022 todo cambió. La Reserva Federal empezó a subir tipos de interés a un ritmo que no se veía en cuarenta años. El Banco Central Europeo hizo lo mismo. De repente, el dinero dejó de ser gratis.

Aquí es donde entra el problema de los vencimientos. La mayoría de aquellos préstamos se firmaron con plazos de entre cinco y seis años. Si haces las cuentas, cinco años después del pico de endeudamiento te lleva directamente a 2026. Siete años te lleva a 2028. En otras palabras, una cantidad enorme de deuda tiene que renovarse o devolverse precisamente ahora y en los próximos dos años.

Durante 2024 y 2025, muchos bancos y empresas intentaron ganar tiempo. El préstamo vencía y, en lugar de refinanciarlo de verdad, simplemente lo extendían un par de años a cambio de pagar un tipo de interés más alto. Problema resuelto, pensaban. Pero no resolvieron nada. Solo aplazaron la decisión. Toda esa deuda extendida vence ahora, concentrando aún más el problema en 2026 y 2027.

Las empresas que van ahora a renovar sus préstamos se encuentran con dos sorpresas desagradables. La primera es que el nuevo tipo de interés es el doble o el triple del que tenían. La segunda es que, si el préstamo estaba respaldado por un activo, digamos un edificio de oficinas, ese activo ahora vale menos. El banco ya no les presta la misma cantidad. Necesitan poner dinero de su bolsillo solo para mantener lo que ya tenían.

En Icaria Patrimonio somos conscientes de ello y es el motivo por el que la categoría reina en deuda privada: Direct Lending, tiene una presencia del 0% en nuestra cartera a cierre de diciembre. Toda exposición a deuda privada se hace mediante una diversificación extrema y con activos reales como colateral para proteger el préstamo.

Los vencimientos de deuda de estos años no afectan solo a la deuda, sino a todos los activos. No nos olvidemos que el mundo de la deuda tiene una conexión directa con el mundo de la bolsa, a fin de cuentas, prestar dinero a una empresa es algo fundamental para que esta sobreviva y sea capaz de devolverlo también. Ante impagos la empresa quiebra, si cotiza en bolsa eso significa una pérdida terminal y si eres bonista significa una pérdida relevante (depende de las tasas de recuperación).

En el private equity existe también una situación que es fundamental identificar. Los fondos de private equity que compraron empresas entre 2020 y 2021 pagaron precios muy altos, en algunos casos un veinte o treinta por ciento por encima de lo normal. La media histórica está en torno a 9-10 veces EBITDA y en 2021 se hacían transacciones a 13 veces EBITDA, lo cual es una prima del 30%. A pesar de estar pagándose “caro”, esta prima es inferior a la que actualmente cotiza el S&P500 o MSCI World respecto a su prima histórica. Estas compras se hicieron pensando que podrían vender aún más caro unos años después. Pero cuando subieron los tipos, los precios de las empresas no subieron, bajaron.

En Icaria Patrimonio somos conscientes de ello y es por eso que nuestra exposición a compañías adquiridas antes de 2022 es muy reducida. La mayor parte de la categoría de Private Equity de Icaria Patrimonio tiene exposición a compañías adquiridas de 2022 en adelante, permitiendo que esas adquisiciones se hayan realizado a múltiplos razonables. De nuestra exposición a Private Equity el fondo que tiene más compañías adquiridas en 2021 o años de mayor optimismo es Partners Group, motivo por el cual hemos reducido nuestra exposición al mismo en posición de esperar y observar. A pesar de ello, nos hemos reunido con el equipo y somos optimistas para este 2026 pero, en Icaria Patrimonio tenemos la filosofía de proteger al máximo a los partícipes.

“

Los datos históricos reflejan que comprar a buen precio en Private Equity es importante

”

“

En inversión, el precio al que compras determina en gran medida lo que puedes ganar después

”

Quiero resaltar que esta parte es muy importante en nuestro día a día: analizar los riesgos que hay en el mercado y plasmarlos en una cartera diversificada que sea robusta y eficiente.

Los datos históricos reflejan que comprar a buen precio en Private Equity es importante. Cuando se analizan décadas de rentabilidades en private equity, aparece un patrón que se repite una y otra vez. Los fondos que compraron cuando todo estaba caro tuvieron retornos mediocres. Los fondos que compraron cuando todo estaba barato tuvieron retornos excelentes. Y lo más llamativo, incluso los peores fondos que compraron barato superaron a los mejores fondos que compraron caro. El precio al que entras importa más que casi cualquier otra cosa.

Esto crea una situación curiosa. Los mismos factores que están causando problemas a unos están creando oportunidades para otros. Los fondos que invirtieron en el pico ahora tienen que gestionar carteras compradas a precios excesivos. Pero los fondos que están invirtiendo ahora pueden comprar las mismas empresas mucho más baratas.

También están apareciendo oportunidades interesantes. Hay empresas que funcionan perfectamente bien, pero cuyos dueños actuales no pueden o no quieren poner más dinero para refinanciar la deuda. Para alguien que entra ahora con capital fresco, son negocios buenos a precios de saldo.

La lección de fondo es sencilla, aunque difícil de aplicar en la práctica. En inversión, el precio al que compras determina en gran medida lo que puedes ganar después. Cuando todo el mundo está entusiasmado y los precios reflejan ese entusiasmo, probablemente no es buen momento para comprar. Cuando hay miedo y los precios reflejan ese pesimismo, probablemente sí lo es. Los fondos que invirtieron en el pico de euforia van a pasar años gestionando las consecuencias. Los que están invirtiendo ahora podrían acabar teniendo algunos de los mejores resultados de la década.

Respecto al asset allocation, no nos queda otro remedio que repetir, una vez más, que la liquidez está por encima del objetivo a pesar de la actividad de inversión que estamos ejecutando. El motivo es el mismo que en meses previos, y es uno que nos mantiene muy contentos y agradecidos: en diciembre Icaria Patrimonio recibió cerca de medio millón de euros adicionales en suscripciones.

He de señalar que me considero afortunado de poder diversificar mi patrimonio y el de los partícipes a través de todas las categorías posibles que podemos encontrar en los mercados financieros. Cada una de ellas aporta aspectos diferentes a la cartera de Icaria Patrimonio, consolidando una cartera robusta y rentable.

Hemos añadido la categoría renta fija, donde van incluidos nuestros fondos con exposición a Cat-bonds y a deuda frontera en divisa local:

	Diciembre 2025	Objetivo
Repo y Pagarés	15%	5-10%
Cat Bonds y Frontera	10%	5-10%
Private Debt	11%	10-20%
Real Asset	10%	10-20%
Hedge Funds	10%	10-15%
Private Equity	21%	20-30%
Equity Cotizado	23%	20-30%

“

La rentabilidad mensual fue un +0.40% para la clase A y un +0,42% para la clase I de Icaria Patrimonio

”

“

El buen comportamiento se explica, sobre todo, por la subida activos reales, deuda privada y sobre todo por nuestra exposición a hedge funds de equity como Alta fox y Sohra Pea

”

“

El oro tuvo un mes positivo, continuando su escalada

”

RENTABILIDAD EN DICIEMBRE 2025

Entramos ya a comentar el desempeño de Icaria Patrimonio en el mes de diciembre. Incorporando las comisiones, **la rentabilidad mensual fue un +0.40% para la clase A y un +0,42% para la clase I.**

El buen comportamiento se explica, sobre todo, por la subida de activos reales, deuda privada y, sobre todo, por nuestra exposición a hedge funds de equity como Alta fox y Sohra Peak.

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

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

LIQUIDEZ: +0,15%

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

Al igual que en meses previos, debido a la buena evolución en la captación, la posición de liquidez se sitúa por encima de nuestro objetivo.

PRIVATE DEBT: +0,4%

El fondo de *senior loans* de Blackstone (+0,35%) en línea con otros meses previos.

Por su parte, Horizon European Trade Finance (financiación del comercio de materias primas no perecederas) dio un 0,5%, y la estrategia de micropréstamos en países en desarrollo generó un 0,63% por encima de su media los últimos meses.

REAL ASSETS: 0,49%

El oro tuvo un mes positivo, continuando su escalada. Tras un rally importante, la compra ha llegado a tener un peso importante que hemos aprovechado para recortar a finales de 2025, volviendo al 3% original. Mantendremos de forma estructural oro, pero sin que llegue a tener un peso superior al 5%.

Respecto a los fondos de infraestructuras, el de Hamilton Lane retrocedió un 0,31%, mientras que el fondo de residencias de estudiantes afloró rentabilidad negativa tras ajustes que explicamos al final de la carta, cuyo impacto no será relevante para Icaria Patrimonio FIL.

HEDGE FUNDS: -0,11% (0,60% EXCLUYENDO EFECTO DIVISA)

Comportamiento ligeramente negativo, explicado sobre todo por Brevan, donde tenemos la mayoría de la posición dentro de esta categoría. En cambio, Transtrend MultiTrend sigue recuperando bien.

Con independencia de que los hedge funds muestren desc correlación entre ellos (lo cual desde luego es positivo), de todos esperamos que destaquen durante una corrección severa en la bolsa.

“

Destaca por encima de todos Sohra Peak con una rentabilidad en diciembre del 11%

”

“

Históricamente GSA Coral mantenía una exposición a activos core del 75% y a activos Value-add del 25%

”

PRIVATE EQUITY: -0,52% (-0,10% EXCLUYENDO EFECTO DIVISA)

Los fondos han tenido una rentabilidad positiva o flat, pero el impacto divisa deja el mes en negativo. La lectura este año es similar a la de invertir en el S&P500, las rentabilidades en dólares han sido casi de doble dígito o de doble dígito en algunos casos, pero la contribución del dólar les ha dejado en una rentabilidad para 2025 más contenida. Parte del proceso y del largo plazo.

RENTA VARIABLE COTIZADA: +2,09% (+2,89% EXCLUYENDO EFECTO DIVISA)

Este ha sido un mes donde, a pesar de que el MSCI World no lo ha hecho bien, nuestros fondos de renta variable que tienen foco en small caps sí lo han hecho bien. Destaca por encima de todos Sohra Peak con una rentabilidad en diciembre del 11%, su nueva posición en d-box ha sido un contribuidor notable en ello.

ACTIVOS ANALIZADOS

Como he comentado los meses de diciembre y enero han sido tremendamente activos. Hemos aprovechado para reunirnos con los equipos gestores de todos los fondos presentes en cartera para monitorizar la situación actual. Tras todas las reuniones, me muestro optimista por la situación de la cartera y sobre todo satisfecho del trabajo realizado para componer el Asset Allocation de Icaria Patrimonio FIL.

Uno de los fondos donde ha habido novedades relevantes es GSA Coral. Desde el año 2022, los fondos con vinculación al mercado inmobiliario han tenido importantes caídas. El índice cotizado de REIT de Vanguard llegó a caer desde máximos un 30% y acumula una caída del 25% en euros. El fondo inmobiliario insignia de Blackstone cayó más de un 20% desde máximos y lo mismo sucede con el de UBS. En resumen, el inmobiliario ha sufrido. A pesar de esta situación GSA Coral se ha mantenido sólido sin sufrir en valoraciones.

Todos los años en diciembre las principales casas del mundo de valoración de inmuebles realizan la valoración pertinente de los activos de GSA Coral. Un entorno de subidas de tipos de interés impacta a la baja en el valor de los activos y ese es el motivo por el que los fondos que citaba previamente han sufrido tanto. En cambio GSA Coral ha conseguido neutralizar ese efecto por medio de subidas en las rentas durante todos estos años. Tras muchos años de subidas y unos tipos de interés que se mantienen elevados, el margen para subidas que neutralicen el impacto de estos tipos de interés es bajo y es por ello que GSA Coral ha tenido un ajuste en euros de algo menos del 10%.

En Icaria Patrimonio éramos conscientes de la situación del mercado inmobiliario, y aunque considerábamos que un escenario adverso no era el camino más probable, nuestra posición en GSA Coral está por debajo del 3% y, por lo tanto, su impacto sobre la cartera es mínimo.

Considero que han tomado buenas decisiones en el pasado. Históricamente GSA Coral mantenía una exposición a activos core del 75% y a activos Value-add del 25%. Un activo core digamos que es como comprar un piso que no necesita reforma y tiene su alquiler garantizado, y un activo value-add es como comprar un inmueble que requiere de una reforma para conseguir un alquiler garantizado.

Tras el COVID y 2022 GSA Coral decidió reducir a su mínimo histórico su exposición a Value-add lo cual le ha permitido navegar por uno de los posibles escenarios más adversos.

Con la situación de vencimientos de deuda que comentaba al inicio de la carta mensual, es un buen momento para realizar compras, por lo que GSA Coral se encuentra en una fase avanzada para vender su activo más core: Irlanda. Este activo representa el 30% de los

“

Como conclusión decir que la diversificación de Icaria Patrimonio permite que los pequeños baches impacten de forma suave sobre el resultado total

”

“

No basta con analizar la rentabilidad pasada. Hay que entender cómo se toman las decisiones, quién valora los activos y si la gestora se juega su propio dinero junto al nuestro

”

activos de GSA Coral y le permitirá reciclar ese capital en oportunidades que puedan arrojar un retorno más interesante que los activos core.

Como conclusión decir que la diversificación de Icaria Patrimonio permite que los pequeños baches impacten de forma suave sobre el resultado total, lo cual es uno de los principales objetivos del fondo.

A continuación se ofrece una pequeña muestra del trabajo que hacemos para mejorar continuamente la composición de Icaria Patrimonio FIL. En esta ocasión, en vez de hablar de fondos que hemos analizado, haré un repaso sobre los aspectos más relevantes que he visto en mis reuniones con los equipos gestores de los fondos en los que invertimos.

Fondos de Private Equity

Durante el mes hemos mantenido reuniones con los equipos de gestión de los fondos de private equity en cartera. El objetivo de estas conversaciones es siempre el mismo: asegurarnos de que los intereses de las gestoras están alineados con los nuestros y que existen mecanismos de protección adecuados.

Una de nuestras principales preocupaciones cuando invertimos en fondos evergreen es verificar que no se utilicen como destino de activos problemáticos. Dicho de forma más directa: queremos asegurarnos de que las gestoras no aprovechan estos vehículos para colocar inversiones que no han funcionado bien en otros fondos. Las tres gestoras en cartera nos han confirmado políticas para que esto no suceda y que existen mecanismos de governance sobresalientes para ello.

Goldman Sachs invierte en las mismas operaciones que sus fondos institucionales de mayor tamaño, participando desde el primer momento y no comprando activos de segunda mano de otros vehículos. Cuando transfieren inversiones desde su balance al fondo, lo hacen al menor precio entre lo que costó originalmente y lo que vale ahora, lo que nos protege si el activo ha perdido valor. Utilizan un valorador externo independiente de forma trimestral y Goldman pone aproximadamente 2.000 millones de dólares de su propio dinero en el programa, lo que significa que si al fondo le va mal, a ellos también.

Partners Group sigue un modelo similar. Todos sus vehículos acceden a las mismas operaciones simultáneamente mediante reglas predefinidas, sin que existan transferencias entre fondos de la misma casa.

Hamilton Lane separa el equipo que busca y analiza las inversiones del equipo que decide cómo se reparten entre los distintos fondos. Esta separación añade una capa de supervisión que reduce el riesgo de decisiones interesadas. Los empleados son además accionistas mayoritarios de la gestora e invierten su propio dinero en los fondos, lo que refuerza la alineación con nosotros.

Creemos que en este segmento el trabajo de selección debe centrarse precisamente en estos aspectos. No basta con analizar la rentabilidad pasada. Hay que entender cómo se toman las decisiones, quién valora los activos y si la gestora se juega su propio dinero junto al nuestro.

Los empleados y managers de Partners Group tienen más de 100 millones invertidos en la estrategia y sucede lo mismo con Hamilton Lane, por lo que la alineación de intereses es máxima.

“

En Icaria Patrimonio seguimos trabajando en el perfil más robusto posible para el entorno macroeconómico en el que nos encontramos

”

Fondos de Private Debt

Por los motivos citados en esta carta mensual con fecha efectiva de diciembre decidimos salir de nuestra exposición a fondo Blackstone European Senior Loans en favor de los fondos de deuda privada que hemos ido comentando estos meses.

El perfil de riesgo de fondos como los de Microfinance, Allianz Alwoca y Horizon es más apropiado para el entorno actual donde muchas empresas están sufriendo para hacer frente a los intereses y repagar sus préstamos.

A través del mayor fondo del mundo de Microfinance diversificamos nuestro riesgo en miles de personas, en el caso de Allianz nuestra exposición es en préstamos autoliquidables con plazos de 90 días al igual que ocurre con Horizon.

Tener una exposición en deuda de 90 días permite una adaptación y gestión del riesgo más apropiada para entornos turbulentos que los fondos de direct lending cuya exposición media a préstamos ronda los 5 años.

Seguimos en Icaria Patrimonio trabajando en el perfil más robusto posible para el entorno macroeconómico en el que nos encontramos.

Hasta aquí nuestro comentario mensual de Icaria Patrimonio FIL relativo al mes de diciembre. Aprovecho para agradecer 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 a cierre de diciembre

<https://www.youtube.com/watch?v=naCisGhM9rk>



Lo primero, agradecer la confianza a los partícipes. Lo hacemos todos los meses, pero es que es así. **Estamos ahora mismo en 21 millones de euros**, sí que es cierto que estamos hablando del cierre de diciembre que fue en torno a 20 millones, pero ahora mismo ya superamos los 21 millones, que es una barbaridad, con apenas 6 meses de vida.

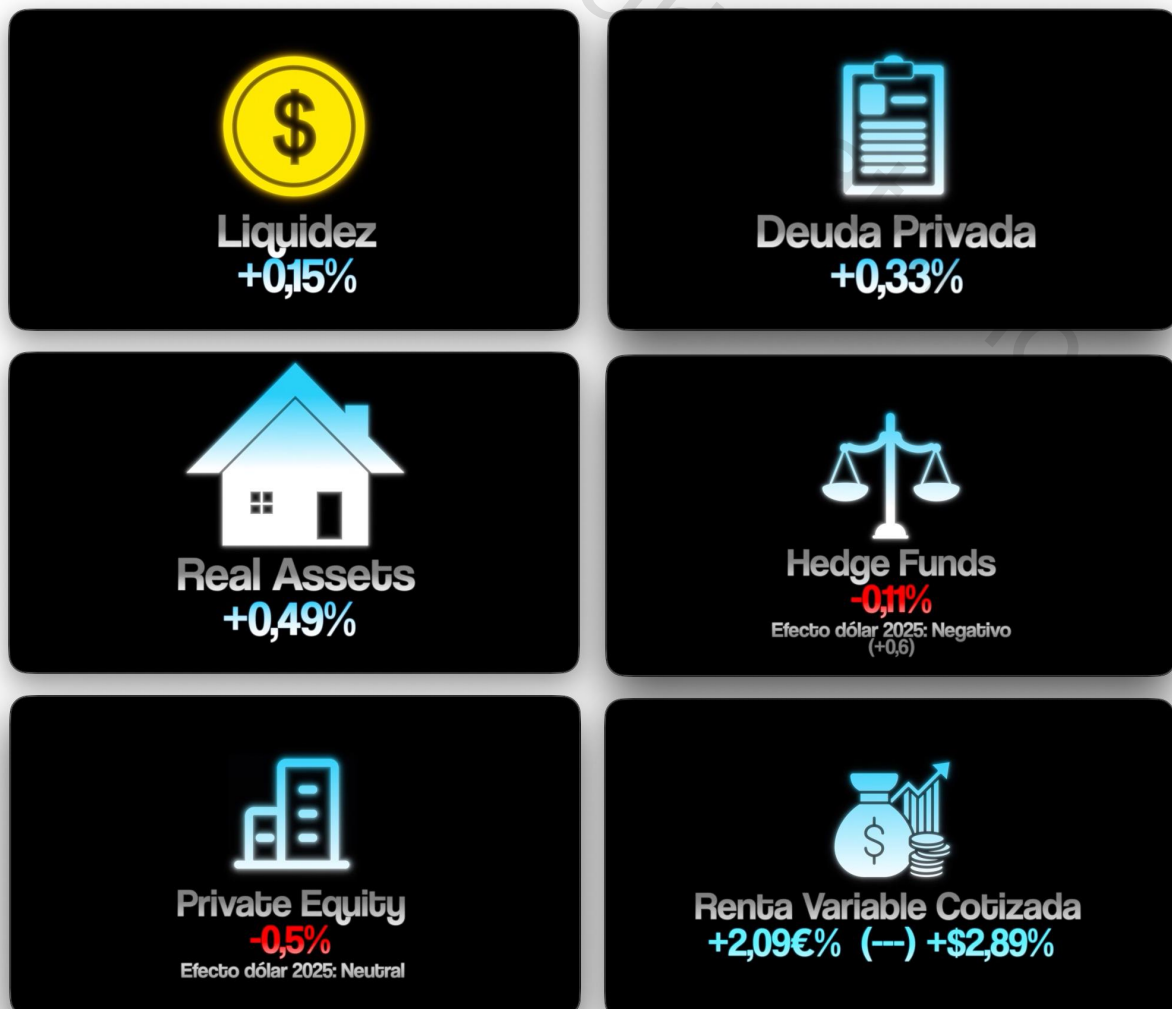


Las rentabilidades han sido positivas en diciembre, con un 0,42% para la clase I y un 0,41% para la clase A. **Todos los meses positivos, van 6 de 6.** Es lo que busca Icaria Patrimonio, la consistencia en los resultados. No serán siempre positivos, pero sí un gran porcentaje de los meses, así que seguimos con nuestro objetivo.

Tenemos una **rentabilidad acumulada del 4,3% en seis meses, después de comisiones**, en la clase I. Muy satisfechos, en línea con lo que esperábamos. Es un fondo que tiene mucha protección para que cuando el mercado lo haga bien, también lo haga razonablemente bien, para no quedarnos atrás.

A pesar de que **tenemos una visión negativa para la economía en los próximos años**, tenemos una exposición neutral, para que sea cual sea el escenario, lo hagamos razonablemente bien. Eso no significa que si viene una recesión catastrófica y apocalíptica, el fondo no vaya a caer, pero estarás bastante más protegido que invirtiendo en activos como Renta Variable, Renta Fija High Yield, etcétera.

¿Cómo se han comportado los activos este mes?



Liquidez ha hecho un +0,15% aproximadamente de rentabilidad. Aquí metemos repo, que a grandes rasgos son Letras del Tesoro, pagarés, ahí es donde estaría la parte de liquidez. Tenemos Deuda Privada que ha hecho un +0,33% en el mes de diciembre, Real Assets que también ha sido positivo, con un +0,49%, Hedge-Funds que ha hecho un -0,11%. Si no incluimos el efecto del dólar, que tanto daño ha hecho en 2025, ha sido positivo de +0,6%. Private Equity ha hecho un -0,5%, si no incluimos el efecto del dólar, más o menos ha quedado plano. Y lo que mejor lo ha hecho en el mes ha sido renta variable cotizada. Nuestros fondos de Small Caps, a pesar de que el MSCI World, si no recuerdo mal, diciembre no fue un buen mes, los fondos de Small Caps sí que tuvieron un buen mes y la categoría hizo un más +2,09% en euros y un +2,89% en dólares.

Ese ha sido el repaso por categorías, que como sabéis, **el objetivo es que unas se compensen a otras** para que consigamos lo que estamos haciendo, que es un gran porcentaje de los meses positivos, que no serán el 100%, pero esperamos casi un 80% de los meses positivos. Es un fondo que tiene un posicionamiento moderado

Sobre la situación Macro, hemos tenido movimientos bruscos del oro y la plata. Está muy incentivado porque la inversión cada vez es más accesible y cada vez invierte más gente. Cada vez hay más anuncios de invertir en criptomonedas o en el activo que esté de moda. Ahora los activos de moda son el oro, la plata, los metales preciosos... en definitiva, muchísimo inversor retail está entrando en masa. **Mi opinión sobre el oro es muy positiva a largo plazo**, pero eso no quiere decir que no pueda tener movimientos especulativos en determinados momentos, fruto de que entra mucho dinero con el objetivo de hacer dinero rápido. Esos inversores no tienen el mismo objetivo que tenemos nosotros, que es invertir a largo plazo en oro porque creemos que las monedas en las que vivimos, pierden gran parte de su capacidad adquisitiva, por lo que la forma de protegerse es invirtiendo en activos como el oro y muchos otros. Gran parte de la gente que ha invertido ahora, no invierte bajo ese supuesto, invierte bajo el supuesto de que ahora está subiendo, nos metemos aquí a ver si ganamos dinero. Eso hace que los movimientos sean bastante más extremos. Tenemos el oro, que en tres días cayó un 20% de máximo a mínimo intradiario y la plata cayó un 40%, que es una absoluta salvajada. Empujados por un lado por esto, y por otro lado, por los bancos de inversión que aprovecharon para cerrar sus cortos, que también amplificaron el movimiento.

Todo este efecto amplificado puede trasladarse también a renta variable y sin ninguna duda a renta fija, cuando vengan curvas, porque es los activos donde más gente ha entrado, así que **hay que estar atentos y mantenerse fieles al plan inicial, no dejarse llevar por los activos que suben o que están de moda.**



Respecto a la macro, quería comentar bastante. Vivimos un periodo donde las empresas de software, que llevan una década siendo las grandes favoritas de los inversores, se han convertido en las odiadas. Es algo que pasa con todos los activos, los más queridos de repente pasan a ser los más odiados. Software pues ahora mismo está pasando un mal momento. Tenemos a las empresas ligadas a SaaS (software as a service), con caídas del 30%, 40%, 50%, que son una barbaridad, mientras algunos índices están haciendo máximos históricos. Todo esto es por las implicaciones que tiene la inteligencia artificial. A día de hoy, programar es mucho más accesible, diseñar apps es muchísimo más sencillo. Incluso nosotros internamente estamos desarrollando aplicaciones que automatizan nuestro trabajo. Y esto es a nivel casero, porque no nos dedicamos a diseñar aplicaciones sino a convertir nuestro trabajo más eficiente.

Pero lo que se empieza a ver es que, en vez de subcontratar a terceros para desarrollar aplicaciones, muchas empresas empiezan a desarrollarlo internamente y eso puede afectar muchísimo a las empresas de software. Lo primero que hemos hecho nosotros es preguntar nuestra exposición a software en deuda privada. No olvidemos que en deuda cotizada también hay exposición a software, son mundos que van de la mano. **Y estamos 100% tranquilos, tanto Allianz ALWOCA, Horizon Capital o Microfinance no tienen**

exposición a software, ningún problema, no va a haber ningún retraso. Tenemos también Valvest Steady Income Fund, que puede tener algo de exposición a software, pero no está notando el impacto de ello. Pueden tener, porque los inquilinos pueden tener exposición a software, pero la realidad es que tenemos un colateral. No es lo mismo cuando invertimos en una empresa a la que prestamos dinero y la garantía es la propia empresa, que si la empresa va mal pierdes todo el dinero, a tener como garantía un inmueble detrás. La garantía es el inmueble y esto marca una diferencia importante. Y no tenemos en deuda, por lo tanto, ningún problema con estas caídas tan fuertes.

Desde el punto de vista de Private Equity la exposición a software también es reducida, de media tenemos en los vehículos un 10%, más o menos. Nuestra exposición a Private Equity ahora mismo está en torno al 20%, por lo tanto la exposición del fondo a software es un 2%. No es gran cosa. Por otro lado, Catbonds y todo lo demás que los partícipes conocen que estamos invertidos y tremendamente diversificados, tampoco nos impacta. Así que desde ese punto, tranquilos.

Me gustaría hablar de otro de los aspectos en los que hemos trabajado mucho estos meses y ha sido un gran acierto. Se está viendo mucho movimiento en fondos de Deuda Privada, por ejemplo, los fondos cotizados que hay en Estados Unidos que tienen deuda privada con liquidez diaria. Estamos viendo cómo estos fondos suelen tener una exposición, los de Direct Lending, del 20% a software, están teniendo ajustes importantes, del 15-20%. Y no son ajustes irracionales. Cuando vemos caer una compañía de Renta Variable, siempre decimos que el mercado es irracional. Muchas veces no lo es, el mercado es bastante más inteligente de lo que nos creemos.

Direct Lending: 0%.

Así que como esta es una película que veíamos venir, la de los problemas que podía haber en Deuda, tanto cotizada como deuda privada, **nuestra exposición a Direct Lending en Icaria Patrimonio FIL es del 0%**. No tenemos nada de exposición a todo este ruido que se está generando de forma justificada, que viene no sólo por la parte de software. En el año 2021, recordaréis que los tipos de interés estaban en el 0%, es decir, pedir dinero era tremendamente sencillo, los bancos prestaban unos tipos tremendamente interesantes y las compañías tomaban deuda con mucha facilidad. **Año 2022 tenemos una de las subidas de tipos de interés en relativo porcentuales más salvajes de la historia económica moderna y cambia tremendamente las reglas del juego.**

El tema es que la mayoría de financiaciones se suelen hacer entre 4, 5, 6, 7 años. Si sumamos 4, 5, 6, 7 años a 2021, pues nos vamos a 2025, 2026, 2027. Esto supone que estos años, son los vencimientos de mayor volumen de deuda para refinanciar. ¿Qué es refinanciar? Si pides 100 millones y estás pagando durante determinados años 5% en intereses, cuando pasa el periodo de financiación, tienes que devolver 100. Tienes que devolver el principal. Y cuando devuelves el principal, tienes que refinanciar. La mayor parte de las veces se refinancia esa deuda a otros 4, 5, 6 años para seguir la compañía en marcha, porque las compañías funcionan con deuda, igual que funciona la economía.

¿Qué problema hay? Que lo que se financió en el año 2021 a los tipos más interesantes en 50 años, ahora va a ser a los peores tipos en los últimos 20-30 años. Eso hace que

aquellas empresas que han sido más laxas, más flexibles a la hora de otorgar préstamos, tengan problemas. Está habiéndolos, y los habrá. Esto ya lo sabíamos cuando creamos Icaria Patrimonio FIL. Lo normal, cuando inviertes en mercados privados, es que tu parte de deuda privada sea un 70% Direct Lending. Es el activo insignia. Lo inusual es que Icaria Patrimonio naciese y siga manteniendo un 0% en Direct Lending. Es precisamente por esto.

Quiero dejar claro a los partícipes que todo esto que está sucediendo y sucederá, **a nosotros no nos impacta**. Porque **Microfinance** son miles de préstamos en emergentes, con un track record de 26 años, donde la mayor caída ha sido un -3%. No tiene nada que ver con el Direct Lending, son préstamos personales. **Horizon Capital Fund**, estamos hablando de materias primas, a 90 días. **Allianz ALWOCA** es financial working capital a 90 días. Son vencimientos en 90 días, no a 5 años, que es una gran diferencia. También se habla de que los fondos de Direct Lending no ajustan sus préstamos al valor real. Cuando los préstamos son a 90 días, ya se ajustan solos, porque tienes que devolver el dinero.

Así que muy contento por esa parte, porque es fruto del trabajo diario que hacemos. Salvamos los muebles en esa parte, y sufrimos cero impacto. Esa es la realidad. **Hay muchos riesgos que como no se han materializado en los últimos años, parece que no existen, pero al final es importantísimo protegerse de ellos**. Hay cosas que no se ven, tanto en mercados privados como en cotizados. Tampoco se ven los riesgos en renta fija. Ahora mismo los spreads de crédito, que es lo que se paga por encima de la tasa libre de riesgo, están prácticamente en mínimos históricos. Eso quiere decir que una empresa cotizada, cuando pide dinero, está pagando una prima mínima. Eso quiere decir que ante problemas en la financiación o refinanciaciones, el margen de caída en los fondos de renta fija corporativa es elevado.

Es por eso que nosotros mantenemos también un posicionamiento extremadamente prudente, a pesar de que podemos invertir en renta fija corporativa y nos parece un activo interesante, somos extremadamente prudentes por la situación que comentamos, que también se puede materializar en renta variable. No olvidemos que la economía está conectada entre todos sus activos. Todos tienen relación con la economía y, si hay problemas en un segmento de mercado, por ejemplo en las refinanciaciones, eso afecta a Renta Variable, porque son empresas que tienen que refinanciar. Está todo muy

conectado. Lo que pasa es que solo nos fijamos en lo que ha pasado en los últimos dos años, y como vemos que la renta fija de corto plazo se ha disparado sin ningún tipo de volatilidad, parece que nunca va a tener volatilidad.

En cuanto al Private Equity, sabemos de antemano que las valoraciones del año 2021 y los acuerdos que se hacían en ese año, eran un 30% por encima de la media histórica. Se hacían unas 13 veces EBITDA, cuando la media histórica está en torno a 9 y pico, por lo que se pagaba una prima de un 30%. A día de hoy, los mercados de renta variable, como el S&P500, cotizan muy por encima de un 30% de su media histórica también. Entonces, ¿qué sucede? Las compañías que se adquirieron en 2021 con esa prima, es más difícil hacer el éxito, porque las valoraciones han ajustado, ahora mismo están prácticamente en la media histórica, un 5% o 10% como mucho por encima, han vuelto y en muchos segmentos incluso están por debajo, así que se pueden hacer grandes inversiones ahora mismo en private equity.

Así que existe el problema de que de esas añadas es más difícil salir. La realidad es que nuestra exposición a la añada 2020-2021 en la parte de Private Equity es mínima. En el caso de **Hamilton Lane**, tiene una participación en 2021 muy pequeña. En el caso de **Partners Group** tampoco es muy representativa, estamos hablando quizás de un 10%, y en el caso de **Goldman Sachs**, es del 0%. Por lo tanto, son portfolios que tienen un gran sesgo a inversiones post-2022, que son cuando se ajustaron las valoraciones y se pudo invertir a muy buenas valoraciones, lo cual es positivo. Desde ese punto de vista, estamos bastante protegidos. Sí que es cierto que, dada la visión que tengo sobre la economía que comentaba al principio, creo que hay que ser prudente con la exposición a riesgos (Renta Fija High Yield, Renta Variable, Private Equity).

Ese es el motivo por el que hemos reducido nuestra exposición a Private Equity en torno al 20%, más o menos. En Icaria Patrimonio FIL tenemos unos rangos en los que nos podemos mover en función de dónde estemos en el ciclo, y si creemos que es lo mejor para proteger el capital de los partícipes, entre los que me encuentro, nos movemos a la parte más conservadora del Asset Allocation, que es precisamente lo que estamos haciendo.

Todos los fondos de Private Equity en Icaria Patrimonio son Evergreen, están invertidos desde el primer momento. Sí que es cierto que hay que tener cuidado, porque a

nivel regulatorio se abrió la veda para poder comercializar vehículos de mercados privados entre el cliente retail, **es más importante que nunca hacer una correcta Due Diligence** de los fondos, que es la parte más importante de la inversión. No solo para invertir, sino post-invertir. Estos meses nos hemos reunido con todas las gestoras en las que estamos invertidos, para hacer una actualización de la cartera, para ver que no hubiera ningún retraso en ningún préstamo, y la cartera funciona perfectamente. En Private Equity también, **la cartera está muy bien posicionada para 2026**. El feedback es muy bueno.

Pero cuando estamos analizando activos para ver si podemos invertir, hacemos la Due Diligence y uno de las tareas más importantes es ver cómo se forman las inversiones de ese vehículo. Nos hemos encontrado que, por ejemplo, incluso en las mejores gestoras del mundo, crean un vehículo *Evergreen*, le dotan de inversiones del balance de la propia gestora, inversiones que hizo la gestora en su día, hace tiempo, cuando va entrando capital de los partícipes lo permutan por esas inversiones, es decir, la gestora sale de esas inversiones a cambio del dinero de los partícipes, y también, que es incluso peor, porque esto ya me parece terrorífico, se hacen *cross-trades*, que es decir, se hacen *deals* entre fondos de la misma gestora. Eso es, un fondo cerrado puede vender a un fondo *Evergreen* un activo, una empresa, y me he encontrado casos en los que esto se podría hacer de forma razonable, aunque a mí no me gusta, siempre y cuando fuese hecha la valoración por un independiente. Pero me he encontrado en gestoras top, gestoras de 30.000 millones de cotización, 50.000 millones de cotización, que la valoración la hacen entre los propios gestores de los fondos. Lo cual es ya dramático. Son cosas que nos encontramos, así que hay que tener mucho cuidado con dónde se invierte. Esto se lo digo a todo aquel que invierta en mercados privados de forma directa.



Nuestras inversiones en Private Equity, en ninguno de los casos, se hacen las transacciones y valoraciones de esta forma. Ni Hamilton Lane ni Partners Group reciben activos de ninguno de sus fondos, ni balance, ni nada. Las inversiones las hacen directamente ellos. **Estamos invertidos en los fondos más limpios**, que pueden pasar momentos mejores o peores, como cualquier activo, pero que lo que se hace es 100% limpio. Incluso me he encontrado fondos en los que se cobra comisión de performance sobre las ganancias no realizadas. No es el caso de los fondos en los que nosotros invertimos. Siempre que el *governance*, los conflictos de interés y, en definitiva, la gestión esté lo más alineada posible, muchísimo mejor.



Y en el caso de Partners Group, Hamilton Lane y Goldman Sachs, hay alineación de intereses. Partners Group tiene en torno al 3% de los empleados y fondos de pensiones de la propia Partners invertido en el fondo Evergreen. Estamos hablando de más de ciento y pico millones, si no recuerdo mal. Y Hamilton Lane lo mismo. Hamilton Lane además es una empresa que está en manos de los empleados. Tienen parte del equity, y también invierten en todos sus fondos. En el caso de Goldman Sachs, también invierten en todos los deals desde el balance. Buscamos un *governance* limpio, que no haya conflictos de interés, que haya alineación de intereses y que la cartera, sin ninguna duda, sea interesante. Hacemos todo ese tipo de trabajo a la hora de analizar potenciales fondos.

Neuberger Berman

Por último, añadir que uno de los muchos fondos que analizamos de Private Equity cumple todos nuestros checks, y probablemente entre en los próximos meses. **Se trata de Neuberger Berman**, un portfolio formado después de 2022, a buenas valoraciones y con todos los checks que cumplen los criterios que para mí son imprescindibles.

Refuerzo Defensivo

- CatBonds (Seguros)
- Bonos Frontera: +3%
- ABS (Rating AA) / Covered Bonds (Rating A)

En este escenario de prudencia, **nuestro trabajo está 100% encaminado a incrementar la parte conservadora de la cartera**, y es lo que tres meses después seguimos haciendo. La hemos incrementado con la parte de **Cat Bonds**, que para nosotros es muy

interesante porque está totalmente descorrelacionada de la economía. No es el santo grial, porque si por ejemplo hay un huracán en Florida, puede sufrir, pero tiene lo que buscamos, que es una cartera lo más descorrelacionada posible de renta variable. Esa es una de las categorías que incluimos.

Otra de las categorías es **bonos de países frontera en divisa local**, que es algo que conté también en noviembre y que ha ido muy bien, de hecho estamos en febrero y lleva un 3% de rentabilidad. Se beneficia también de un dólar en caída, o sea que es una cobertura contra nuestra exposición al dólar, les ha venido de perlas, así que muy contento también por esa parte.

Invertimos en ABS, en la parte más segura, con rating medio AA, que también nos permite una exposición, en mi opinión, defensiva. También invertimos en Covered Bonds, que es la parte más defensiva de la cartera, también con ratings single A. Estos son activos que en caso de recesión, la posibilidad de pérdida estructural es cero, porque son activos por encima de single A. **Invertimos, como decía antes, en Allianz ALWOCA**, que es financiar a 90 días el working capital.

En definitiva, esos han sido los ajustes, que no es poco. **Seguimos mirando día tras día la posibilidad de encontrar activos defensivos que den rentabilidades de en torno al 4 o 5%**, que puedan hacerlo muy bien en este entorno, que en caso de venir mal dadas, aguanten muy bien... es donde estamos centrando los esfuerzos. Ya estamos prácticamente en el punto final de ello.

La cartera ya tiene un carácter muy defensivo, más defensivo incluso que cuando se compuso, que ya era bastante defensiva. Y sigue con una exposición neutra, si los activos de riesgo siguen haciéndolo bien, nosotros estaremos razonablemente bien, pero sobre todo **si en algún momento vienen mal dadas, estaremos muchísimo más protegidos que la gran mayoría de fondos, lo cual es mi objetivo prioritario.**

Update GSA Coral: Ajuste NAV ~10%

Ahora, vamos a hablar de **GSA Coral**, nuestro fondo de residencias de estudiantes, aunque vamos a publicar un vídeo concreto explicando un poco lo que ha sucedido con este fondo. Tenemos una exposición del dos y pico por ciento a GSA Coral, que es un fondo del que he hablado mucho y que me encanta. Primero, un poco de background de la situación; desde el año 2022, la mayor parte, por no decir todos, de fondos de real estate lo han pasado muy mal. Por ejemplo, el fondo cotizado de Vanguard de real estate, el fondo indexado en euros, acumula una caída del 30% desde máximos. El fondo más grande del mundo de Blackstone, de real estate no cotizado, llegó a caer un 20 y pico por ciento. El fondo más grande de UBS también, en torno a un 15-16%. En general, el real estate lo ha pasado muy mal, porque con las subidas de tipos de interés, tú tienes que actualizar la valoración de los inmuebles, y cuando actualizas la valoración de los inmuebles con unos tipos de interés más altos, hace que caigan.

En el caso de GSA Coral, lo ha hecho increíblemente bien, aguantando estas subidas de tipos, compensándolas con subidas en rentas. Todos los años subían las rentas que cobraban y neutralizaban ese efecto. **GSA Coral actualiza las valoraciones todos los diciembre**, por medio de las mejores casas de valoración del mundo, Richard Ellis, JLL, las más grandes, son las que hacen los updates de valoraciones. Y este diciembre, cuando tocaba el update de valoración, no se podían seguir subiendo las rentas al mismo ritmo que los años previos. Los tipos de interés han aguantado arriba más tiempo de lo

esperado. De hecho la parte larga de tipos de interés no ha caído prácticamente nada en los últimos años, lo que ha llevado a una actualización en el NAV de GSA Coral de casi un 10%.

Nosotros sabíamos que podía suceder, a pesar de que el activo nos encanta, porque **son residencias de estudiantes con tasas de recuperación del 90 y pico por ciento**. Esto le puede suceder a cualquier tipo de activo, pero siempre medimos los riesgos a la hora de invertir. Este es el motivo por el que **nuestra exposición es lo suficientemente pequeña para que el impacto sobre el liquidativo de Icaria Patrimonio sea del 0,25%**. Apenas impacta en la rentabilidad del mes, que está siendo positiva. Son cosas que pueden pasar, hay que hacer los deberes para que cuando sucedan no te impacten demasiado, como es el caso, y seguir día tras día analizando y viendo las perspectivas del mercado.



Sobre GSA Coral, como novedad, aunque lo comentaré con profundidad en otro vídeo, van a vender la joya de la corona, que es el activo más maduro, más *core*, que tiene menos recorrido al alza, que es Irlanda. El 30% de sus activos están allí. Reciclar ese capital e invertir en oportunidades que tengan más margen de subida. Ahora mismo, como las valoraciones en inmobiliario han ajustado bastante, creen que es un buen momento para invertir en lo que se llama *value add*. Esto es, invertir en oportunidades que tienen margen de mejora vía reformas. Ya tienen muy avanzada la fase de ventas espera que se cierre en torno a a junio de 2026. Estamos en conversaciones con ellos constantemente, al igual que con todas las gestoras, así que cualquier novedad, iremos informando.

Y hasta aquí la actualización, un mes que hemos tenido de todo. Llevamos tres meses haciendo un esfuerzo importante, y estamos muy contentos con cómo están quedando las cosas. Sobre todo con la tranquilidad extra que me aporta el esfuerzo de intentar adaptar la cartera a lo que estamos viendo; la gran importancia de la diversificación y de la descorrelación.

Por último, añadir que **el viernes 20 de febrero vamos a hacer un evento en Madrid** para nuestros clientes. A todos los que estéis interesados en venir, escribidme por privado y lo comentamos.

Evento Exclusivo
Madrid
20 de Febrero
(Contactar por privado)