

El club de los grandes patrimonios

El modelo endowment, los hedge funds y el FIL Icaria Patrimonio, con Carlos Santiso

<https://moclano.substack.com/p/el-club-de-los-grandes-patrimonios>

Hay una forma de invertir que estuvo reservada durante décadas a las grandes universidades y a las mayores fortunas del planeta: **el modelo endowment**. Acciones y bonos cotizados, sí, pero también capital riesgo, hedge funds, inmuebles, infraestructuras, bonos catástrofe... toda la baraja, no sólo las dos cartas que juega el inversor de a pie. Traerla a España y empaquetarla para el inversor particular es lo que ha intentado **Carlos Santiso** con su FIL Icaria Patrimonio, y hoy tengo el placer de que se siente a explicárnoslo, y a responder a las preguntas que pican.

Santiso es economista, con un máster en Bolsa y Mercados Financieros por el IEB y otro en Economía Austriaca y valoración de empresas por OMMA. Se curtió en la City londinense y es hoy gestor sénior en Andbank Wealth Management, donde dirige cinco vehículos de inversión colectiva por los que confían en él más de 8.000 inversores y más de trescientos millones de euros. Ha sido, además, director de inversiones (CIO) de varios Family Office, y cogestiona junto a Rafael Ortega el fondo MyInvestor Cartera Permanente, uno de los vehículos de Cartera Permanente de referencia del país. Profesor por vocación, ha diseñado cursos para Value School, el IEB y OMMA. Autor de la obra "El inversor conservador: Cómo proteger tu patrimonio con la cartera permanente".

Su proyecto más personal, y el que motiva esta conversación, es Icaria Patrimonio FIL: coger la cartera que sólo estaba al alcance de patrimonios de muchos millones y empaquetarla en un fondo accesible —con matices, ya lo veremos— para el inversor particular. Un producto valiente, poco común y, precisamente por eso, con muchas preguntas legítimas alrededor. Le agradezco enormemente que se preste a responderlas todas, incluidas las que muerden. Vamos primero con la teoría, porque sin ella nada de lo que viene después se entiende.

Colaboración especial: qué es el modelo *endowment*

La cartera de las universidades

La palabra *endowment* designa el fondo patrimonial de una institución (típicamente una gran universidad estadounidense como Yale o Harvard) destinado a durar, literalmente, para siempre. Y cuando gestionas dinero que no puede perderse y debe sostener a la institución durante siglos, el problema cambia de naturaleza: ya no se trata de maximizar la rentabilidad de los próximos tres años, sino de obtener un retorno decente y sostenido *pase lo que pase* en el mundo, década tras década.

El hombre que revolucionó esta forma de invertir fue David Swensen, que dirigió el *endowment* de Yale durante más de tres décadas. Su gran intuición fue sencilla de enunciar y difícil de ejecutar: si tienes un horizonte temporal casi infinito y no necesitas vender mañana, ¿por qué limitarte a las acciones y los bonos cotizados, que cualquiera puede comprar? Swensen abrió la cartera a un abanico mucho más ancho: capital riesgo (*private equity*), *hedge funds*, activos reales como inmuebles e infraestructuras, materias primas. Territorios donde la mayoría de los inversores no puede o no quiere entrar, y donde precisamente por eso hay retornos que capturar.

La idea que sostiene todo el edificio es la **prima de iliquidez**. Los activos que no puedes vender con un clic (una participación en una empresa no cotizada, un préstamo privado a una compañía, una residencia de estudiantes) ofrecen, a cambio de esa incomodidad, una rentabilidad esperada superior. El inversor institucional, que no necesita liquidez inmediata, cobra esa prima que el inversor minorista, esclavo de poder vender cuando quiera, deja sobre la mesa. Renunciar a la liquidez que no necesitas y que te paguen por ello: ese es, resumido, el truco del modelo *endowment*.

Aquí hay que desactivar un prejuicio, porque la expresión *hedge fund* evoca en el imaginario popular a especuladores temerarios apostando el dinero de sus clientes. Algunos lo son. Pero la mayoría de los que interesan a un *endowment* hacen justo lo contrario de lo que su fama sugiere.

Hedge, en inglés, significa cobertura. Y muchos de estos fondos buscan precisamente eso: generar un retorno positivo con independencia de lo que haga la bolsa, con una correlación baja o incluso negativa respecto a ella. Los hay de muchas familias. Los

macro y CTA (Brevan Howard, Transtrend, Winton) siguen tendencias en cientos de mercados de forma sistemática y tienden a comportarse bien, o incluso a brillar, precisamente cuando la bolsa se desploma. Los **long/short** compran unas acciones y venden otras, aislando el acierto en la selección del vaivén general del mercado. Los de **volatilidad, retorno absoluto o primas de riesgo alternativas** —AQR, entre ellos— capturan fuentes de rentabilidad que nada tienen que ver con que las bolsas suban.

El papel de estas piezas en una cartera endowment no es disparar la rentabilidad, sino lo contrario: **amortiguar las caídas**. Son los activos que, bien elegidos, suben o aguantan cuando todo lo demás sangra, y permiten que el conjunto tenga una volatilidad y unas caídas mucho menores que las de una cartera de bolsa pura. Ya dedicamos un artículo entero a esta lógica de la descorrelación en [Protección frente a la incertidumbre](#), con Rafa Ortega; el endowment la lleva a su máxima expresión.

La promesa democratizadora, y su tensión de fondo

Durante décadas, todo esto estuvo vetado al común de los mortales. Los mejores fondos de capital riesgo o los grandes *hedge funds* exigen tickets de entrada de cientos de miles o millones de euros, y sólo abren la puerta a instituciones y grandes fortunas. La banca privada lo ofrece, sí, pero a partir de patrimonios que rondan las ocho cifras.

La gran promesa de productos como Icaria Patrimonio es **democratizar** ese acceso: reunir a muchos inversores medianos en un solo vehículo que, por volumen, sí alcanza esos mínimos institucionales, y repartir así entre todos la cartera de los milmillonarios. Es una idea poderosa y, en el fondo, justa.

Pero lleva dentro una tensión que conviene tener clarísima desde el principio, porque es la madre de casi todas las preguntas incómodas que vendrán después: se está metiendo un activo intrínsecamente ilíquido dentro de un envoltorio que promete cierta liquidez. El activo subyacente —una empresa privada, un préstamo— no se puede vender en un día. El fondo que lo empaqueta, en cambio, ofrece reembolsos periódicos. Mientras nadie tenga prisa por salir, el mecanismo funciona con elegancia. La pregunta es qué ocurre el día que muchos quieren salir a la vez. Guárdala, porque volveremos a ella de la forma más concreta posible.

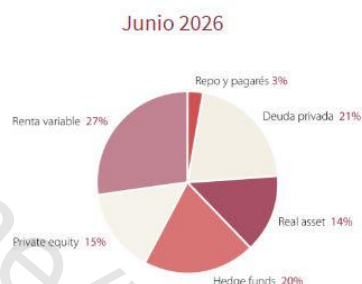
El FIL Icaria Patrimonio, por dentro

Aterricemos en el producto. Icaria Patrimonio es un **FIL** —Fondo de Inversión Libre, la figura española para estrategias sofisticadas dirigidas a inversores cualificados—, gestionado bajo el paraguas de Andbank. En la práctica es un **fondo de fondos**: en lugar de invertir directamente, Santiso selecciona alrededor de una veintena de fondos de primer nivel mundial y los combina en una cartera diseñada al estilo *endowment*.



Peso por activos Icaria Patrimonio FIL

	Junio 2026	Objetivo
Repos y pagarés	3%	0-5%
Deuda	21%	10-20%
Real asset	14%	10-20%
Hedge funds	20%	10-15%
Private equity	15%	15-30%
Renta variable	27%	15-30%



Su reparto por categorías da la medida de la ambición diversificadora:

- Renta variable — una docena de fondos, muchos de pequeñas compañías y de fuera de EEUU: Turtle Creek, Alta Fox, Sohra Peak, Indépendance et Expansion, Sextant Quality Focus...
- Private equity — Hamilton Lane y Goldman Sachs Vintage.
- Macro / CTA — Brevan Howard, Transtrend, Winton.
- Long/short bolsa — Man, Jupiter, Pictet, BlackRock.
- Activos reales — residencias de estudiantes (GSA Coral), infraestructuras (Hamilton Lane) y oro físico.
- Retorno absoluto, volatilidad, trade finance, cat bonds, deuda frontera, crédito non-rated, repos y liquidez y microfinanzas.

Es, sin exagerar, una de las carteras más diversificadas que un particular puede tener en un solo producto en España. Sus cifras objetivo son igual de llamativas: en torno a un **8% de rentabilidad anual con un 7% de volatilidad y un máximo del 12% de caída** —la mitad de volatilidad y un tercio del *drawdown* del MSCI World, según sus estimaciones—, pero lo interesante es que el fondo ya no depende solo de la promesa: acumula algo más

de un año de histórico real, y de momento lo está cumpliendo con holgura. A cierre de agosto de 2026, su rentabilidad anualizada asciende al 7,7% con una volatilidad de apenas el 3,5% —la mitad del 7% que figuraba como objetivo—, una máxima caída mensual del -2,25% y doce de sus trece primeros meses en positivo. Poco recorrido todavía para sacar conclusiones, pero un arranque coherente con lo prometido.

Los detalles prácticos: comisión de gestión del 0,99% (Clase A) o 0,69% (Clase I) más un 0,07% de depósito (un coste directo total en torno al 1,06%, de los más bajos de su categoría), sin comisión de éxito ni de suscripción. El **mínimo de entrada** es de **50.000 euros**, con valor liquidativo mensual y reembolsos trimestrales con preaviso de 60 días. La penalización del 3% por reembolso temprano, un incentivo de lanzamiento, expiró en abril de 2026. El patrimonio conjunto (Icaria Patrimonio más su versión Icaria Renta) ronda ya los 40 millones de euros, y se comercializa en exclusiva a través de Andbank. Su recorrido, eso sí, sigue siendo corto: lo que tiene décadas de historia son los fondos que lo componen, no el FIL, que echó a andar hace poco más de un año.

Un apunte que conviene adelantar, porque desactiva de raíz uno de los reproches habituales a este tipo de vehículos: pese a incorporar activos privados, Santiso afirma tener aproximadamente el 65% de la cartera liquidable en menos de siete días. Es una diferencia sustancial frente a los fondos evergreen puros, y una parte del diseño en la que dice haber trabajado especialmente. Volveremos sobre ello, porque es la mejor defensa del fondo ante una de las preguntas más espinosas de todas.

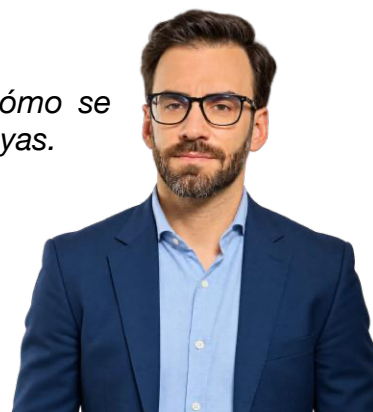
Con el mapa desplegado, entremos en la sala de máquinas.

Deep dive de la mano de Carlos Santiso

Traslado a Carlos una serie de cuestiones para entender cómo se construye y se sostiene una cartera así. Las respuestas son suyas.

La construcción de la cartera y la selección de fondos

El corazón del proyecto es elegir bien la veintena de fondos y ponderarlos.



→ **Punto de análisis:** cómo se decide el reparto por categorías (ese 22% en renta variable, 15% en private equity, etcétera) y qué papel juega cada pata en el conjunto — cuáles aportan retorno y cuáles, descorrelación —.

→ **Profundización:** qué proceso de *due diligence* sigues para seleccionar cada fondo subyacente, y qué te hace descartar a uno pese a un buen *trackrecord*.

#Carlos: La base de la cartera está inspirada en el asset allocation de los endowments (los fondos con los que se financian universidades como Yale o Harvard) y de los family office. Hay mucho detrás de esa elección, no es casualidad. Buscamos equilibrio, consistencia y volatilidad contenida, con especial atención a las caídas y al tiempo que se tarda en recuperarlas.

Cada categoría tiene un papel. La renta variable y el private equity aportan crecimiento a largo plazo. Las estrategias de deuda aportan intereses. Los activos reales, como las infraestructuras o el inmobiliario, dan acceso a otras fuentes de ingresos. En hedgefunds buscamos gestores que aporten algo distinto a la dirección de la bolsa. Y la cobertura directa está para las caídas fuertes.

Los pesos salen de combinar esos papeles. Una categoría puede ser muy atractiva por separado y aun así tener un peso limitado, porque repite un riesgo que ya está en otra parte de la cartera. El private equity, por ejemplo, sigue siendo invertir en empresas, y eso hay que tenerlo en cuenta al combinarlo con la bolsa.

Es importante tener rangos, porque el partícipe nunca se va a encontrar con un fondo que no reconozca. Al final nos movemos dentro de unos rangos y unas categorías

estables. Es 100% filosofía Cartera Permanente en cuanto a tener una base de categorías permanentes, pero aprovechando los rebalances de una forma más táctica.

El proceso de selección es una característica diferencial. Por suerte, llevo más de una década de experiencia y he sido director de inversiones de dos family office. Conozco desde dentro todas las categorías de activos en las que invertimos. En el proceso hay cinco claves.

-Rentabilidad excepcional. ¿Cómo se ha conseguido? Si ha sido con un par de home runs que se llevan toda la rentabilidad, o a base de apalancamiento, no sirve. Tenemos casos de fondos con rentabilidades muy por encima del benchmark que hemos descartado, y los hemos comentado en las cartas.

-Trackrecord del equipo de primer nivel. Equipos con una trayectoria consistente (muchos con décadas de historia), capaces de salirse del benchmark con carteras que aportan algo diferente. Buscamos el fondo más top de cada categoría. En catbonds, Fermat. En deuda frontera, LGT o Global Evolution. Y así con todas. Gestores de nicho que dominan su activo mejor que nadie.

-Gobernanza. Controles independientes sobre quién valora los activos, quién custodia el dinero y quién audita las cuentas.

-Disponibilidad del equipo gestor. Igual que es clave al invertir en una compañía, también lo es al invertir en un fondo. Las relaciones se van enriqueciendo y, sobre todo, vas adquiriendo conocimientos que sin ellas no tendrías.

-Que aporte algo al conjunto. Un fondo nuevo tiene que aportar algo que haga mejor al conjunto. Si no lo hace, no entra, por bueno que sea.

¿Cómo es esa forma más táctica?

Estamos invertidos en categorías que a largo plazo suben, porque detrás hay beneficios empresariales, intereses o rentas de infraestructuras. Así que aprovechamos los castigos y los desajustes de valoración para rebalancear y dar más peso a una categoría cuando la ocasión lo merece. Pero antes necesito entender por qué ha caído. Que algo haya bajado mucho, por sí solo, no es suficiente.

Hoy estamos en la parte más defensiva de nuestros rangos. Si llega una recesión o una caída fuerte de los activos de riesgo, el plan es pasar del 50/50 actual entre la parte defensiva y la de crecimiento a algo cercano a un 75/25 a favor del crecimiento.

El acceso a los fondos institucionales

Muchos de estos fondos exigen mínimos de entrada institucionales, muy por encima del patrimonio del FIL.

→ **Punto de análisis:** cómo consigue un fondo de 31 millones acceder a vehículos con mínimos que, sumados, exigirían mucho más capital, y qué papel juegan tus relaciones personales e institucionales, construidas desde el Family Office, en ese acceso.

#Carlos: Las relaciones con las gestoras son clave en esto. Como he dicho, hace ya más de una década era director de inversiones de un family office con más de 100 millones y un equipo a mi cargo. Después pasé a otro family office de un tamaño similar.

Esas relaciones que hoy mantengo me permiten sumar posiciones. Muchas gestoras, si ya tienes, por ejemplo, 3 millones invertidos con ellas desde un family office u otro vehículo, te los agrupan para que puedas entrar desde el nuevo con una cantidad inferior.

¿Resultado? Brevan Howard, un fondo que pide 5 millones para entrar, está en cartera desde el inicio. Hay muchos casos similares. Estamos en clases institucionales con mínimos de 1,5 y hasta 10 millones. Componer por libre la cartera de Icaria Patrimonio exigiría, según mis cálculos, un patrimonio de unos 100 millones.

Otro aspecto es que muchos de los hedgefunds, fondos de mercados privados o incluso fondos de bolsa (arbitrajes y similares) no tienen presencia pública. De ahí que la red de contactos institucional que construyas sea tan importante para que te lleguen ideas de forma continua. Es una de las claves para poder construir una cartera así. Y el partícipe de Icaria accede a todo ese trabajo a través de un único fondo.

El diseño de la descorrelación

La promesa central es comportarse de forma estable cuando la bolsa cae.

→ **Punto de análisis:** cómo se elige la pata de hedge funds (macro, CTA, long/short, volatilidad) para que aporte beta baja o negativa, y en qué te apoyas para creer que esa descorrelación se mantendrá en la próxima crisis y no solo en las pasadas.

→ **Profundización:** las correlaciones son dinámicas y tienden a converger hacia 1 en los pánicos sistémicos. ¿Cómo se protege la cartera de que, justo cuando más necesitas la descorrelación, esta desaparezca? Tu volatilidad real ronda el 3,5%, la mitad de la que proyectabas: ¿es fruto de una descorrelación robusta y entendida, o de que aún no ha llegado el pánico que la ponga a prueba?

#Carlos: Esta es una pregunta clave y, sin duda, la más importante. Tú, que llevas mucho tiempo analizando fondos, sabrás lo agresivo que es el marketing con la descorrelación, la diversificación y los retornos positivos en cualquier entorno. La realidad es que son muy pocos los fondos que aportan descorrelación de verdad. Diría que, de cada 10 fondos que la venden, sólo 2 la cumplen.

Hay que hacer el ejercicio de entender qué hace el equipo gestor. Cómo consigue esa diversificación. Cómo invierte. Es clave entender la lógica que hay detrás para ver si es sostenible o si simplemente ha tenido suerte. Una correlación baja en el pasado vale mucho más cuando puedes explicar el motivo que hay detrás.

Por eso combinamos estrategias que funcionan por motivos distintos. Un gestor macro se mueve en tipos de interés, divisas o bolsa. Un CTA aprovecha las tendencias. Un long-short busca diferencias entre compañías. Y un cat bond depende sobre todo de que haya o no grandes catástrofes, no de los beneficios de las empresas. Me interesa que cada pieza tenga una razón diferente para funcionar y que ninguna sea imprescindible por sí sola.

Otra parte importante es ver cómo se ha comportado cada fondo junto a los activos de mayor beta de la cartera en los escenarios de estrés. No es lo decisivo, porque no deja de ser un backtest, pero sí es una referencia importante.

Una vez lo escoges, es una relación viva. Hay que vigilarlo de cerca y ver que de verdad te está aportando lo que buscas. Es un ejercicio fascinante y, en el caso de Icaria Patrimonio, muy satisfactorio, porque la volatilidad desde inicio ha estado muy por debajo de las estimaciones iniciales (siempre suelo pecar de conservador).

¿Y si en el próximo pánico todo se mueve a la vez? Para eso tenemos una parte que no depende de correlaciones. Destinábamos en torno a un 4% a estrategias de volatilidad que no dependen de la gestión, simplemente de que el mercado caiga. El problema es que no eran del todo eficientes. Ocupaban un 4% del fondo y la cobertura que nos daban, en mi opinión, no compensaba. Tras meses de estudio y trabajo montamos algo equivalente, con una cobertura muy superior a la de esos fondos y con un coste inferior.

Así que Icaria Patrimonio tiene una parte que protege cuando la bolsa cae con fuerza, sin depender de correlaciones ni de la habilidad de ningún gestor, y con un coste muy eficiente. Es una parte de la que estoy muy satisfecho. Además, nuestra diversificación está ligada a tantas variables diferentes (catbonds, CTA, macro, cobertura directa, long-short, etc...) que, cuando simulamos miles de escenarios de caídas con un Montecarlo, los resultados son muy favorables.

La valoración y el rebalanceo

Un fondo con valor liquidativo mensual y activos ilíquidos plantea retos de valoración.

→ **Punto de análisis:** cómo se valora mensualmente una cartera con activos no cotizados, con qué frecuencia se rebalancea y cómo se financian las suscripciones y reembolsos sin verse forzado a vender lo ilíquido en el peor momento.

#Carlos: Diría sin duda que aquí es donde más horas he trabajado. Han sido años de experiencia y meses de trabajo para construir el fondo de la forma que, en mi opinión, es óptima. La valoración es sencilla. Tenemos un mes de desfase respecto al liquidativo mensual. Vamos recibiendo los liquidativos de las gestoras y valoramos el fondo a final de mes. Sólo trabajamos con gestoras de primer nivel, así que los criterios de valoración cumplen con una normativa y regulación exigente. Incluso la parte ilíquida permite vender. Nosotros mismos hemos reducido (o aumentado) sin ningún problema posiciones en fondos de mercados privados.

Ahora mismo, en condiciones normales, un 65% de la cartera se puede vender en una semana y el resto en plazos que encajan con los reembolsos del fondo, que son trimestrales y con 60 días de preaviso. Ese calendario nos permite organizar la liquidez con tiempo. Incluso algunos fondos de bolsa podrían tardar más en vender parte de su cartera (los centrados en microcaps) en condiciones de mercado de recesión.

Reembolsos no ha habido ninguno hasta ahora, pero tal y como está planteado, el fondo está preparado para atenderlos sin problema.

Con las suscripciones sí tuvimos un problema, y fue el contrario al que suele preocupar. Entraba dinero más deprisa de lo que podíamos invertirlo. El fondo se lanzó en julio y en febrero aún teníamos una posición de liquidez relevante. Hasta marzo hubo periodos con más del 30% de liquidez, y la liquidez media rondó el 15-20%, que no es poco. Eso penalizó el inicio.

¿La parte buena? Desde marzo funcionamos prácticamente invertidos al 100%.

En defensa de la estrategia

Le traslado a Carlos las objeciones más serias que se le pueden poner al fondo. Su contra-argumentación, sin retoques.

Partners Group: el riesgo que se vislumbraba

Empiezo, quizás, por la más actual, y también por una que juega a tu favor, aunque no lo parezca de entrada. En junio de 2026, el fondo **Partners Group Global Value SICAV** se vio obligado a **limitar los reembolsos al 5% de su patrimonio** tras dispararse las peticiones de salida hasta cerca del 10% en un trimestre, con la acción de Partners Group cayendo más de un tercio en el año, arrastrada por las dudas sobre la liquidez de sus vehículos *evergreen*. Y no fue un caso aislado: esa misma semana, Blackstone limitó los reembolsos de su fondo insignia de crédito privado. Lo relevante para esta conversación es que Partners Group formó parte de la cartera de Icaria, pero tú saliste de él en noviembre (antes de que estallara el problema) y, además, avisaste de los motivos en vuestro encuentro anual con casi un año de antelación.

→ **La pregunta, en tres frentes.** El primero, para que quede claro: cuéntanos qué viste en Partners Group que te llevó a salir tan pronto, y qué dice de tu proceso de análisis haber detectado ese riesgo antes que el propio mercado. El segundo, el estructural, que sigue en pie: aunque ya no tengas ese fondo, tu cartera contiene otros activos privados y semilíquidos. Tú sostienes tener cerca del 65% de la cartera liquidable en menos de siete días, un diseño que te aleja de los *evergreen* puros; ¿es suficiente ese colchón para descartar que vivas un episodio parecido con alguno de los activos que sí conservas? Y el tercero, el sistémico: lo de Partners Group y Blackstone, ¿es un problema puntual de dos firmas o la primera grieta de un modelo entero (el de los alternativos semilíquidos vendidos al minorista) que conviene vigilar de cerca?

#Carlos: Es una muy buena pregunta, y la respuesta corta es que lo vimos venir. Para entender por qué, primero hay que explicar cómo funciona el mundo de los mercados privados.

Para quien no lo conozca, los mercados privados son una parte clave de la economía global. Sin ellos tendríamos una de las mayores crisis (si no la mayor) de la historia económica. ¿Por qué?

Las compañías que no cotizan son imprescindibles en nuestro día a día. Hablamos de Ikea, Lego, Rolex, Mercadona y de miles de empresas medianas que no conocemos. Antes de 2008, la financiación de estas empresas venía sobre todo de los bancos. La fuerte regulación que llegó después de la crisis obligó a los bancos a dar un paso atrás, y ese hueco lo han ido ocupando los fondos de deuda privada. Para hacerse una idea, en Estados Unidos los bancos pasaron de tener el 71% del mercado de préstamos sindicados en 1994 a solo el 12% en 2021. ¿Qué sucedería si miles de empresas dejaran de recibir esa financiación?

Creo que la pregunta se responde sola. Colapso absoluto.

Entendido que son una parte enorme e imprescindible, veamos cómo funcionan los fondos de mercados privados tradicionales.

Un fondo de private equity suele tener una vida de unos 10 años, de los cuales 5 son de inversión y 5 de desinversión. Uno de deuda suele durar unos 5 años, que es lo que tardan en devolverse los préstamos. Durante ese tiempo estás invertido pero no puedes vender. Vas recibiendo distribuciones (algo parecido a los dividendos) a medida que el fondo vende empresas o cobra sus préstamos, pero no puedes pedir tu dinero cuando quieras. Ese es el modelo tradicional de los private equity.

Vamos ahora con el fondo *evergreen*. Es el punto medio entre un fondo de inversión tradicional, que puedes comprar y vender cada día, y un fondo de mercados privados tradicional. Suele tener liquidez mensual o trimestral, así que puedes entrar y salir de forma periódica. Pero además lleva en su folleto la posibilidad de limitar los reembolsos en momentos de estrés. Cuando eso ocurre, pierdes temporalmente la posibilidad de vender, hasta que el fondo se estabiliza. Es decir, tienes un fondo semilíquido en el que normalmente puedes vender, pero que en determinados entornos puede convertirse en ilíquido, exactamente igual que los fondos de mercados privados de toda la vida. Sobre esa protección publicamos hace un año un artículo en el blog de Icaria Capital, y la presentábamos como algo positivo, porque evita que el fondo tenga que malvender.

Existen incluso fondos de small caps que incluyen esa cláusula de limitar los reembolsos. ¿Qué opino de ella? Que como inversor me siento más seguro en un fondo que la tiene que en uno que no la tiene.

Pongamos un ejemplo. Un fondo de micro caps con rentabilidades espectaculares. Llega una recesión severa. No hay liquidez en los mercados. Por la narrativa y el nerviosismo de los inversores, el fondo recibe peticiones de reembolso por valor del 30% de su patrimonio. No tiene la cláusula de protección y se ve obligado a vender la cartera a la fuerza. Lo que podría haber sido una caída del 40-50% se convierte en una caída del 80%. Y quien lo paga es el partícipe que se queda.

Vamos con Partners Group. Casi un año antes de que estallara el problema, celebramos nuestro evento anual presencial para partícipes de River y de Icaria. Allí hice una radiografía de la situación macro. Hablé del “*maturitywall*” en crédito privado y del riesgo que suponía exponerse al *direct lending*, porque 2026 iba a ser un año de fuertes vencimientos (cuatro años después de 2022, y la deuda suele tener vencimientos de 3 a 5 años) y esos vencimientos tendrían que renovarse a tipos más altos. Era un caldo de cultivo para muchos problemas. Por eso, la exposición de Icaria Patrimonio e Icaria Renta al *direct lending* era del 0%.

También hablé de los problemas que podían tener los private equity con las compañías compradas en 2022 o antes, porque se habían pagado a valoraciones elevadas (el mercado estaba caro, igual que la bolsa) y llegaba el momento de venderlas. PartnersGroup era el fondo con la cartera más madura, es decir, el que más empresas necesitaba vender en ese entorno, así que esa fue la razón principal para salir. Y todos los meses vigilo los flujos de suscripciones y reembolsos de todos los fondos en los que estamos invertidos, como filtro para detectar tensiones. Todo ello permite anticiparse a ciertas cosas.

Salimos en noviembre. Los límites a los reembolsos llegaron en junio. Ahí se ve para qué sirve llevar muchos años trabajando con estas categorías y seguir de cerca a cada gestora.

¿Han sido los problemas del *direct lending* y de Partners Group algo puntual o una grieta del modelo?

Lo tengo claro. No es un problema puntual, es una consecuencia del momento del ciclo en el que estamos. Tipos de interés más altos y valoraciones muy exigentes suelen anticipar problemas. La única diferencia es que en los mercados privados (que reflejan la economía real) ya se ha notado y en los cotizados todavía no. ¿Puede quedarse el

problema en los mercados privados sin que la bolsa lo note? En mi opinión, rotundamente no. Es consecuencia de la situación que viven las familias y del entorno macro, y ya hemos hablado del peso que tienen las compañías no cotizadas en la economía. No hablamos en ningún caso de un sector ajeno a la economía. Al revés, hablamos del corazón de la economía.

Ahora bien, que un fondo limite los reembolsos tal y como prevé su folleto no demuestra, por sí solo, que sus empresas sean insolventes. Demuestra que las peticiones de salida han superado la liquidez que ofrecía en ese período. Y sigo viendo mucho valor en los mercados privados, siempre que se elija bien. Precisamente porque conozco ese mundo, doy tanta importancia al gestor, a las valoraciones, al endeudamiento, a la madurez de la cartera y a las condiciones de salida.

¿La diferencia con Icaria Patrimonio? La liquidez. Partners Group tiene en torno a un 12% de su cartera en inversiones líquidas. El resto son empresas y fondos no cotizados, que en su mayoría no se pueden vender. En Icaria Patrimonio, en condiciones normales, el 65% de la cartera se puede vender en menos de una semana y el 100% de la cartera se puede vender en base a nuestro calendario de reembolsos. Hablamos de mundos diferentes. Partners Group es un fondo de private equity. Icaria Patrimonio es una cartera multiactivo diversificada, en la que el private equity pesa un 15%.

El sesgo de supervivencia y el espejismo del backtest

Las métricas que sostienen el atractivo del fondo —ese 8% con 7% de volatilidad— se construyen sobre el comportamiento pasado de los fondos que hoy tienes en cartera.

→ **Objeción:** ese backtest sufre un sesgo de supervivencia evidente: está hecho con los fondos que sobrevivieron y prosperaron, no con los que desaparecieron por el camino, y nadie garantiza que los actuales sigan vivos y brillantes dentro de diez años. A ello se suma que buena parte de ese historial se forjó en quince años de tipos de interés en mínimos, un viento de cola que ya no sopla. Tu primer año de vida real es prometedor —volatilidad aún más baja de la prometida—, pero un año no es un ciclo: no ha vivido todavía una recesión, ni un susto de crédito, ni un mercado bajista serio. ¿Cuánto de esas cifras es habilidad replicable y cuánto un entorno irrepetible, y por qué deberíamos fiarnos del 8% proyectado cuando el FIL todavía no ha atravesado una recesión ni un mercado bajista de verdad?

#Carlos: Tienes razón en que ese sesgo existe. Al elegir hoy gestores cuyo pasado ya conocemos, hay que tenerlo presente, y por eso doy tanta importancia a entender el proceso de cada uno, a diversificar el riesgo gestor y a comprobar que cada posición sigue cumpliendo su función.

Pero mi confianza no viene de ahí. Viene de lo que expliqué en mi libro, El inversor conservador, que publiqué en 2021. Hablaba de las bases de la diversificación y de las claves de cada activo, y no se basaba en simulaciones del pasado. Explicaba en profundidad cómo se comportan los activos a lo largo del ciclo económico y por qué.

El modelo de Icaria Patrimonio, y en definitiva el modelo endowment, no está construido sobre un backtest. Está construido sobre el sentido común.

Diversificar un tercio en negocios (bolsa), un tercio en tierras (infraestructuras o inmobiliario no cotizado) y un tercio en la mano (deuda) es una de las formas de diversificación más antiguas que existen. Ya lo recomendaba el Talmud hace unos 1.500 años. Icaria Patrimonio y Cartera Permanente beben de esos principios.

Cada categoría de Icaria Patrimonio está en manos de la mejor gestora de esa categoría, acompañada de otras gestoras de primer nivel. ¿Por qué no invertir sólo en el mejor fondo de cada categoría? Precisamente para diluir al máximo el riesgo gestor.

Mi forma de ser siempre va en esa línea. Nunca busco el mayor retorno posible, sino el mejor binomio rentabilidad-riesgo posible.

Todos los procesos (la supervisión, el contacto con las gestoras, el seguimiento) están encaminados a que cada una de las piezas de Icaria Patrimonio funcione como se espera.

Sobre los tipos de interés, su subida no afecta igual a todas las categorías. Complica la vida a las empresas endeudadas y, al mismo tiempo, mejora lo que paga la deuda. No dependemos de una sola variable, como pasa en la mayoría de carteras, y esa dilución del riesgo es lo que realmente merece la pena.

¿Habrás baches por el camino?

Por supuesto, como en el 100% de las carteras que existen. La diferencia es que, por esa filosofía conservadora, probablemente los baches sean de menor intensidad.

Como decía antes, el posicionamiento de Icaria Patrimonio está ahora mismo en el rango más defensivo de todos los posibles. Por eso la volatilidad ha sido tan pequeña, de tan solo un 3,5%. Además, como he contado, nos penalizó tener mucha liquidez durante meses. A pesar de ello, el fondo ha obtenido un binomio rentabilidad-riesgo sobresaliente. Mi objetivo es que el partícipe haga crecer su patrimonio con un nivel de riesgo que pueda mantener y que eso le ayude a tomar mejores decisiones. Soy muy optimista de cara a los próximos años y, sobre todo, estoy muy agradecido por la enorme confianza de todos los partícipes.

El riesgo de persona clave

El fondo delega la gestión de cada activo en gestores especializados, pero hay un único cerebro decidiendo la asignación.

→ **Objeción:** por muy diversificados que estén los veinte subyacentes, el “cerebro” que decide los pesos, las entradas y las salidas eres solo tú. Es una concentración de riesgo gestor considerable en una única persona. ¿Qué pasa con el fondo —y con el acceso a esos fondos institucionales, que descansa en tus relaciones— si tú faltas o cambias de proyecto? ¿Existe un equipo y un protocolo que garanticen la continuidad, o el partícipe está comprando, en realidad, a Carlos Santiso?

#Carlos: En buena parte, sí, y no lo escondo. Icaria Patrimonio es un fondo de autor y mi criterio tiene un peso importante. Quien invierte aquí está eligiendo también una forma de entender la inversión que he desarrollado durante muchos años. Esa responsabilidad la asumo personalmente.

Al mismo tiempo, hay una estructura institucional detrás. La gestora es Andbank Wealth Management, el depositario es Inversis y cada fondo subyacente lo gestiona su propio equipo. Mi responsabilidad está en elegir esas piezas y en decidir cómo combinarlas.

Además, el riesgo de persona clave existe en la mayor parte de los fondos. Estamos invertidos, como he dicho, en los mejores fondos de cada categoría. ¿Qué sucedería si

cambiara el equipo gestor de alguno de ellos? Probablemente vendería. Y esa misma opción la tiene cualquier partícipe de Icaria Patrimonio.

Por otro lado, trabajo en lo que me apasiona. Puedo dedicarle 10-12 horas diarias, e incluso los fines de semana, porque hago lo que haría igualmente en mi tiempo libre.

Hoy gestiono más de 300 millones entre fondos, carteras gestionadas y carteras de fondos, y estoy en el momento más feliz de mi carrera, con más energía que nunca. No se me ocurre ningún escenario en el que abandonar el proyecto, ahora que ha llegado a este punto de éxito y de confianza de los partícipes, y en el que además disfruto de mi propia afición, la inversión conservadora y la diversificación de activos.

¿Por qué tú y no un multiactivo que ya hace algo parecido?

Existen fondos multiactivo conservadores que persiguen un objetivo muy similar al tuyo —batir a la inflación con baja volatilidad usando activos descorrelacionados— y que, sobre el papel, ganan en casi todos los ejes estructurales.

→ **Objeción:** pongamos el caso del *Assenagon I Multi Asset Conservative*. Es también un fondo de fondos que combina renta variable, crédito, oro, bonos catástrofe, deuda emergente y hedge funds líquidos; tiene una volatilidad objetivo parecida (3-6%), lo gestiona un equipo de cuatro personas con más de veinte años de trayectoria conjunta —no un único cerebro—, roza los 286 millones de patrimonio, exige un mínimo de apenas 2.500 euros, ofrece liquidez diaria, dispone de clase limpia y es traspasable sin peaje fiscal, y acumula premios y primer percentil Morningstar a varios plazos. Frente a eso, Icaria pide 50.000 euros, encierra el dinero a trimestres, depende de ti solo y aún no tiene ciclo. Su única desventaja aparente es un coste algo mayor. Dímelo sin rodeos: ¿qué le das tú a un inversor que un producto así, más grande, más líquido, más barato de entrar, traspasable y con equipo detrás, no le dé ya? ¿Dónde está tu ventaja real, más allá del acceso a unos pocos fondos concretos?

#Carlos: Assenagon es una gestora top que conozco de primera mano porque he invertido con ellos. Por eso mismo sé dónde está la diferencia.

El fondo de Assenagon es un fondo UCITS al uso. Un muy buen fondo, eso sí.

¿Qué significa esto?

Que Assenagon no puede invertir en gran parte de los activos que marcan la diferencia en Icaria Patrimonio, como los fondos de mercados privados o los hedgefunds institucionales.

Además, su parte de bolsa se parece mucho más al mercado. Entre sus diez mayores posiciones hay dos ETF del S&P 500 y fondos muy conocidos de grandes gestoras, y parte de su exposición a bolsa la construye con futuros y opciones. En Icaria las opciones están para lo contrario, para protegernos cuando la bolsa cae. Y buscamos diferenciarnos del mercado invirtiendo en fondos de nicho.

Para mí ambas propuestas son buenas, aunque sus posibilidades, su flexibilidad y su planteamiento son diferentes. Icaria Patrimonio premia más la diversificación que la beta al mercado, y las dos pueden incluso convivir en una misma cartera.

¿La ventaja real, sin rodeos? Llevar al partícipe la forma de construir carteras que he usado con patrimonios de 100 millones, con gestores y activos que por su cuenta no podría reunir. Tener acceso a un fondo poco habitual sólo aporta si mejora el conjunto, y ese es el filtro que le pongo a cada uno.

El fondo publica un coste directo del 1,06%, de los más bajos de su categoría.

→ **Objeción:** siendo un fondo de fondos, sobre ese 1,06% se apilan las comisiones de los veinte vehículos subyacentes —muchos de ellos *hedge funds* y *private equity*, nada baratos—, y el folleto llega a admitir hasta un 4% de costes indirectos. Aunque defiendas que las rentabilidades que muestras ya van netas de esas comisiones, ¿puede el partícipe conocer con certeza el coste total real que soporta? ¿Y no es ese apilamiento de comisiones el que convierte un buen retorno bruto en uno solo correcto?

#Carlos: Es una pregunta razonable, y el partícipe tiene que poder distinguir lo que cobra el FIL de lo que cuestan los fondos en los que invertimos. El 1,06% de la clase A corresponde a la gestión y la depositaría, y a eso se suman otros gastos propios y los de los subyacentes. El 4% del folleto es el máximo que se permite por gestión indirecta, no lo que se paga cada año. Y todas las rentabilidades que publicamos son ya netas de todos esos costes.

Y los costes están optimizados al máximo, gracias a que participamos en clases institucionales que permiten un ahorro importante en comisiones y a que es algo a lo que damos una importancia fundamental.

Diría incluso que de momento no conozco ningún fondo como Icaria Patrimonio al coste de Icaria Patrimonio (como sucedió en su día con Cartera Permanente, donde fuimos pioneros).

Los fondos más caros de Icaria Patrimonio son realmente los que tienen un rol más clave. Brevan Howard Master Fund es un fondo en el que invierten family office, endowments y clientes institucionales, con un trackrecord desde 2003. Tiene una tasa de éxito en las caídas del mercado (es decir, sube cuando la bolsa cae) muy difícil de encontrar. Ganó un 20% en 2008, un 27% en 2020 (un 18% solo en marzo, el mes del crash del Covid) y otro 20% en 2022, cuando cayeron a la vez la bolsa y los bonos.

En renta variable, por ejemplo, tenemos Sohra Peak y Alta Fox. Fondos que han pulverizado al S&P 500 desde su inicio, con rentabilidades anualizadas después de comisiones de casi el 20% y el 30%, respectivamente.

Por último, la clave es si el retorno por unidad de riesgo del fondo es eficiente, y por el momento así ha sido.

¿Cuánto peso merece, de verdad?

Es la pregunta que sobrevuela toda la comunidad de tus partícipes, y la que quiero que respondas sin diplomacia.

→ **Objeción:** entre la iliquidez, la complejidad, la ausencia de histórico propio y la concentración en un solo gestor, la prudencia dicta no darle a este fondo un peso dominante en una cartera. Con honestidad y con tu propio dinero en mente: ¿qué porcentaje máximo del patrimonio dirías que debería representar Icaria Patrimonio para un inversor, y a partir de qué patrimonio total tiene sentido siquiera plantearse la entrada, dado el mínimo de 50.000 euros?

#Carlos: Si mañana viniera un cliente de 100 millones y me pidiera una cartera de fondos para su patrimonio, como en cualquier family office, lo más cercano a lo que le construiría es Icaria Patrimonio.

Las dos veces que he sido director de inversiones, en total durante 10 años, han sido con clientes de unos 100 millones de patrimonio. El punto de partida siempre era entender a la familia (qué necesitaba gastar, qué pérdidas podía asumir, cuánto tiempo podía esperar). Después venía la cartera. Tras muchas reuniones para definir el marco del family office (es una parte clave), llegas a unos parámetros definidos sobre los que moverte.

- Volatilidad máxima

- Drawdown máximo

- Rentabilidad esperada

- Períodos underwater (cuánto se tarda en recuperar una caída)

Y mucho más. Así que, para quien comparta este enfoque, Icaria puede ser la parte central de su patrimonio invertido a largo plazo. Lo he construido con esa vocación.

Eso sí, hay factores clave que tener en cuenta. Necesidades de liquidez. Trabajo. Edad. Años invirtiendo. Antes de entrar, tiene que quedar cubierto lo que la persona necesita para vivir, sus compromisos y un margen para imprevistos. No hay un asset allocation universal, hay un asset allocation adaptado al perfil de cada cliente. Por eso no daría un porcentaje máximo igual para todos. El peso correcto es el que te permite mantener la inversión con tranquilidad también cuando llegan los baches.

Conclusión

Icaria Patrimonio es, probablemente, uno de los productos más interesantes e insólitos que se han lanzado en España para el inversor particular en mucho tiempo. La idea de fondo (acercar el modelo con el que se gestionan las grandes fortunas del planeta a quien tiene un patrimonio medio) es valiosa, y el hecho de hacerlo con una comisión contenida y una transparencia poco habitual (ese dossier de más de cien páginas, ese apartado público de críticas que uno no ve en casi ningún otro fondo) dice mucho a favor de la casa.

Pero un producto así no se juzga por lo bien que suena, sino por lo bien que uno entiende sus riesgos antes de entrar. Y no son menores: la iliquidez de los alternativos, cuyo peligro este mismo verano ha dejado de ser teórico en todo el sector —aunque él saliera a tiempo del fondo señalado y defienda tener buena parte de la cartera liquidable en días—; un histórico propio todavía demasiado corto para haber atravesado un ciclo completo; la dependencia de un único gestor; y el apilamiento de complejidad y de costes que exige una fe considerable en quien selecciona. Nada de esto lo descalifica. Todo esto obliga a estudiarlo con la misma profundidad con la que está construido.

Mi consejo de siempre, y más que nunca aquí: no inviertas jamás en algo cuyo comportamiento en los años malos —y sobre todo, cuya *iliquidez* en los años malos— no estés absolutamente preparado para soportar. Si tras entenderlo a fondo te encaja, enhorabuena, tendrás en cartera algo que hasta hace nada era un privilegio de unos pocos. Y si no lo entiendes del todo, la respuesta es sencilla: entonces no es para ti, por muy bueno que sea.

Agradezco a Carlos su tiempo y su valentía para responder a lo que incomoda. Podéis conocer el fondo en icariapatrimonio.com, y acceder a [su canal de Telegram](#) donde comparte contenido de valor con su comunidad.

También os recomiendo [suscribiros a su newsletter en Substack](#):