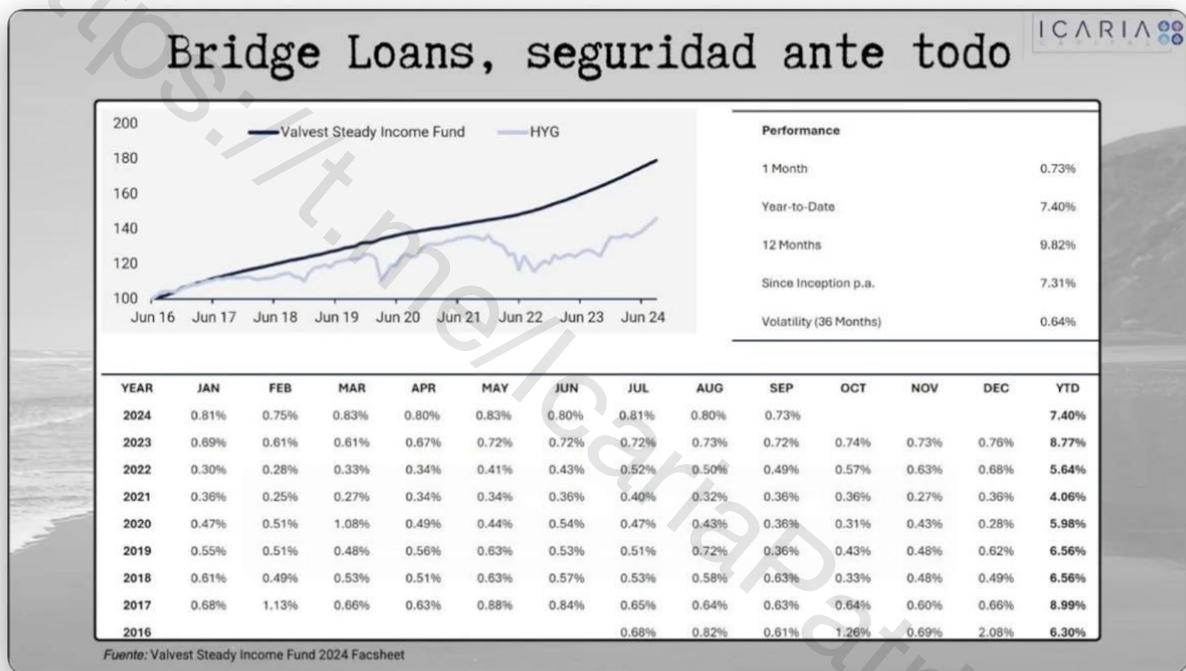


Listado de fondos dentro de Icaria Patrimonio FIL

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #1 - Valvest Steady Income Fund (EUR)



Valvest Steady es un fondo que invierte en **préstamos cuya garantías son inmuebles**. Se llaman préstamos puente. Suelen ser para reformas o proyectos de restructuración. Para dar esa financiación, como garantía se pone un inmueble, haciendo que el “*loan to value*”, que es lo que representa la deuda sobre el valor del inmueble, sea de media un 65%. Esto significa que **el préstamo representa sólo el 65% del valor del inmueble**.

Es decir, el préstamo vale mucho menos que el inmueble que pones en garantía, por lo tanto, ante un impago, que en este caso no ha sucedido nunca, se haría frente a la deuda con el inmueble, que tiene un valor muy superior. En definitiva, **estamos muy protegidos por el inmueble**, por el colateral, **cosa que en renta fija no suele suceder**.

Valvest Steady Income Fund, un Family-Office que lleva haciendo esto **más de 30 años**, y que decidió hace casi 10 años sacarlo en formato fondo, para que además de invertir su propio capital, con más de 100 millones de dólares invertidos, permitir que entrasen inversores externos.

Resultado; podemos ver que, **desde que ha salido, en el año 2016, que hasta el año 2022 no subieron los tipos (un fondo monetario en esos años no pagaba nada, daba cero) este fondo ha generado una rentabilidad, después de comisiones, del 7,31%, con ningún mes negativo. Repito, ningún mes negativo, incluido el COVID. Esto es algo increíble.**

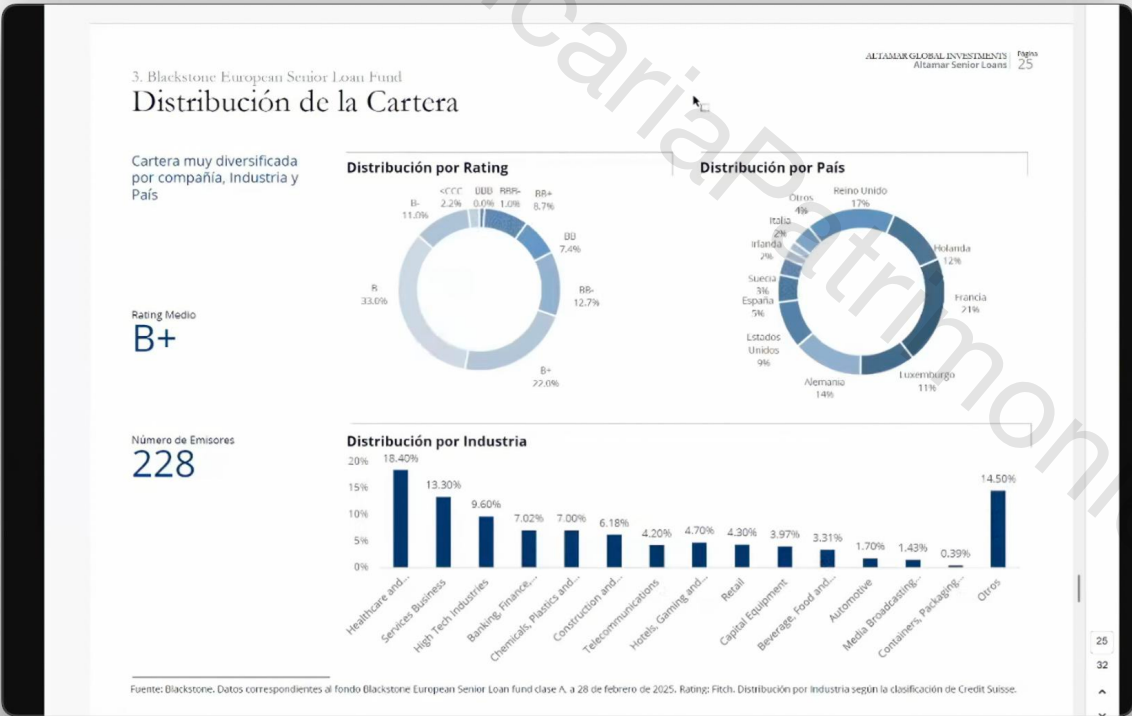
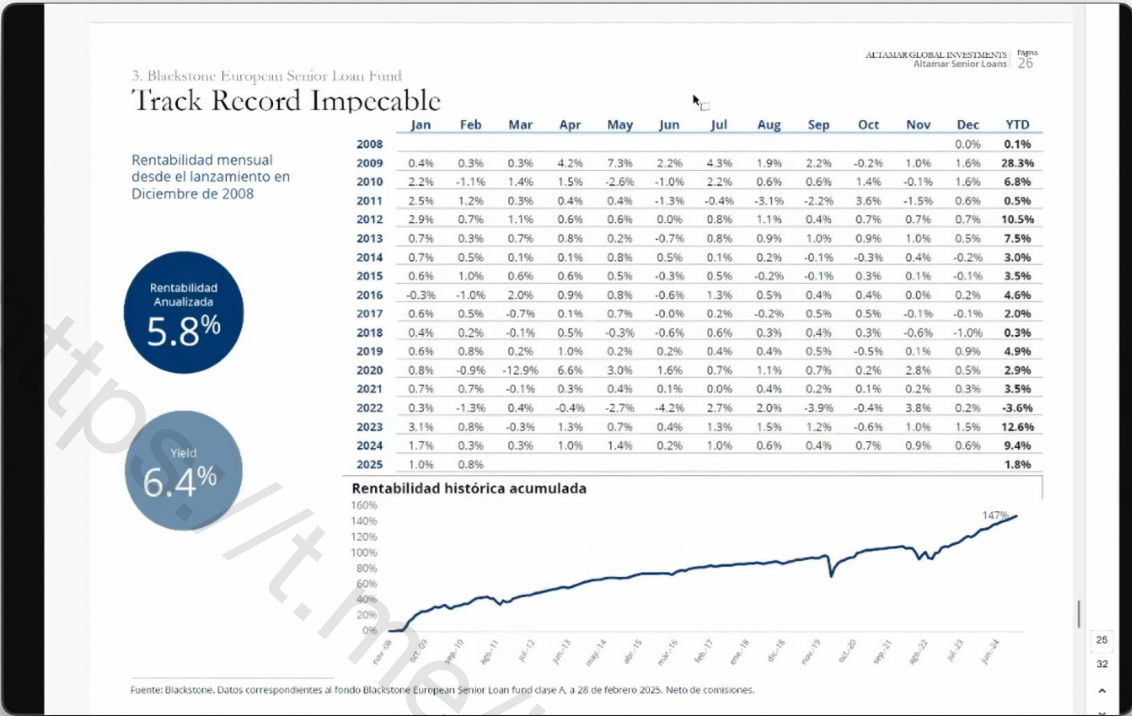
Volatilidad 0,34% (prácticamente un monetario), pero con una rentabilidad extraordinaria (7,42% anualizado desde su creación).

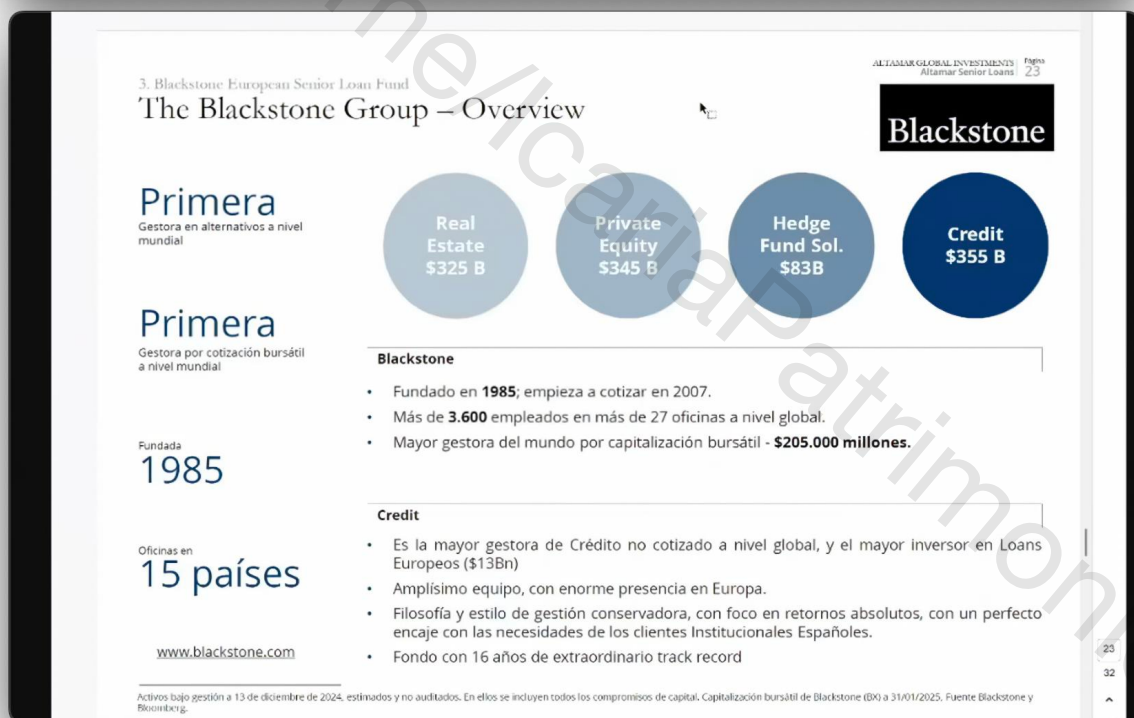
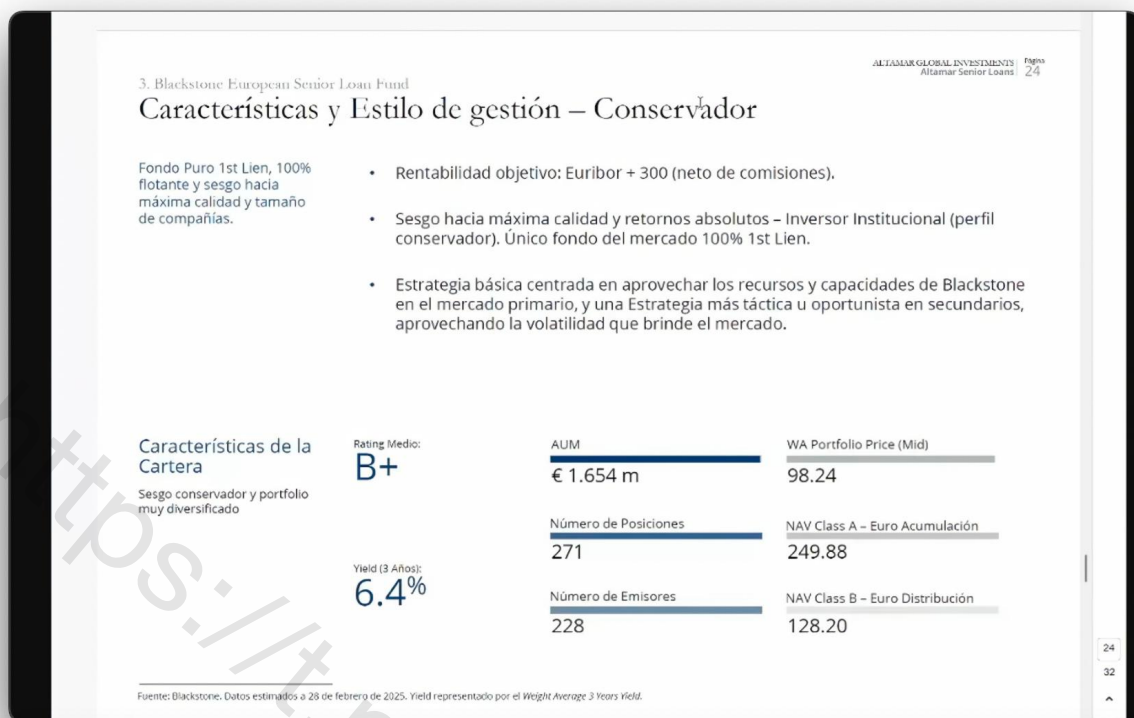
En Valvest Steady, desde que existe el fondo en el año 2016, no ha tenido nunca ningún default, por eso **la rentabilidad todos los meses ha sido positiva**. Lo que hace este fondo es dar financiación a proyectos para reforma inmobiliaria. Por ejemplo, un KFC que quiere hacer una reforma de su local y necesita el dinero, el préstamo tiene una duración entre 8 y 24 meses. Y es un espectro de Renta Fija, como la que podría invertir la gente en fondos tradicionales, tremendamente conservador, porque el respaldo de esa deuda es el inmueble. Ahí está es la clave.

Al gestor, Carlos Santiso, le gusta mucho este fondo, porque conoce al equipo gestor, sabe cómo lo hacen, ha analizado todos los proyectos y es un fondo que encaja espectacularmente bien dentro de **Icaria Patrimonio FIL**. Aquí lo importante es entender el activo, analizarlo y sacar conclusiones. Y este activo es sencillo de analizar porque los gestores del fondo le dan acceso a la lista de inmuebles que tienen en los préstamos, son muy transparentes.

Es como invertir en un fondo de Renta Fija pero con un colateral, que son los inmuebles. Muy sencillo de entender. Y el Track-Record es espectacular. Llevan haciéndolo más de 30 años, tienen la experiencia para poder hacerlo otros 30 años más. Es un fondo que invierte en activos en Estados Unidos, por lo tanto está en dólares, pero **Icaria Patrimonio FIL** invertirá en la clase en euros, que está cubierta.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #2 - Blackstone European Senior Loan





El fondo de Deuda Privada más grande de Europa. Se fundó hace unos 16 años, tiene un volumen de 1.600 millones.

Desde 2008, **rentabilidad anual del 5,8%, con todos los años en positivo, salvo 2022.** Podemos ver en la primera imagen, la línea ascendente, tremendamente estable.

Cartera muy diversificada en Deuda Privada europea, tanto por países como por sectores, como vemos en la segunda imagen. Estilo conservador y objetivo de rentabilidad neta de Euribor+3%.

Este fondo de inversión es el único (o uno de los pocos) en todo el mercado cuya cartera está compuesta exclusivamente por préstamos de primer rango de prelación ("*first lien loans*"), es decir, **el 100% de sus activos invertidos son préstamos garantizados con prioridad absoluta** en caso de impago o liquidación de la empresa prestataria. Esto tiene varias implicaciones, como menor riesgo de crédito o alta seguridad jurídica y estructural, atrayendo a inversores institucionales que buscan la preservación del capital.

Es como invertir en renta fija, pero de una forma mucho más estable. Ya veis **las rentabilidades, por ejemplo 2022, que fue el peor año de los últimos 50 años para la renta fija, cayó apenas un -3%**. Y este es el comportamiento del fondo desde inicio, que es tremendamente estable. Nos gusta mucho Senior Loans, en este caso **sólo préstamos europeos, y nos vamos a ir siempre a la parte más conservadora del activo**, siempre.

Os doy **pinceladas sobre estos fondos de Senior Loan que vamos a tener en Icaria Patrimonio**, para vuestra tranquilidad;

La parte de Senior Loans en Deuda Privada dentro de Icaria Patrimonio, va vinculada a los tipos de interés, por lo tanto cuando suben lo hace bien, porque son tipos de interés variables, esa es una característica importante.

En concreto, Senior Loans es el tipo de Renta Fija no cotizada más segura que hay. Los Senior Loan son préstamos a empresas, garantizados ("Secured") con los activos de la compañía que recibe el préstamo, y cuyo recobro tiene la máxima prioridad/prelación sobre los activos de la compañía respecto cualquier otra deuda.

Estos préstamos están organizados (intermediados/sindicados) por bancos, suelen ser a tipo variable (protección ante subidas de tipos) y los inversores principales son fondos de inversión institucionales e Instituciones directamente.

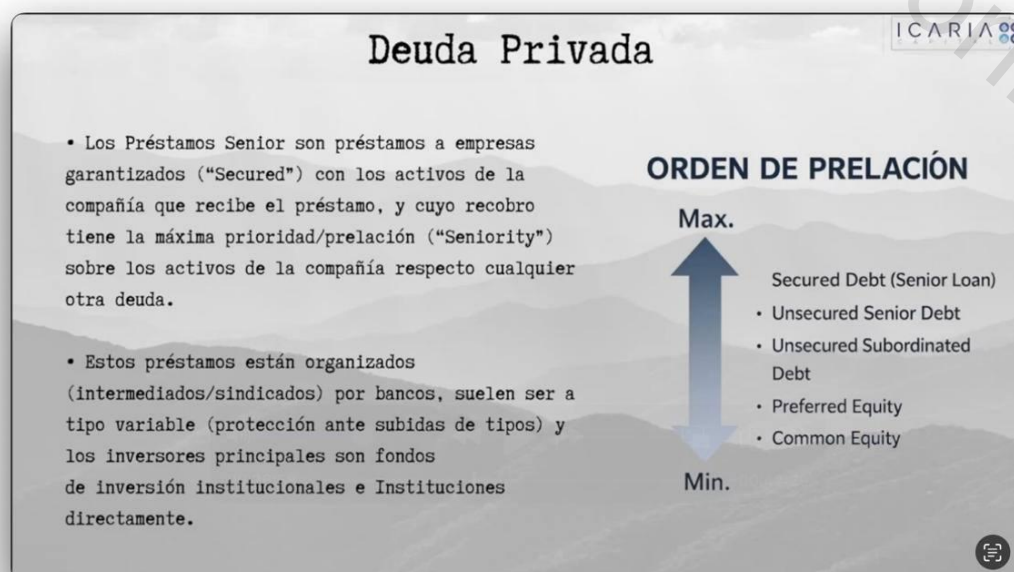
Icaria Patrimonio FIL sólo invierte en el espectro más conservador de la Deuda Privada, en el espectro menos volátil. Si hubiese una quiebra del acreedor, seríamos los primeros a la hora de cobrar.

La mayor parte de los fondos de Renta Fija que tiene la gente, son Senior Unsecured y Subordinated Unsecured, es decir, serían el segundo o el tercero en cobrar. En cambio, los fondos que componen Icaria Patrimonio FIL, son los primeros de la lista.

Y además de esa seguridad, en cualquier caso, tenemos un seguro adicional, en forma de colateral. Esto significa que ponen como aval un activo clave de la empresa, que tiene un valor superior al de la deuda que se asume. Esto se llama "loan to value". En el caso de que haya una insolvencia, se tiene el activo, y es el primero para cobrar y hacer frente a esa deuda.

Es decir, tienes una protección adicional con respecto a la mayor parte de la gente que invierte en fondos de Renta Fija tradicionales. Estás mucho más protegido y cobras antes. Y esto hace que el inversor esté mucho más protegido que con un bono al uso, porque además de la caja de la empresa, tiene en garantía los activos de la empresa. Desde este punto de vista es más conservador todavía de lo que podría ser un bono del mismo rating.

Este mundo era un mercado 100% bancario, donde accedían únicamente los grandes bancos, pero desde la regulación de Basilea, se ha abierto a más inversores.



Icaria Patrimonio FIL - Fondo #3 - Oquendo Senior Loans

Préstamos privados no bancarios						
☐ Loss Rate del 0,2% tras 14 años. ☐ Siete fondos desde 2007 con yield > 5%						
	Oquendo I	Oquendo II	Oquendo III	Oquendo Senior I	Oquendo IV	Impulsa
	2008	2013	2017	2019	2020	2021
Compromisos	€50m	€157m	€200m	€173m	€268m	€60m
Miembros del equipo	5	8	12	16	19	[21]
# Inversiones	8	14	13	18	13-15	13-15
Ticket medio	€6.3m	€11.2m	€15.4m	€10.0m	€15-20m	€3-5m
Co-inversión	0	5	6	1	5-6	5-6
TIR Neta	8.2% ²	8-9% ³	8-9% ³	5.5% ³	9-10% ³	9-10% ³
	Liquidado	En periodo de desinversión	En periodo de desinversión	En periodo de desinversión	Invirtiendo	Invirtiendo
						Fundraising e invirtiendo

Este es el histórico de los fondos que ha ido sacando Oquendo, que es una gestora española. **El histórico de rentabilidades netas obtenidas está en torno al 8%, y nunca ha habido ningún fondo que tenga rentabilidades negativas.**

Fondos de inversión que han existido desde el año 2007, cuyas pérdidas en un periodo de 14 años han estado en un 0,2%, que es el Loss Rate, la pérdida efectiva, es decir, no ha habido pérdidas. **El Loss Rate es de un préstamo, no del fondo.**

Las tires netas de los fondos son las que veis arriba, que han estado en torno al 8%, dependiendo de la tipología del fondo, que puede ser más conservador o menos conservador, pero **en torno al 8% después de comisiones.** Impresionante.

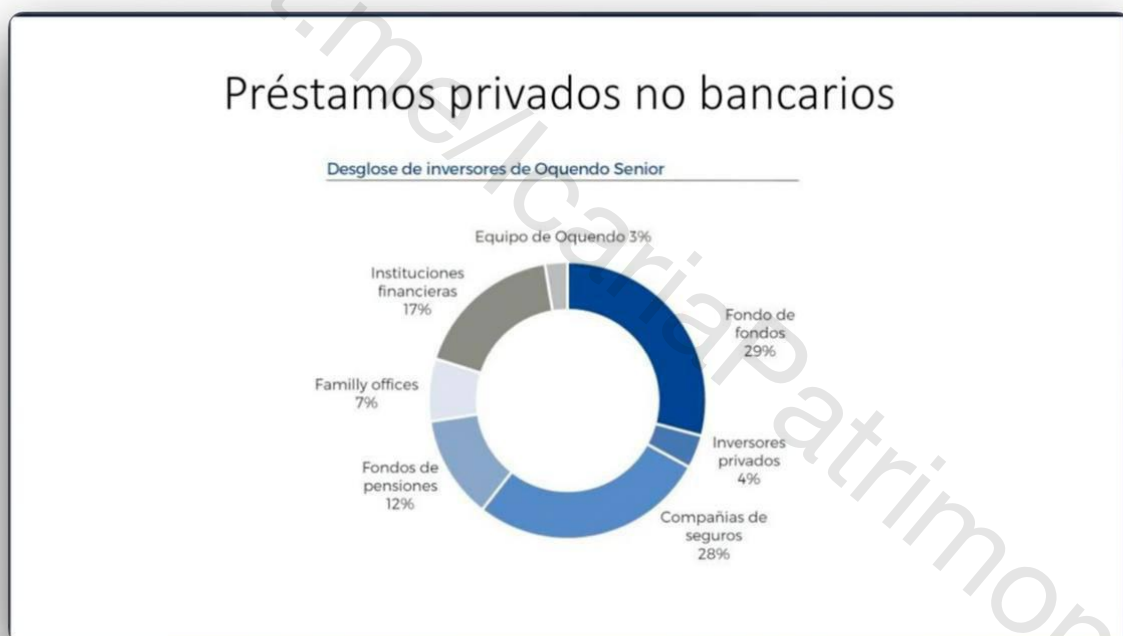
Por ejemplo, Renta Fija High Yield, en el mismo periodo, asumiendo más riesgo, no ha dado esas tires.

Es bastante complicado obtener pérdidas en préstamos del 0,2% y al mismo tiempo, tener todos los fondos con una TIR por encima del 5,5%.

Fondos con rentabilidades netas en el periodo de tipos de interés cero o negativo, del entorno al 8%, es totalmente imposible en la inversión tradicional. En cambio, estas son rentabilidades que ya se han dado en estos fondos, y en épocas de tipos de interés al 0% incluso.

En el caso de Carlos Santiso, gestor de Icaria Patrimonio FIL, este fondo de Oquendo ya está invertido desde 2022 dentro del Family-Office que gestiona, y lleva una rentabilidad anual después de comisiones, a cierre de 2024, del 7,7%. **Y no ha tenido ni un solo trimestre negativo desde 2022.** Una bestialidad.

Desglosamos la alineación de intereses de Oquendo Senior Loans, porque en la inversión alternativa es muy habitual que el propio equipo gestor invierta en el vehículo.



La tipología de inversores que hay es mucho más sofisticada, aquí vemos el ejemplo del perfil de inversor que invierte en este fondo en concreto.

Estamos hablando de **fondos de fondos, de compañías de seguros que son mucho más conservadoras, de fondos de pensiones, de Family-Offices, mientras que el inversor retail representa una minoría, es un 4%**. La inmensa mayoría son inversores mucho más sofisticados.

Hoy por hoy, Oquendo gestiona cerca de 1.000 millones de euros de fondos de pensiones, aseguradoras, fundaciones y family offices en diversas estrategias que cubren un amplio espectro de instrumentos, desde la deuda senior al capital flexible, pasando por deuda *mezzanine* y subordinada, PIK notes, deuda convertible, etc.

Icaria

Y, con esto, terminamos la parte de fondos de Deuda Privada, que es un 15% del total de Icaria Patrimonio FIL.

Tres fondos impresionantes, a los que me cuesta encontrarles una mácula, conociendo sus históricos de rentabilidad y riesgo. Sobre todo, al Valvest que, desde mi punto de vista, es una locura de fondo.

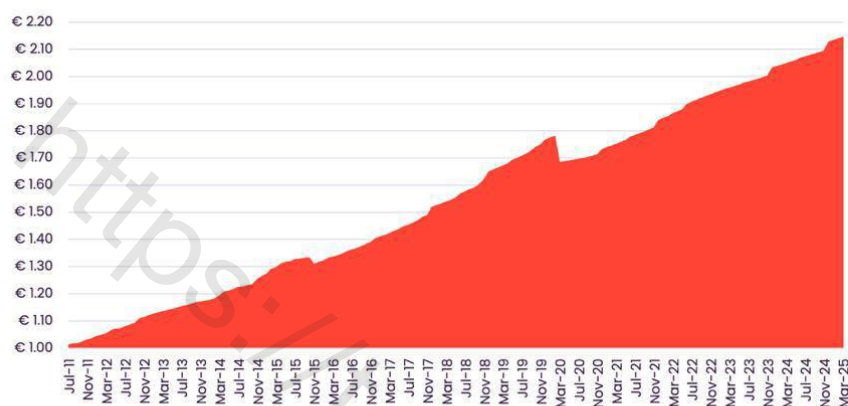
Icaria Patrimonio FIL - Fondo #4 - GSA Coral Student Portfolio



GSA Coral: performance.

GSA Coral targets a net return of 7-8% per annum.

Fund Performance (net of fees) Share Price Growth – Institutional Class E EUR



Notes:
Past performance is not a guide to future returns and no responsibility is accepted for any errors or omissions. All performance figures are calculated after deducting the fees.
GSA Coral Student Portfolio is a compartment of GSA Coral Portfolio S.C.A. SICAV-SIF which is incorporated under the laws of Luxembourg and regulated by Luxembourg authorities.
Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) as a multi-compartment Specialist Investor Fund and is approved under AIFMD.

Performance Summary Class E EUR (as at 31/03/2025)

Net return since inception (Jun – 11)	114.43%
Last 12-month return	4.71%
2025 YTD return	0.80%
Annualised return since inception (pa)	5.70%
Annualised volatility since inception	2.08%

Annual Performance Summary Class E EUR

2019	7.16%
2020	-1.98%
2021	6.21%
2022	5.50%
2023	4.71%
2024	4.73%

Este fondo lo conoce muy bien el gestor de Icaria Patrimonio, porque lo lleva utilizando para clientes internamente desde hace muchos años. Aquí sí que la diferencia de drawdown máximo con respecto a un fondo de renta fija ultra-corto plazo es muy pequeña.

Vemos una curva que puede recordar (con matices) la de un fondo monetario, con una mínima caída en el año 2020, que fue del 5%, aunque es cierto que tardó un año en recuperarse.

Rentabilidad neta del 5,70% anualizada, desde 2011, con sólo un 2% de volatilidad. Así, a ojo, me sale un Ratio Sharpe de 2,85 aprox. Descomunal. No se encuentra esto en los fondos habituales de renta fija cotizada tradicional.

Invierte en residencias de estudiantes a nivel mundial. Japón, Alemania, España, Estados Unidos, Italia... un perfil de activo que es tremendamente estable, cuya evolución va muy vinculada a las rentas que genera.

Y es uno de los activos más conservadores que va a estar en Icaria Patrimonio, y que además es un activo real, también protegido contra la inflación.

Es **uno de los fondos alternativos más grandes en España**, comercializado por Renta4, que tiene un FIL que a su vez invierte el 100% de sus activos en el fondo GSA Coral, que es un fondo luxemburgués, domiciliado en Luxemburgo.

Icaria Patrimonio no va a invertir en el fondo de Renta4, porque es un fondo caro en sus comisiones. Como Carlos Santiso conoce la gestora desde hace 9 años, le van a permitir invertir directamente en el vehículo luxemburgués, más barato, haciéndole un *waiver*. **En este caso, un *waiver* se refiere a la posibilidad de acceso a la Clase Institucional de los fondos, mediante la reducción del mínimo de inversión exigido.**

Esto quiere decir que ellos te cobran un 2% sólo por invertir, pero nosotros desde Icaria no vamos a pagar esa comisión.

En la imagen de arriba, podéis ver la evolución del fondo, que es como tener un bono en euros, en el que prácticamente no ha habido volatilidad.

Es un fondo tremendamente estable, porque el subyacente es generación de rentas de alquiler en residencias de estudiantes, repartidas por todo el mundo. Estamos hablando de más de 40.000 camas, uno de los portfolios más grandes del mundo de residencias de estudiantes.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #5 - Hamilton Lane Infrastructure Fund

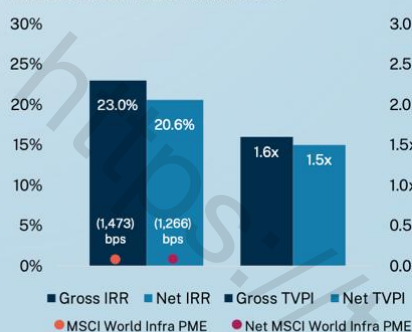
Overall Discretionary Track Record

Direct/Secondary Infrastructure Transaction Discretionary Track Record

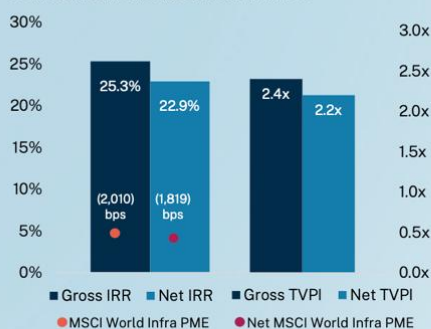
excl. Opportunistic Performance^{1,12}

As of September 30, 2024

Hamilton Lane Total Performance



Hamilton Lane Realized Performance



For detailed historical performance information, please refer to the endnotes in the Appendix. Past performance is not a guarantee of future returns.

Proprietary and Confidential | 7

115 transactions
Generating a 1.5x net TVPI and 20.6% net IRR¹¹

23 realizations
Generating a 2.2x net TVPI and 22.9% net IRR¹¹

5.7 Years
Average holding period across exited transactions

0.91%
Gross Loss Ratio¹⁰

TIR neta del 22,9%, invirtiendo en infraestructuras. Este es un fondo que hizo un 27% en 2024, y en 2025 lleva un 4,38% sólo en el primer trimestre. Aunque del tipo de fondo de infraestructuras en el que se va a invertir, **se esperan unas ganancias del 10% anual**, que están muy bien.

No será lo habitual en este tipo de activos, pero habrá años excepcionales, por encima del 20% de rentabilidad. Este es un **fondo Evergreen de tipo Brownfield**, que invierte en proyectos concretos ya comenzados, en marcha, más seguros. Aunque un fondo sea Evergreen, las infraestructuras en las que invierte son las mismas que han invertido los fondos tradicionales de Capital Call. Por lo tanto, si tenemos un Track-Record de 18 años en un fondo tradicional y en un fondo Evergreen, ese fondo Evergreen va a invertir en los mismos subyacentes.

Esto es muy importante a la hora de analizar el fondo y el equipo gestor. No todos los años va a dar un 8-10%. Algunos años dará un 20% y otros años dará un 2% o incluso un -3%. Sí que es cierto que, como **estamos hablando de activos muy conservadores**, es prácticamente imposible encontrarte estas empresas desagradables como las que puedes ver en algunos momentos en Renta Variable.

Hay un problema que hemos encontrado a la hora de investigar el fondo, y es que no sabemos el nombre exacto y la Clase exacta del fondo, por lo que puede haber matices a la hora de recopilar información.

Comparto unos enlaces, para empezar:

<https://www.infrastructureinvestor.com/hamilton-lane-raises-590m-for-first-infra-co-investment-secondaries-fund/>

<https://secondarylink.com/news/682f356d7aaa9e7516b45d99/evergreen-fund-in-focus-hamilton-lane-global-private-infrastructure-fund>

<https://www.prnewswire.com/news-releases/hamilton-lane-closes-inaugural-infrastructure-opportunities-fund-exceeding-its-target-301581154.html>

<https://pitchbook.com/profiles/fund/18074-89F>

https://www.linkedin.com/posts/evergreenlink_evergreen-fund-in-focus-hamilton-lane-global-activity-7331395189237764096-y9na

Yo diría, personalmente, por intuición (hasta conocer datos oficiales), que el fondo concreto es el "**Hamilton Lane Global Private Infrastructure Fund**", ya que coinciden los datos mensuales de la presentación de Santiso, con lo que he descubierto en uno de los pdf que os comparto. Aunque, por si acaso, os comparto información del "Hamilton Lane Infrastructure Opportunities Fund", que es muy aprovechable e interesante también.

Multiple Access Points to Highly Attractive Asset Class

Unlocking desirable infrastructure traits with diversification

Potentially Enhances Portfolio Risk-Adjusted Performance	1.75 10-year Trailing Sharpe Ratio	➔	Evergreen Funds / HL Global Infrastructure Fund		
Seeks Attractive Total Returns with Low Volatility, Outperforming Public Equities	9.8% Annualized Return with <5% Volatility ¹		Semi-liquid	26 investments	27.9% net annual return
Strives for Low Correlation to Public Equities with a History of Capital Preservation	0.32 Correlation to Public Equity ²				
Inflation Hedging Protection	430 bps Outperformance to public index during periods of elevated inflation in the last 10 years ³				
Potential Yield Generation	Up to 5% Expected Asset Level Yield at Stabilization ⁴				

Source: Hamilton Lane data, Bloomberg as of September 2024 unless otherwise noted.

¹Annualized Return refers to Hamilton Lane Data between 2014 – 2024. Infrastructure volatility is de-smoothed to adjust for serial autocorrelation in the private markets.

²Public Equity refers to the MSCI World Index. Correlation calculated using data between 2004 – 9/30/2024.

³Calculated using Bloomberg CPI Data; Hamilton Lane Private Infrastructure Data via Cobalt between 1999 – trailing twelve months, as of September 30, 2024; and Public Infrastructure Index refers to the DJ Brookfield Global Infrastructure Index, as of December 31, 2024. Elevated inflation defined as CPI > 3%.

⁴Expected yield is based on Hamilton Lane's summary observations that are typical of targeted Infrastructure sub-strategies. Expectations are not a guarantee of future returns.

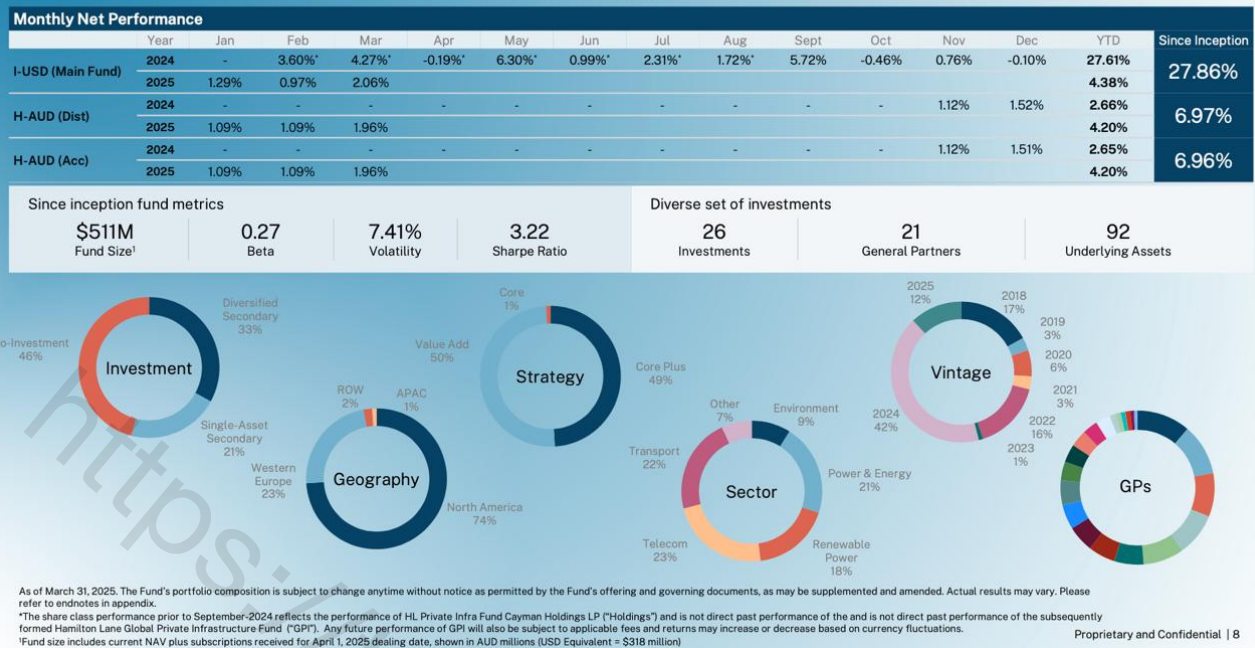
Proprietary and Confidential | 6

Aquí vemos características de las Infraestructuras, con un binomio rentabilidad/riesgo muy atractivo, retornos satisfactorios con volatilidades contenidas y una correlación con respecto a Renta Variable positiva, no como en el caso de los bonos y el oro, que es negativa o al menos neutra. Aquí es una correlación positiva, pero muy baja, del 0,32.

En **Icaria Patrimonio FIL** serán sólo Infraestructuras de tipo Brownfield, que son Infraestructuras que ya están en marcha, que ya tienen alquileres en funcionamiento y que **tienen el perfil de riesgo más bajo posible**. Si invirtiéramos en Infraestructuras Greenfield, serían Infraestructuras que están por crear y, aunque la expectativa de rentabilidad sería muy superior, el perfil de riesgo también.

Desde su creación, retornos netos del 10-12%, con volatilidad del 7,41% y un Ratio Sharpe descomunal del 3,22. Todo ello con una beta del 0,27 y un patrimonio de 511 millones. Superando a su índice a 10 años por un 4,3% en periodos inflacionarios mayores del 3%.

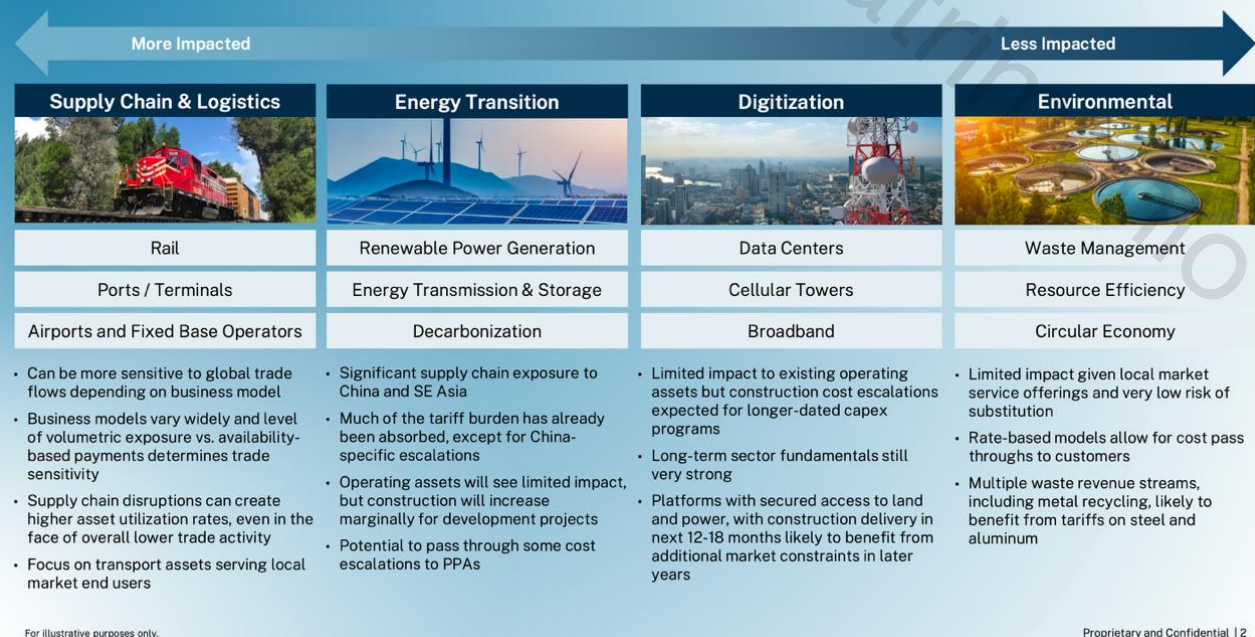
HLGPI Performance and Current Portfolio



Como vemos en la imagen de arriba, inversiones tremendamente diversificadas entre telecomunicaciones, energía, telecomunicaciones o renovables y medio ambiente.

Disclaimer; fijaos bien en las diapositivas, porque para algunas métricas, usan información relativa a un fondo anterior a este, el **HL Private Infra Fund Cayman Holdings LP**.

Market Outlook: Tariff Impacts



Impacto de la política arancelaria en los distintos tipos de infraestructuras.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #6 - Goldman Sachs Vintage Funds

Real Estate un Asset Class a incluir

	Vintage Year	Fund Size	Net Investor IRR ¹	Net Investor ROI ^{1,2}	Net Cash-on-Cash ROI ¹	Net Distributions as a % of Net Contributions ³	Max Net Out-of-Pocket Exposure ⁶
Vintage Real Estate Partners II	2019	\$2.75bn	64.0% ⁴	1.50x	1.82x	11%	15%
Vintage VIII B ⁴ "Flagship"	2019	\$10.3bn	95.5% ⁴	2.45x	2.45x	15%	27%
Vintage VIII A ⁴ "Origin"			78.8% ⁴	1.90x	1.96x	6%	47%
Vintage VII B ⁴ "Flagship"			21.7%	1.99x	2.04x	49%	14%
Vintage VII A ⁴ "Origin"	2016	\$7.2bn	19.2%	1.67x	1.87x	36%	56%
Vintage Real Estate Partners	2016	\$894mm	13.6%	1.37x	1.48x	49% ⁵	47%
Vintage VI	2012	\$5.8bn	12.8%	1.53x	1.62x	146%	33%
Vintage V	2008	\$5.5bn	13.4%	1.74x	2.16x	208%	48%

Fuente: Presentación comercial Goldman Sachs Vintage Funds

Aquí tenemos un fondo de Real Estate, de activos inmobiliarios, con sus **rentabilidades netas anuales; 13%, 12%, 13%, 19%, 21%**. Invierte directamente en los inmuebles, **portfolios de inmuebles de cientos de ellos**, totalmente diversificados alrededor de todo el planeta. La imagen muestra los "vintage", fondos cerrados con Capital Calls, con su año de lanzamiento y demás métricas, por lo tanto, no son "evergreen".

No existe mucha información directa de fuentes oficiales, así que no tengo nada claro el fondo exacto en el que invertirá **Icaria Patrimonio FIL**, si será uno de estos vintage que estén en periodo de inversión, o será una versión evergreen de estos fondos, que siempre ha dicho el gestor que estaremos invertidos en esa tipología.

Goldman Sachs tiene los fondos evergreen de G-PE, dentro de la suite G-Series, pero **hasta que Santiso no ofrezca más información y confirme/desmienta nada, considerad que puede que en Icaria Patrimonio haya otra versión diferente de Goldman Sachs Vintage Funds**. Como se utilizó en la presentación, lo incluimos.

Y, con esto, terminamos la parte de Infraestructuras/Real Estate. Forman parte de Icaria Patrimonio FIL, con un peso del 15% del total.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #7 - Brevan Howard Master Fund Limited

FEB 2024

Brevan Howard Master Fund Limited Risk Report

As at close of business on 29 February 2024

Performance Summary

YEAR	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC	YTD
2003				0.31	3.95	2.75	-1.77	-2.92	2.62	-1.75	-0.51	2.09	4.62
2004	2.76	0.56	2.70	2.41	0.68	1.66	1.01	-0.25	-0.53	1.29	1.11	0.38	14.62
2005	0.56	-0.01	2.31	-0.10	1.37	1.42	-0.31	0.85	2.33	-2.52	0.20	1.77	8.03
2006	3.68	1.79	2.98	2.86	-2.75	0.93	1.50	-1.96	0.30	1.00	0.59	-0.15	11.10
2007	1.99	0.74	1.13	0.89	0.15	2.32	2.60	3.16	5.97	0.15	2.97	0.77	25.21
2008	9.89	6.70	-2.79	-2.46	0.78	2.78	1.16	0.78	-3.16	2.78	3.76	-0.70	20.43
2009	5.11	3.07	1.18	0.09	3.24	-0.90	1.42	0.73	1.57	1.10	0.38	0.39	18.65
2010	-0.25	-1.51	0.05	1.47	0.33	1.39	-2.00	1.22	1.48	-0.32	-0.31	-0.48	1.01
2011	0.66	0.51	0.75	0.52	0.56	-0.57	2.21	6.19	0.40	-0.75	1.68	-0.46	12.15
2012	0.90	0.24	-0.39	-0.43	-1.76	-2.22	2.37	1.03	1.98	-0.36	0.92	1.68	3.93
2013	1.02	2.32	0.25	3.50	-0.09	-3.09	-0.82	-1.54	0.03	-0.54	1.35	0.42	2.68
2014	-1.35	-1.14	-0.43	-1.07	-0.25	-0.24	0.75	-0.12	4.40	-2.00	0.92	-0.12	-0.79
2015	3.33	-0.61	0.38	-1.30	0.95	-1.06	0.33	-0.96	-0.72	-0.68	2.44	-3.88	-1.96
2016	0.50	0.58	-1.98	-0.86	-0.29	0.94	-1.17	-0.20	-0.89	0.78	5.57	0.22	3.03
2017	-1.49	2.01	-2.91	-0.72	-0.70	-1.47	1.44	0.10	-0.88	-0.93	0.10	-0.00	-5.40
2018	2.42	-0.50	-1.65	0.96	7.92	-0.67	0.82	0.80	0.04	1.23	0.29	0.38	12.40
2019	0.60	-0.80	2.42	-0.56	3.49	3.90	-0.73	1.05	-1.97	0.57	-1.23	1.61	8.49
2020	-1.34	5.34	18.32	0.16	-0.90	-0.64	1.75	0.87	-1.21	-0.10	0.67	3.04	27.41
2021	1.13	0.22	0.76	0.12	0.18	-1.58	-0.47	0.86	0.30	0.15	-0.09	0.49	2.09
2022	0.77	1.74	5.36	3.79	1.07	0.73	0.10	2.71	2.07	-0.55	-1.14	1.99	20.11
2023	1.26	-0.41	-4.18	-0.94	-1.60	-0.22	0.87	0.29	1.04	0.86	-0.42	1.70	-1.89
2024	0.24	-3.17											-2.94



Performance Metrics¹

BHFL CLASS A USD SHARES

MTD (%)	-3.17%
QTD (%)	-2.94%
YTD (%)	-2.94%
12M (%)	-5.57%
LTD ² (%)	435.36%
ARR ³ (%)	8.35%
Risk ⁴ (%)	5.93%
Sharpe ⁵ (X)	1.11

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS

Data as at 29 February 2024. Data for February 2024, QTD and YTD is calculated by Brevan Howard Asset Management LLP ("BHAM"), on the basis of estimated performance data from State Street Fund Services (Ireland) Limited ("SSFS").

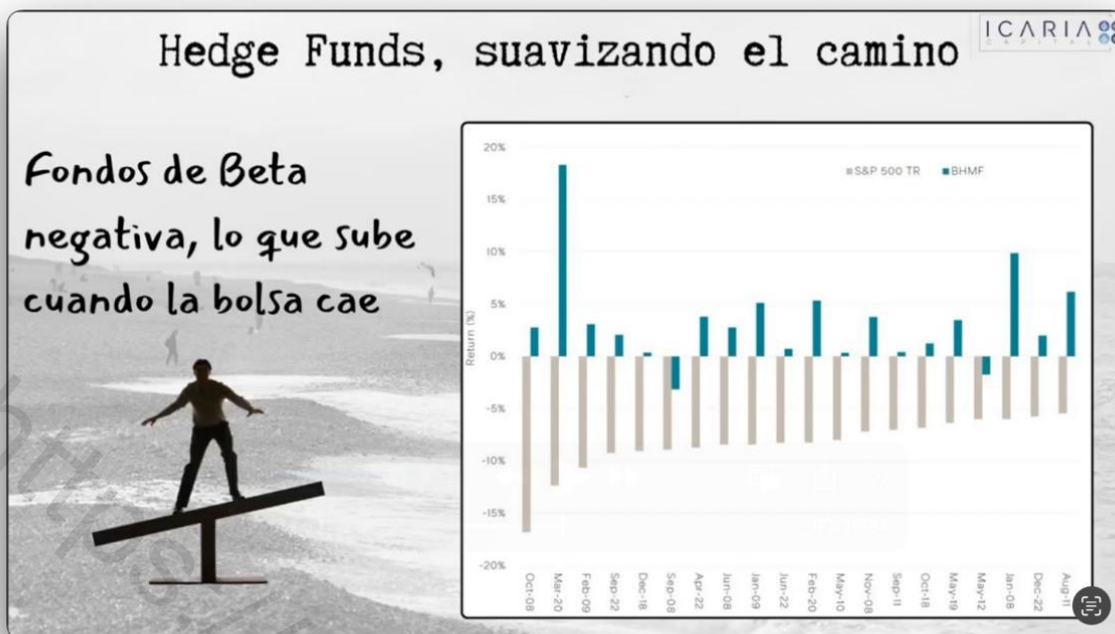
Rentabilidades positivas prácticamente todos los años. El año que ha tenido mayores pérdidas han sido apenas del -5%.

Ganancias anualizadas del 8,35% los últimos 20 años, con una volatilidad del 5,93% y un Ratio Sharpe de 1,11. Descomunal.

En el año 2008, cuando el S&P500 se hundía un -50%, subió un +20% en dólares y un +50% en euros. En el año 2020 ganó un +27% durante la crisis del COVID, y durante el año 2022, que todo caía, hizo un +20%.

En definitiva, ha sido un balón de oxígeno para aquel que hubiera combinado Renta Variable y Hedge-Funds. A pesar de que es un fondo muy rentable, **su objetivo principal es contrarrestar las caídas de la Renta Variable**. Es decir, suavizar el camino del inversor, reduciendo la volatilidad total de su cartera.

Aquí tenemos por lo tanto **uno de los mejores fondos del planeta Tierra**, desde el año 2003, con rentabilidades auditadas, que está dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, para suavizar el camino.



En esta imagen superior podemos ver, en gris, las rentabilidades negativas mensuales del S&P500 por magnitud de caída, en un periodo de casi 20 años. Y en las barras azules, lo que ha hecho en ese mismo periodo de tiempo el fondo Brevan Howard.

En todas las correcciones, salvo en dos, Brevan Howard ha subido. Es decir, ha cumplido su función de amortiguar las caídas del S&P500. Y este es básicamente el motivo por el que incluir Hedge-Funds, porque en la gran mayoría de las caídas de la renta variable, estos Hedge-Funds van a subir.

Y si tenemos por un lado Renta Variable cayendo un 30% y Hedge-Fund subiendo un 15%, tenemos un buen colchón protector.

El resultado de invertir en ambos no es un 30% de caída, tampoco un 15% de subida. estamos en un término medio, pero nos hace el camino más tranquilo.

Todas las rentabilidades de las que hablamos son netas de comisiones.

Ahora bien, conviene entender todo. Se podría argumentar que como este fondo ha conseguido una rentabilidad anualizada del 8%, **¿por qué no invertir sólo en este fondo, si además es tremendamente estable y poco volátil?**

Como inversor, no se debe entender invertir en Hedge-Funds sin combinarlos con Renta Variable. Tienen que funcionar a la vez, en conjunto. Porque durante el periodo 2013-2018, Brevan Howard no hizo nada.

Entonces, si sólo estás invertido en él, no estarás satisfecho esos años con tus retornos. Mientras que si tienes este fondo y una buena Renta Variable, cuando Brevan Howard esté plano, la Renta Variable te estará subiendo mucho, y tu resultado global es bueno, al igual que cuando la Renta Variable se está hundiendo en el año 2018 y 2022, este fondo está subiendo fuerte y tu resultado es bueno.

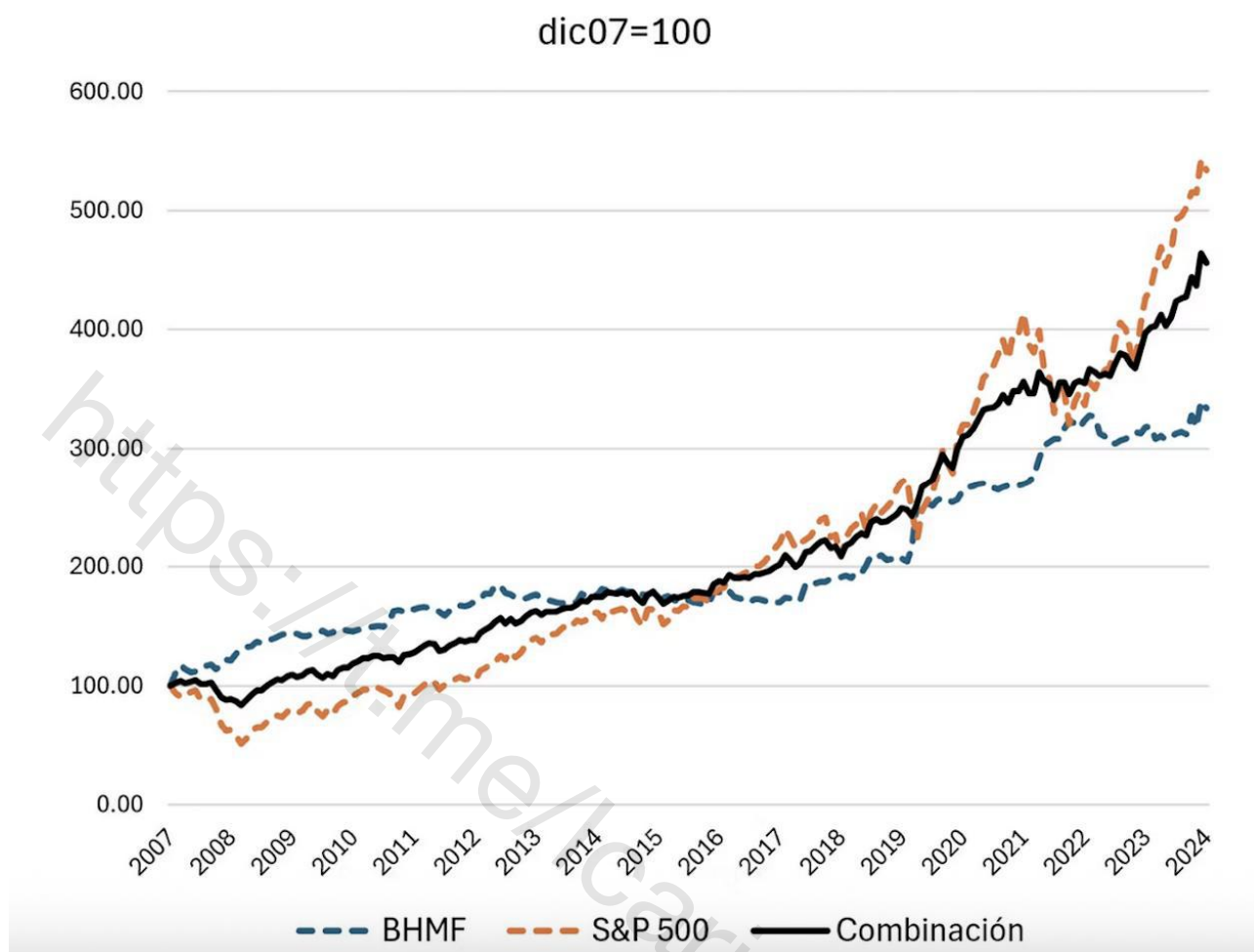
Es decir, en conjunto, forman una curva de rentabilidad que tiene mucho sentido. Y eso es lo que hace Icaria Patrimonio FIL, combinar los activos para que, en conjunto, todo tenga sentido. Y lo veremos al final, un 50% de los activos de Icaria Patrimonio FIL son muy conservadores, se moverán muy poco, y el otro 50% de los activos se moverán más, son más arriesgados.

Esta estrategia proviene del concepto que inventó Nassim Taleb, que es la estrategia Barbell, que implica tener una parte de tu patrimonio en activos muy conservadores, que cuando vienen mal dadas, aguantan muy bien y hacen que no tengas grandes pérdidas, y otra parte en activos que cuando las cosas van muy bien, suben mucho. Entonces, se van balanceando entre sí. Y ese es el objetivo del FIL, el racional que hay detrás y la forma en que está construido, que hay muchísimo trabajo detrás, evidentemente.

Brevan Howard mejora el perfil rentabilidad-riesgo de la cartera. La clave está en la descorrelación entre activos. Es importante entender esto de cara a adoptar un enfoque adecuado para evaluar este tipo de fondos.

Para entenderlo mejor, a continuación se muestran, en el siguiente gráfico, tres estrategias/fondos diferentes, desde 2007:

1. S&P 500
2. Brevan Howard Master Fund
3. Cartera 50% S&P 500 / 50% BHMF ("Combinación")



Ese es el rol del fondo en la cartera, mejorar sustancialmente la relación rentabilidad-volatilidad. No mejorar la rentabilidad, sino mejorar el Ratio de Sharpe (rentabilidad dividida entre volatilidad) de la cartera, sacrificando la menor rentabilidad posible.

A continuación se presentan estas métricas para las tres estrategias, Brevan Howard en solitario, S&P500 en solitario, y la mezcla de ambos, desde 2007.

<i>d. dic07</i>	BHMF	S&P 500	COMBINACIÓN
CAGR	7.4%	10.4%	9.3%
Volatilidad	8.1%	15.6%	7.9%
Ratio de Sharpe	0.91	0.67	1.18

Para entender el rol de beta negativa "condicional" (es decir, sólo cuando el mercado cae), se presenta también una tabla que recoge la rentabilidad del S&P 500 en varias crisis o correcciones, junto con el desempeño del fondo Brevan Howard Master Fund.

El fondo ha tenido beta negativa en casi todas las correcciones importantes del mercado.

	Rentabilidad S&P500	Rentabilidad BHMF	Beta BHMF vs S&P500
Crisis Financiera Global (nov07-mar09)	-51.5%	36.3%	-0.70
Corrección 2010 (abr-jul10)	-13.1%	1.7%	-0.13
Corrección 2011 (jul-sep11)	-12.5%	6.7%	-0.53
Corrección 2015 (ago-sep15)	-9.0%	-1.3%	0.14
Corrección 2016 (dic15-feb16)	-5.1%	1.2%	-0.23
Corrección 4T18 (sep18-dic18)	-14.0%	2.0%	-0.14
Covid (feb20-mar20)	-19.9%	24.6%	-1.24
Subida tipos por inflación (ene22-oct22)	-24.8%	19.8%	-0.80
Corrección 2023 (ago-oct23)	-8.6%	2.2%	-0.25

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #8 - Transtrend Diversified Trend Program

TRANSTREND B.V. – DIVERSIFIED TREND PROGRAM

- FULLY SYSTEMATIC**

Transtrend specializes in systematic asset management, entirely based on quantitative analysis of price behaviour in a large variety of markets. The underlying trading strategies are directional and have no bias. They can go long or short in their attempt to benefit from price patterns. In sideways markets, the trading systems are designed to remain neutral. The average holding period is approximately one month.

- BROAD PORTFOLIO DIVERSIFICATION ***

Transtrend's Diversified Trend Program is highly diversified and as of January 1, 2008, trades approximately 300 futures/forwards markets, including approximately 80 combinations (spreads or ratios) of outright markets across the following sectors (indicative average sector allocation):

28% Currencies

20% Interest Rates

16% Stock Indices and Single Stocks

10% Energies

8% Metals

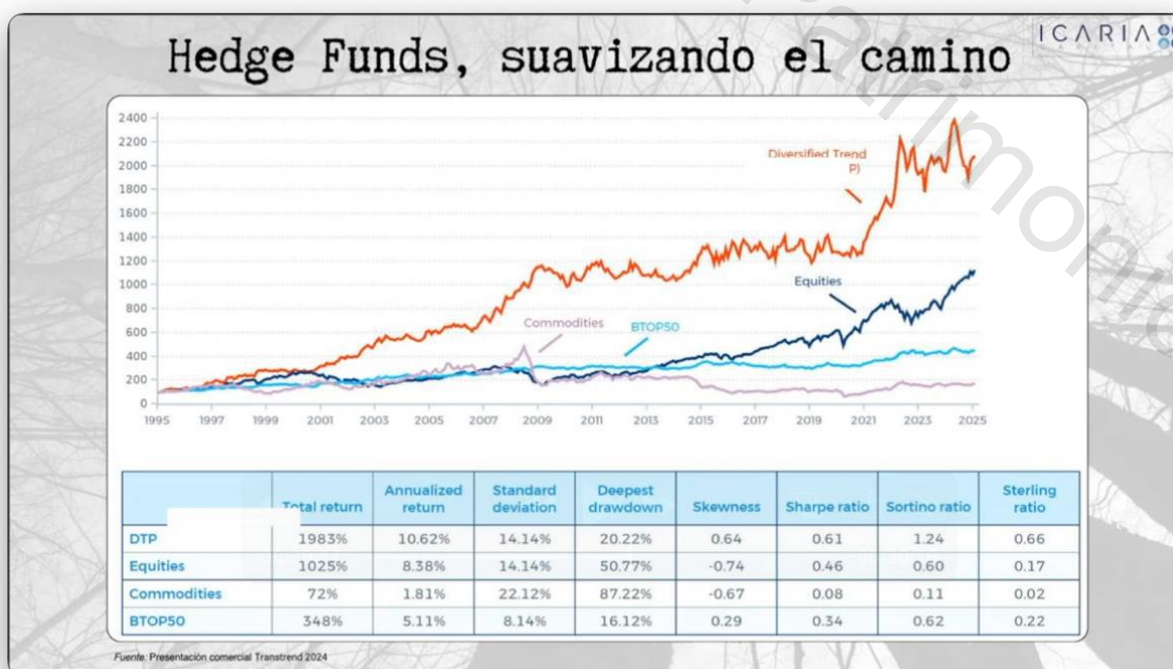
7% Agriculturals

11% Hybrids (Spreads or ratios consisting of markets/instruments of different asset classes)

- SOPHISTICATED RISK MANAGEMENT**

The program's risk management focuses on downside risk in extreme events and is based on advanced correlation analysis between individual products. A key element at the portfolio level is the estimated aggregate impact of a major adverse price movement in a particular market and the co-inciding adverse price effects in correlated markets.

* The percentage of an account's assets that may be invested in specific products vary over time. The balance of positions actually held in a portfolio at a given time can deviate significantly from the allocation shown above, as actual positions depend on signaled market opportunities.



Su objetivo es exactamente el mismo que el de Brevan Howard.

DTP - Enhanced Risk (USD) Composite FROM: JAN 1995 THROUGH: MAY 2025	TOTAL RETURN 1570.69%	ANNUALIZED RETURN 9.70%	STANDARD DEVIATION 14.28%	DEEPEST DRAWDOWN 29.78%
	SKEWNESS 0.6	SHARPE RATIO 0.54	SORTINO RATIO 1.07	STERLING RATIO 0.53
Equities FROM: JAN 1995 THROUGH: MAY 2025	TOTAL RETURN 1017.27%	ANNUALIZED RETURN 8.26%	STANDARD DEVIATION 14.14%	DEEPEST DRAWDOWN 50.77%
	CORRELATION -0.02	SKEWNESS -0.72	SHARPE RATIO 0.45	SORTINO RATIO 0.59
				STERLING RATIO 0.17

Desde el año 1995, ha conseguido una rentabilidad del 9,70%, superior al MSCI World, con mucho menos drawdown. Pero lo más importante, en los momentos en los que el MSCI World se ha desplomado, este fondo ha subido con fuerza.

Lo mismo que se veía con Brevan Howard, pero incluso con un fondo con mucho más Track-Record, desde el año 1995. Este es uno de los mejores fondos del mundo, cuya estructura de inversores, el 70% son “Endowments” o Fondos de Pensiones, es decir, universidades, aseguradoras, etcétera. Que buscan precisamente el objetivo de suavizar el camino inversor.

De hecho, Transtrend tiene una Clase cuyo mínimo de entrada para un inversor es de 200 millones de euros. En el fondo de Icaria Patrimonio FIL vamos a estar desde el primer día invertidos en este tipo de fondos.

Transtrend es una gestora que lleva más de treinta años funcionando, no hay muchos fondos con histórico desde 1995, con tanta consistencia en su Track-Record.

Lo interesante de los fondos de beta negativa es que tienden a funcionar (o se espera que funcionen) especialmente bien en momentos de estrés de mercado, cuando la mayoría de activos tradicionales caen a la vez. Normalmente están poco correlacionados

con el mercado, pero cuando éste cae bruscamente, los fondos tienden a beneficiarse. La beta, por tanto, "es condicional": negativa cuando el mercado cae, pero positiva cuando el mercado sube.

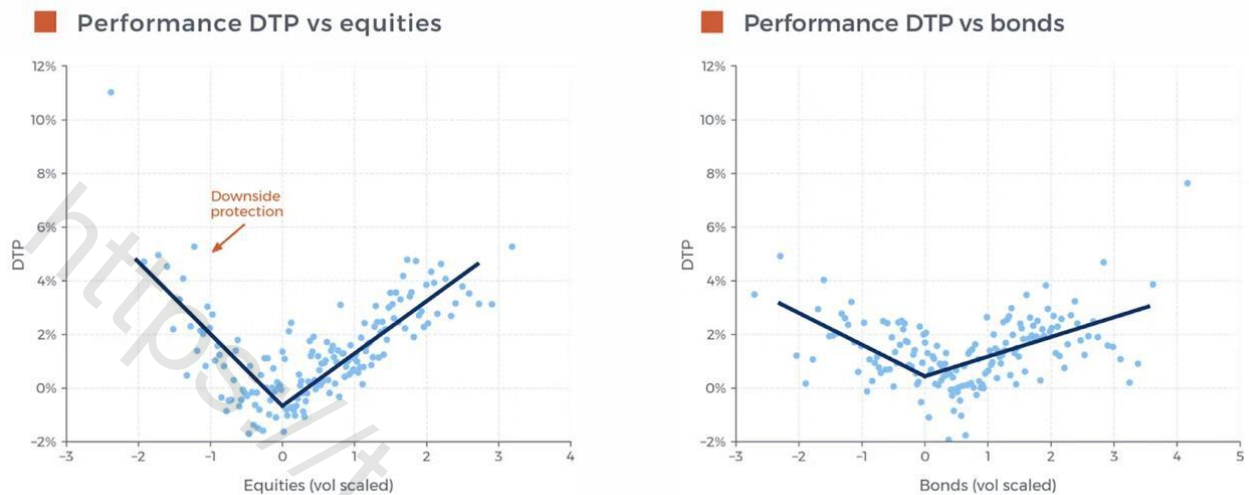


Gráfico de la izquierda: relación entre el fondo DTP (managed futures) y un índice de bolsa.

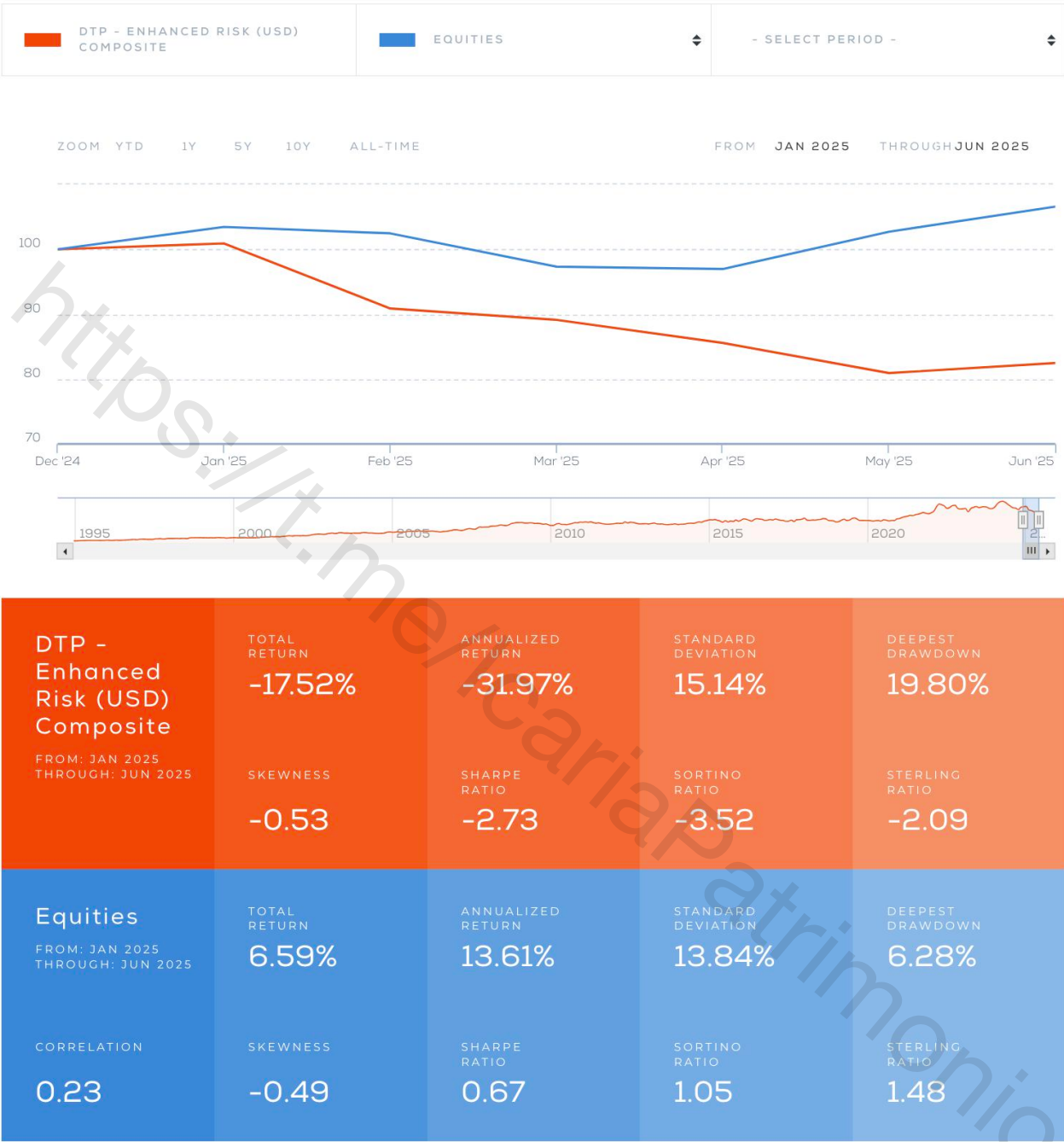
Gráfico de la derecha: relación entre este mismo fondo y un índice de bonos. La forma de "V" refleja la condicionalidad de la beta. Cuando la rentabilidad de las acciones/bonos es positiva, el fondo DTP sube. Cuando la rentabilidad de las acciones/bonos es negativa, el fondo también sube, y sube más cuanto mayor es la caída de esos activos.

Y esto es Transtrend, con rentabilidades de más del 10% anualizadas y con un drawdown de menos de la mitad de la Renta Variable. Uno de los mejores Hedge-Fund del mundo, que va a estar presente dentro de Icaria Patrimonio FIL. Un fondo cuyo objetivo es acolchar las caídas de la Renta Variable en los momentos de más tensión, en los momentos donde el mercado tenga más tendencia bajista. Esa es la clave de los Hedge-Funds.

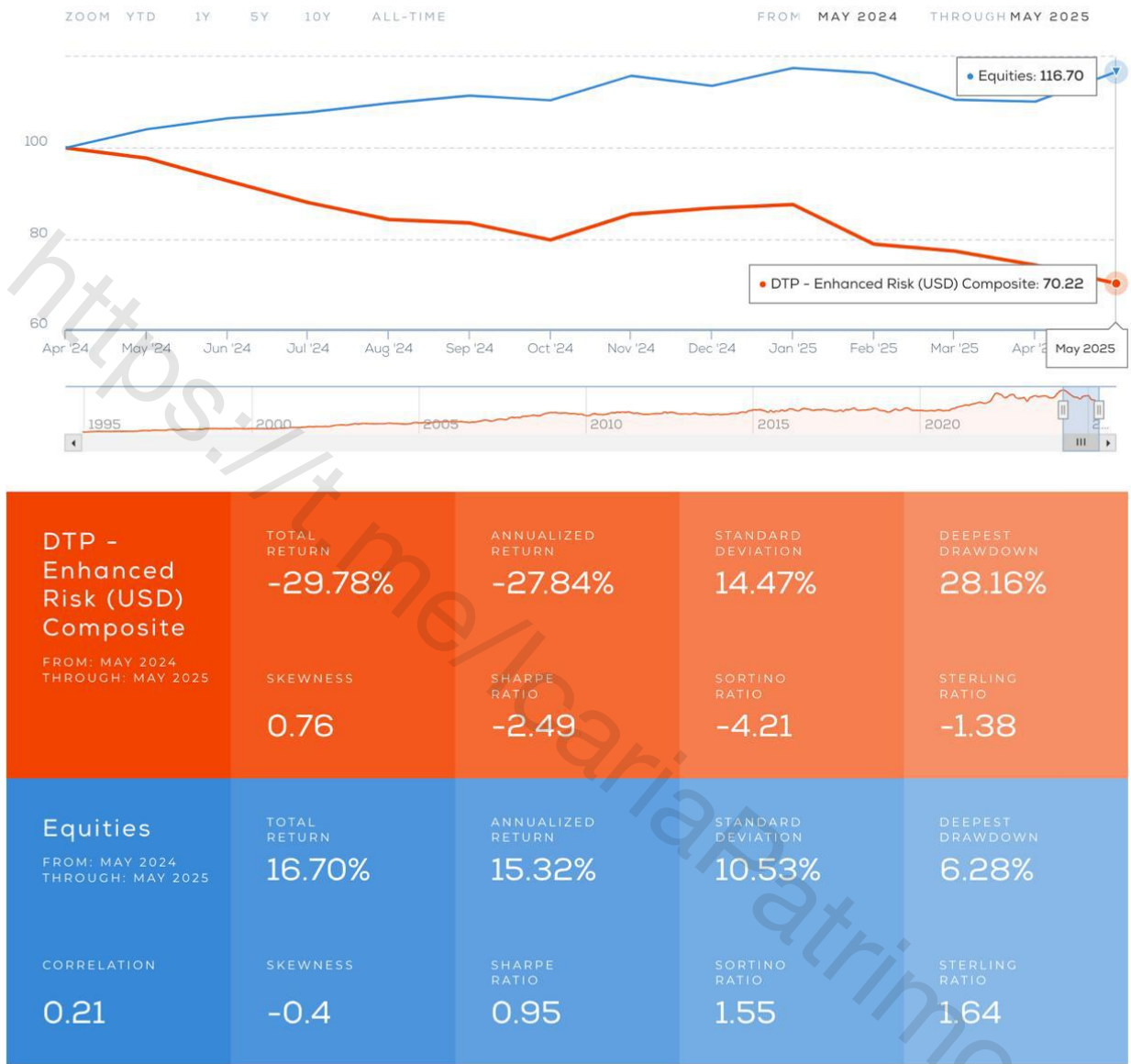
Más información, bastante detallada, con datos actualizados a hoy y con muchas comparaciones, sobre el Transtrend DTP:

<https://www.transtrend.com/en/strategies/dtp/>

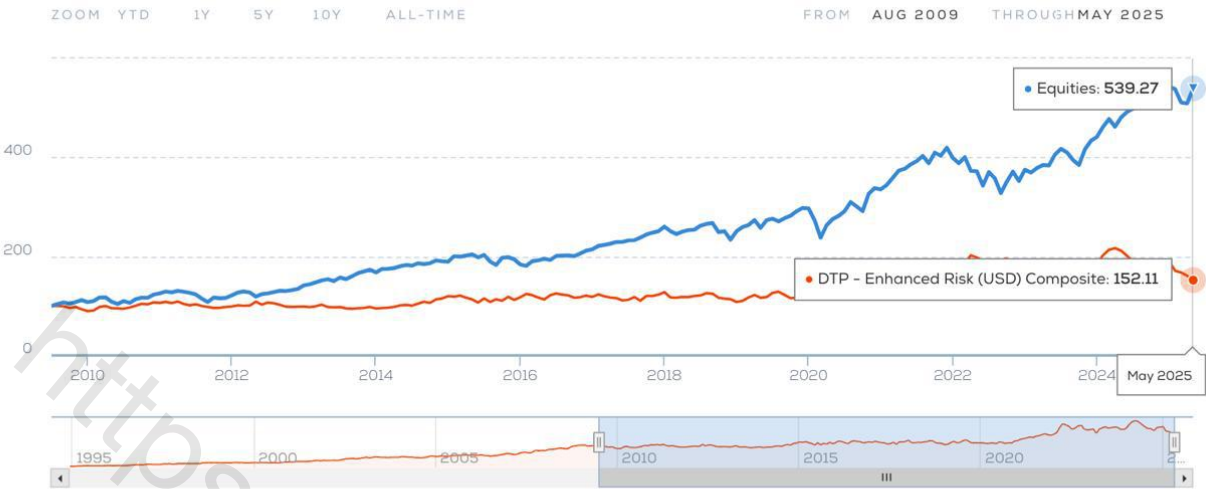
Ojo, en 2025 lleva un -17% en la primera mitad del año, todo hay que decirlo.



Y, desde abril de 2024, que estuvo en máximos históricos, lleva un -30% de drawdown. Fácilmente podemos estar viviendo su peor etapa histórica.



O desde agosto de 2009, la diferencia con el MSCI World es abismal.



DTP - Enhanced Risk (USD) Composite FROM: AUG 2009 THROUGH: MAY 2025	TOTAL RETURN 52.11%	ANNUALIZED RETURN 2.68%	STANDARD DEVIATION 13.68%	DEEPEST DRAWDOWN 29.78%
	SKEWNESS 0.24	SHARPE RATIO 0.17	SORTINO RATIO 0.30	STERLING RATIO 0.14
Equities FROM: AUG 2009 THROUGH: MAY 2025	TOTAL RETURN 439.27%	ANNUALIZED RETURN 11.23%	STANDARD DEVIATION 13.23%	DEEPEST DRAWDOWN 21.86%
CORRELATION 0.09	SKEWNESS -0.44	SHARPE RATIO 0.78	SORTINO RATIO 1.13	STERLING RATIO 0.74

Ahora, en el otro lado de la tabla, fijaos la barbaridad absoluta que sucedió entre 1995 y 2009, comparando Transtrend con el MSCI World: Plazo de 14 años dando una rentabilidad anualizada del 18,88% de Transtrend con 9% de drawdown frente al mísero 3,18% anualizado y 50% de drawdown del MSCI World durante 14 años.



DTP - Enhanced Risk (USD) Composite FROM: JAN 1995 THROUGH: FEB 2009	TOTAL RETURN 1059.05%	ANNUALIZED RETURN 18.88%	STANDARD DEVIATION 14.75%	DEEPEST DRAWDOWN 9.41%
	SKEWNESS 0.87	SHARPE RATIO 0.98	SORTINO RATIO 2.18	STERLING RATIO 1.93
Equities FROM: JAN 1995 THROUGH: FEB 2009	TOTAL RETURN 55.71%	ANNUALIZED RETURN 3.18%	STANDARD DEVIATION 14.78%	DEEPEST DRAWDOWN 50.77%
CORRELATION -0.09	SKEWNESS -0.99	SHARPE RATIO 0.01	SORTINO RATIO 0.02	STERLING RATIO 0.00

Podéis jugar vosotros con plazos desde la web que os enlace arriba, **para que entendamos en qué situación entramos a invertir en este fondo**. Cuando la renta variable lleva 15 años alcista como nunca, este fondo no estará a su nivel, obviamente. Que nadie se lleve a engaño.

Después de todo este tsunami de datos, mi opinión sincera sobre lo que más me gusta de este fondo, es este pequeño numerito que ha pasado desapercibido en todas las imágenes, y que me parece el más importante de todos:



Correlación con renta variable del -0,02 desde 1995. La tranquilidad. La auténtica salud.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #9 - Campbell Absolute Return Offshore Fund



Tiene histórico desde 1988. En la gráfica se muestra desde 2010, porque es un periodo en el que los Hedge-Funds lo han hecho algo peor de lo normal, y sin embargo Campbell lo ha hecho de forma espectacular. **Desde 2010, rentabilidades anualizadas del 9,30%**

Campbell es otra gestora con un histórico de 40 años, con una consistencia brutal, un equipo espectacular, de primer nivel, cuyos inversores en un gran porcentaje de casos, son otros Endowments, inversores institucionales y grandes patrimonios.

Su objetivo es lograr la revalorización del capital mediante operaciones sistemáticas y cuantitativas con futuros, divisas y acciones a nivel mundial. Busca generar rendimientos no correlacionados con los mercados tradicionales mediante el empleo de múltiples estrategias, entre las que se incluyen modelos que siguen las tendencias y modelos que no siguen las tendencias y que analizan la información del mercado y macroeconómica.

Se trata de un fondo SMS (Systematic Multi-Strategy). Os dejo algunos datos que he podido encontrar.

Exhibit 4: Cumulative Returns of Representative Systematic Multi-Strategy (SMS) Programs since July 2014

More than half of the representative SMS Programs outperformed global equities, while nearly all outperformed the Barclay Multi-Strategy and SG Trend Indices during this period.



Exhibit 5: Vol-Adjusted (10% per annum) Cumulative Returns of Representative Systematic Multi-Strategy (SMS) Programs

On a volatility-adjusted basis, the difference in equity correlation between the SMS programs and the Barclay Multi-Strategy Index is visually very clear. It's also apparent that many SMS managers kept up with the Trend Index during its surge in 2014.



En 2022 y 2023 recibió el premio consecutivo, ambos años, de The Hedge-Fund Journal al mejor fondo CTA Diversificado por su rendimiento en años anteriores. Y con esto cubrimos el 10% de Hedge-Funds dentro de Icaria Patrimonio.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #10 - Partners Group Value SICAV

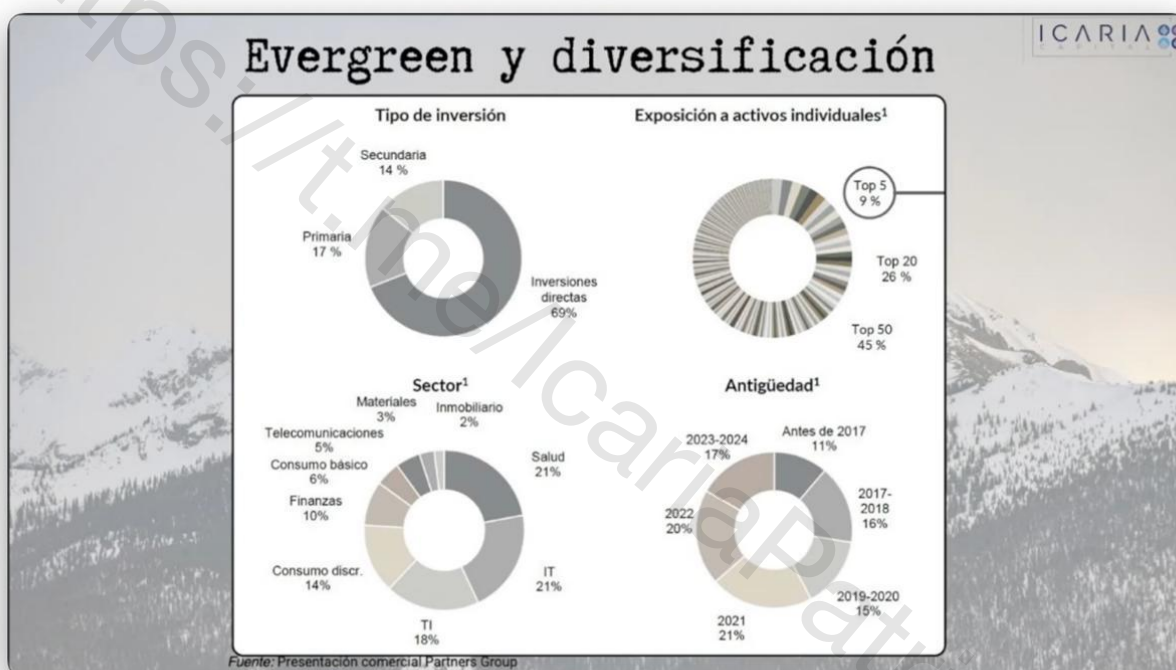


Rentabilidades auditadas desde el año 2007. Ha multiplicado el dinero invertido por 4,3 veces desde el año 2007. En el año 2008, mientras la bolsa caía un -40% a cierre de año, este fondo subió un +6,6% y en el año 2009, mientras la bolsa subía, este fondo cayó sólo un -6,8%, su último año negativo desde entonces. Entre -40% y -6%, hay una gran diferencia. Y en el año 2022, que la Renta Variable también cayó con fuerza, Partners Group terminó en positivo, con +0,3%.

Esto es tremendamente positivo, porque mientras que la bolsa cae, este fondo te compensa en parte la caída. En definitiva suaviza la evolución de tu patrimonio. Esto sucede porque Private Equity sigue la economía real. Se dan los ajustes y las correcciones cuando realmente suceden, mientras que la bolsa funciona anticipando a 6-12 meses vista lo que va a suceder. Por eso se complementan tan bien. Son dos activos que funcionan muy bien y se complementan mejor. Un fondo como el de Partners Group, que además de invertir de forma diversificada, tiene un histórico que llega a los 30 años. Un Track-Record de lo mejor, a nivel mundial.

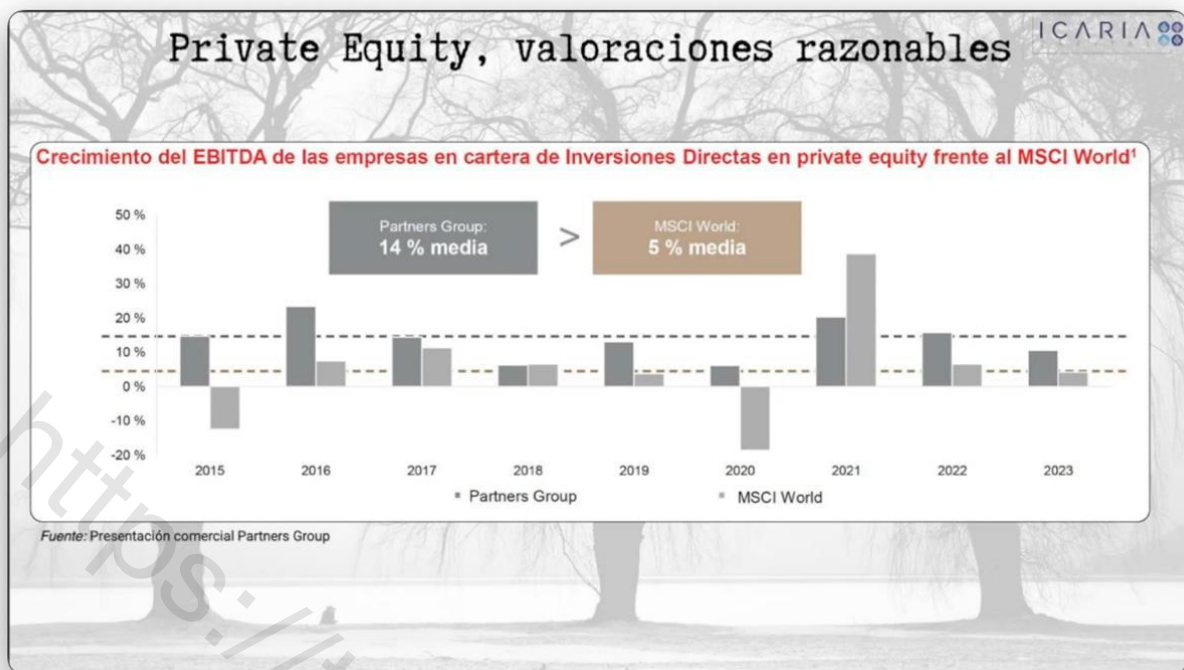
Gestora Suiza, de las más importantes de Europa, top 3 de Europa. Una gran compañía que vale en bolsa 35.000 millones de francos suizos. Creemos que la clase concreta de Partners Group Value SICAV dentro de Icaria Patrimonio FIL puede ser la Clase R.

Partners Group ha crecido un ritmo bastante superior al MSCI World y al mismo tiempo se encuentra bastante menos sobrevalorado que el MSCI World. Una de las dudas más comunes y más repetidas por los inversores, tiene que ver sobre las comisiones subyacentes de cada uno de los fondos. Todas las rentabilidades que estáis viendo son netas de comisiones. Eso es lo realmente importante. Es lo que el partícipe va a obtener.



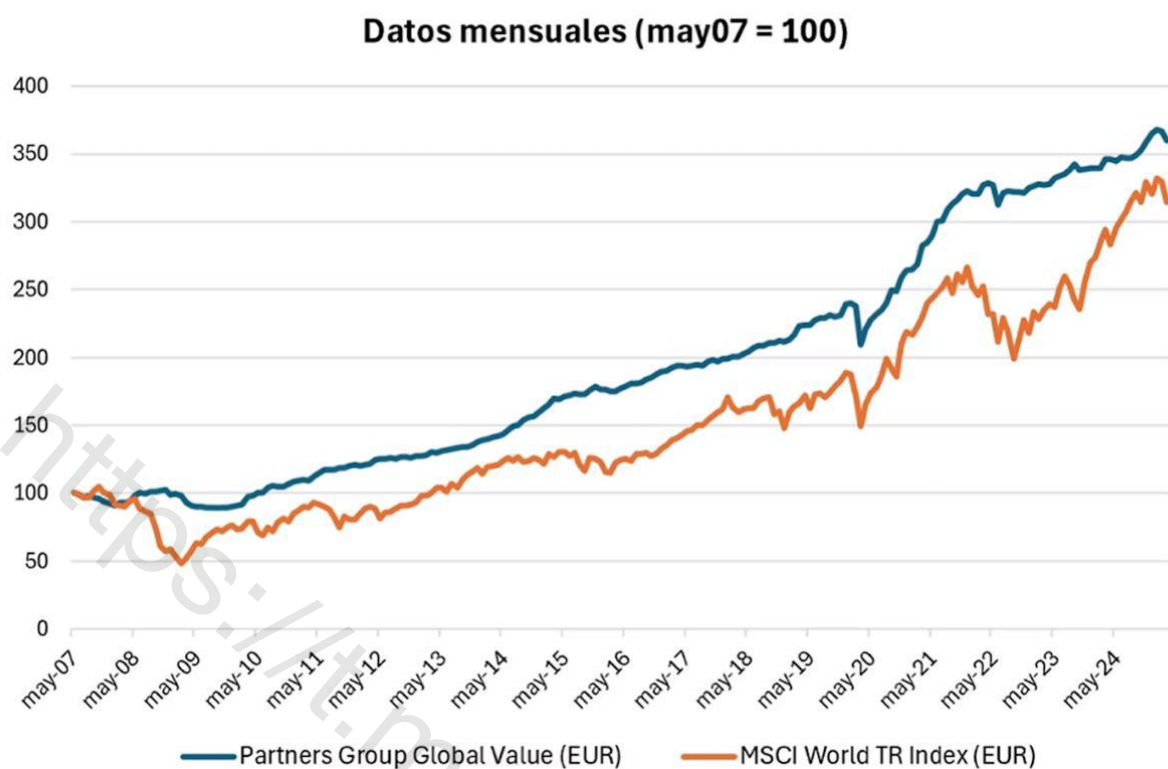
Desde el momento en el que invertimos en Partners Group, tenemos acceso a inversiones que se han hecho desde el año 2017 hasta hoy. Inversiones que se han ido haciendo a lo largo del tiempo. Obtenemos toda esa diversificación. Inversiones directamente en las empresas, y diversificado por sectores. Obtenemos un portfolio de Private Equity tremendamente diversificado.

Al final, la rentabilidad final es muy parecida a la Renta Variable, teniendo en cuenta que los últimos 15 años hemos vivido un periodo en el que la Renta Variable ha obtenido una rentabilidad muy por encima de su media, su mejor periodo de 15 años de la historia, esto debemos de tenerlo en cuenta.

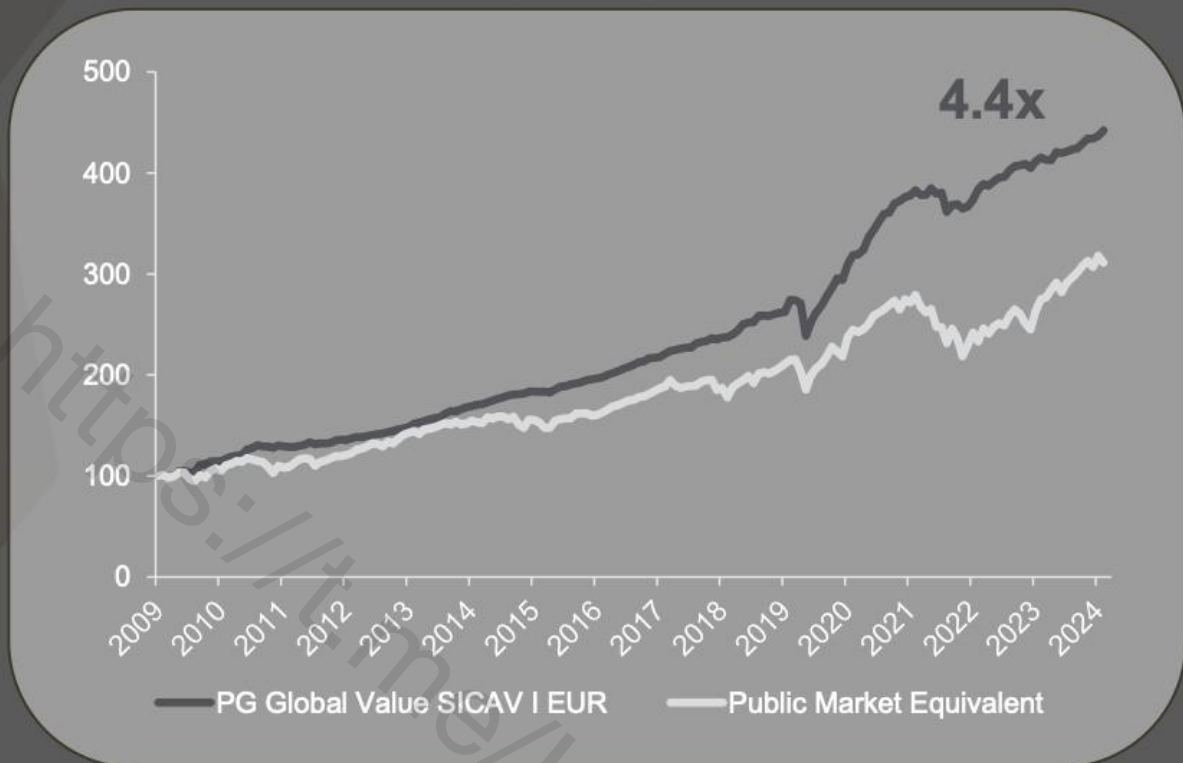


La rentabilidad media de la Renta Variable desde el año 1973 es del 9% anual, mientras que la rentabilidad media de la Renta Variable los últimos 10 años ha sido casi del 15%, por lo que no es esperable que en los siguientes 10 años, la Renta Variable siga haciendo un 15% anual, esto la gente debería de tenerlo en cuenta. Es esperable que tenga menos de un 9% de rentabilidad, para retornar a la media, que es lo que sucede siempre, históricamente. Esta vez, no es diferente.

Volviendo a nuestro fondo de Partners Group, es un fondo que ha obtenido una rentabilidad cercana a la de la Renta Variable, pero cuyo drawdown es ocho veces menos que el de la Renta Variable, y el camino del inversor es infinitamente más tranquilo.



Global Value SICAV (USD I)²



Annualized returns

15 yrs	10 yrs	5 yrs	LTM
10.4%	10.0%	10.0%	6.4%

Risk measures

Max DD	Volatility
-12.9%	5.8%

Rentabilidad del 10% con volatilidad del 5,8% y máximo drawdown del 12,9%. Datos que pensaba inalcanzables hace unos meses, difíciles de creer, si no supiera que ya se han producido.

Net performance since inception¹

In %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	ITD cum.	ITD ann.
PG GL Value SICAV I USD	0.0	17.2	9.9	6.6	10.7	12.4	7.4	7.8	11.8	7.5	15.4	16.3	20.1	0.3	8.2	6.4	1.3	348.0	10.2
Public market equivalent	1.0	9.5	-1.7	12.5	18.2	6.1	0.0	6.3	15.7	-5.7	20.9	13.8	14.1	-16.5	17.9	13.2	0.0	211.4	7.6

Monthly net performance¹

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Year
2009												0.0%	0.0%
2010	-0.3%	-0.1%	5.1%	0.2%	-1.3%	0.1%	7.2%	0.4%	2.4%	0.4%	-0.2%	2.4%	17.2%
2011	1.7%	0.7%	0.5%	4.6%	1.1%	2.3%	-1.0%	-0.1%	-1.0%	1.8%	-0.5%	-0.4%	9.9%
2012	-0.3%	1.1%	0.9%	1.9%	-1.6%	0.7%	-0.2%	0.5%	2.0%	0.3%	-0.3%	1.3%	6.6%
2013	0.9%	-0.1%	0.7%	0.7%	0.8%	0.4%	1.0%	0.7%	1.3%	0.4%	0.9%	2.4%	10.7%
2014	0.7%	1.1%	1.1%	0.7%	0.4%	2.5%	1.5%	-0.2%	1.4%	1.1%	0.6%	1.0%	12.4%
2015	0.1%	1.2%	1.0%	1.1%	0.7%	1.2%	0.6%	0.1%	0.1%	1.3%	0.1%	-0.2%	7.4%
2016	0.1%	-0.5%	1.6%	1.5%	0.3%	1.0%	0.6%	0.5%	1.2%	0.4%	0.4%	0.5%	7.8%
2017	1.2%	0.8%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	1.4%	0.2%	1.5%	0.2%	0.3%	1.5%	11.8%
2018	1.3%	0.4%	0.6%	0.4%	0.0%	1.8%	0.8%	0.3%	1.2%	-0.6%	0.9%	0.1%	7.5%
2019	1.0%	1.7%	2.6%	0.6%	0.2%	2.6%	-0.1%	-0.2%	0.8%	0.5%	0.3%	4.5%	15.4%
2020	-0.1%	-1.1%	-11.9%	5.9%	3.8%	2.4%	3.6%	2.9%	3.3%	-0.5%	5.3%	2.9%	16.3%
2021	0.1%	1.4%	3.9%	2.0%	2.5%	2.2%	0.4%	2.5%	0.6%	1.1%	0.4%	1.4%	20.1%
2022	-1.2%	0.0%	1.7%	-1.3%	0.2%	-5.0%	1.9%	0.2%	-1.2%	0.5%	1.9%	2.7%	0.3%
2023	1.4%	-0.4%	1.1%	0.9%	0.1%	1.6%	1.1%	0.2%	0.4%	-1.1%	1.7%	0.9%	8.2%
2024	-0.5%	-0.1%	2.0%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.2%	1.2%	1.1%	0.0%	0.6%	1.3%	6.4%
2025	1.1%	-0.2%	-0.3%	0.8%									1.3%

Past performance is not a reliable indicator of future results. Source: Partners Group.

Ningún año negativo desde 2010, con caídas mensuales ínfimas. Tan bueno, que parece ficción. Web oficial del fondo, con muchísima información adicional.

<https://www.pg-globalvalue.net/en/home/>

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #11 - Hamilton Lane Private Equity Fund



April 2025

Global Private Assets Fund

Access a diversified private equity portfolio through a single allocation

Firm Overview

Hamilton Lane provides our clients with unique and differentiated access to the full spectrum of private markets

\$956.1B

Assets under management & supervision¹

\$34.3B

Capital deployed in 2024²

3,100+

Direct transactions reviewed annually

Fund Highlights

- Core private equity holding generating capital appreciation over the medium- and long-term in an investor-friendly structure
- Diversified portfolio that seeks to deliver attractive returns with potentially lower realized monthly volatility compared to public markets
- Exposure to co-direct and secondary investments through a single allocation, fully funded upfront, with no capital calls

May 2019

Inception Date

\$5.58B

Fund AUM³

200+

Total Investments

160+

General Partners

Net Performance^{4*}

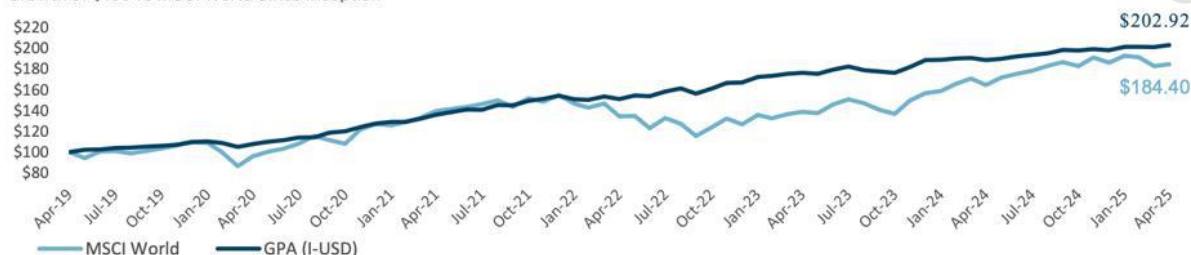
	1M	3M	6M	1Y	3Y p.a.	5Y p.a.	SI p.a.
I-USD	0.95%	0.86%	2.65%	7.65%	10.38%	13.48%	12.52%
MSCI World ⁵	0.89%	(4.30%)	0.93%	12.16%	11.06%	13.95%	10.74%
Excess Return	0.06%	5.16%	1.72%	(4.51%)	(0.68%)	(0.47%)	1.78%

Monthly Net Performance – Class I-USD*

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	Annual
2019	N/A	N/A	N/A	N/A	2.21%	0.40%	1.45%	0.12%	1.09%	0.53%	0.96%	2.62%	9.75%
2020	0.42%	(1.37%)	(3.44%)	2.72%	2.06%	1.41%	2.20%	0.09%	4.10%	0.89%	3.39%	2.93%	16.26%
2021	1.14%	0.04%	2.37%	2.87%	1.89%	1.70%	(0.01%)	3.03%	(0.16%)	2.95%	1.42%	1.88%	20.81%
2022	(2.17%)	(0.39%)	2.14%	(1.65%)	2.34%	(0.46%)	2.96%	1.85%	(3.01%)	3.02%	3.40%	0.28%	8.33%
2023	3.13%	0.56%	1.27%	0.47%	(0.56%)	2.24%	1.78%	(2.03%)	(0.66%)	(0.63%)	3.01%	3.82%	12.94%
2024	0.11%	0.67%	0.22%	(1.03%)	0.69%	1.15%	0.77%	0.80%	1.71%	(0.34%)	0.62%	(0.50%)	4.95%
2025	1.65%	0.08%	(0.16%)	0.95%									2.53%

Hypothetical Growth of \$100*

Growth of \$100 vs MSCI World Since Inception



*Past performance is not indicative of future results. Please refer to endnotes on page 4.

Rentabilidad del 12,52% anualizada, frente al 10,74% del MSCI World en el mismo periodo. Con volatilidades muy inferiores al MSCI World, y un máximo drawdown mensual del 3,44% con el COVID. Hasta mayo de 2025, lleva un 2,53% YTD.

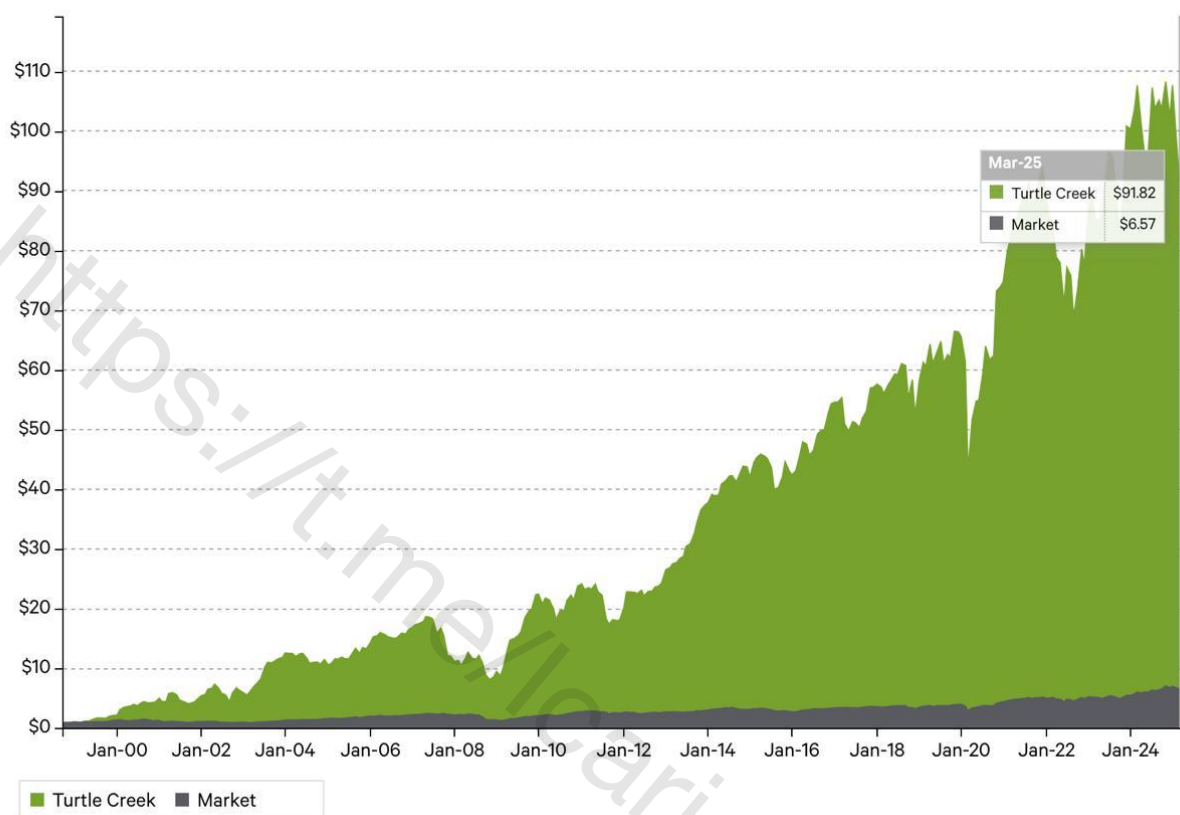
Fijaos en la línea de crecimiento, cómo muestra una estabilidad extrema, comparada con el MSCI World. Para obtener mejores resultados, incluso. Cualquiera firmaríamos unas métricas así.

Gestora americana que bate al MSCI World desde su creación. En años como el 2020, que el MSCI World caía un -35% con el COVID, Hamilton Lane cayó sólo un -5%. Esta gestora lleva décadas invirtiendo en Private Equity, es una de las mejores de Estados Unidos. En el año 2022, mientras la bolsa caía en septiembre casi un -20%, este fondo cayó sólo un -3%. En definitiva, una rentabilidad superior a la del MSCI World, pero con un drawdown y una volatilidad muy inferior.

Y, con esto, terminamos la rama de Private Equity, que es aproximadamente el 30% de Icaria Patrimonio FIL.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #12 - Turtle Creek

Growth of \$1



Fondo que existe desde el 1 de noviembre de 1998. Pide un mínimo de 2 millones para poder invertir en él. **Ha generado una rentabilidad anualizada del 19%, frente al 7,5%del Mercado(*) en el mismo periodo.** Una absoluta locura.

Lo que vemos en la gráfica, en color gris, abajo del todo, esa línea plana e imperceptible, es lo que ellos llaman "El Mercado". Lo ha pulverizado por completo.

We define Market as the following: References to the "Market" from November 1, 1998 until December 31, 2015, reflects the performance of the S&P/TSX Completion (formerly called the S&P/TSX MidCap) and, prior to its creation on February 29, 2000, the S&P/TSX Composite. From January 1, 2016 to December 31, 2018, the Market's performance reflects the return from a 75% weighting in the S&P/TSX Completion and a 25% weighting in the S&P MidCap 400. From January 1, 2019 onward the Market's performance reflects the return from a 50% weighting in the S&P/TSX Completion and 50% weighting in the S&P MidCap 400. From March 31, 2024 the Market's performance reflects the return from a 33% weighting in the S&P/TSX Completion and 66% weighting in the S&P MidCap 400. The S&P/TSX Composite, S&P/TSX Completion and S&P MidCap 400 are all total return indices. Beginning on September 1, 2003, an annual fee of 10 basis points has been applied to the Market, S&P/TSX Completion and S&P MidCap 400 on a monthly basis, to reflect the approximate costs of investing in a security that aims to track an index or benchmark. References to the Market are not intended to be references to the entire global financial market. The Manager feels a blended benchmark, with varying weights, is appropriate because the weights noted above roughly correspond to the average country exposure of Turtle Creek during the same periods. Prior to December 31, 2015 Turtle Creek's average U.S. company exposure was less than 3%. From December 31, 2015 to December 31, 2018 Turtle Creek's average U.S. company exposure was 29%. From December 31, 2018 to March 31, 2024 Turtle Creek's average U.S. company exposure was 56% and since March 31, 2024 it has averaged 66%. Comparisons to certain indices and benchmarks (or the Market) are provided for illustrative purposes only and are intended to indicate broad market performance. Comparisons to indices and benchmarks are limited in part because indices and benchmarks are not managed and do not charge fees or expenses. A Fund may underperform or outperform an index or benchmark for many reasons. Past performance should not be construed as investment advice or a prediction of future performance.

(Disclaimer sobre su denominación de "Mercado")

A los partícipes de Icaria Patrimonio nos hacen un waiver, como en el fondo GSA Coral. **Hacer un waiver, en este caso, significa que la gestora del fondo nos reduce el mínimo de inversión exigido, para que podamos acceder a las Clases Institucionales de los mismos, que suelen repercutir menores comisiones a los partícipes. Eso mejora la rentabilidad neta para el inversor y hace más competitivo el producto.**

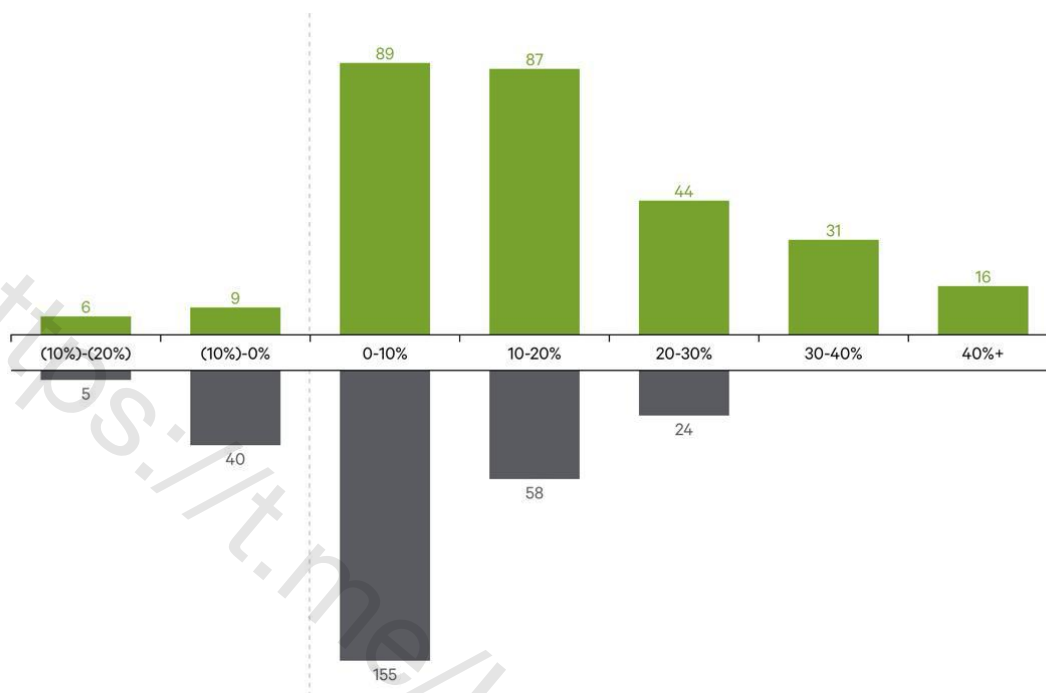
Todos los fondos de Renta Variable en los que va a invertir Icaria Patrimonio FIL, van a ser de primerísima división, fondos que una persona de a pie prácticamente tenga imposible acceder, para crear algo que tenga un gran valor añadido.

Dado que Turtle Creek inició su andadura hace más de 25 años, los resultados abarcan un gran número de periodos de rentabilidad trienales renovables que, en conjunto, ilustran adecuadamente las características de riesgo/rentabilidad del fondo.

3 Year | 5 Year | 10 Year

■ Turtle Creek ■ Market

X = Three-Year Annualized Return Intervals
Y = Number of Three-Year Investment Periods



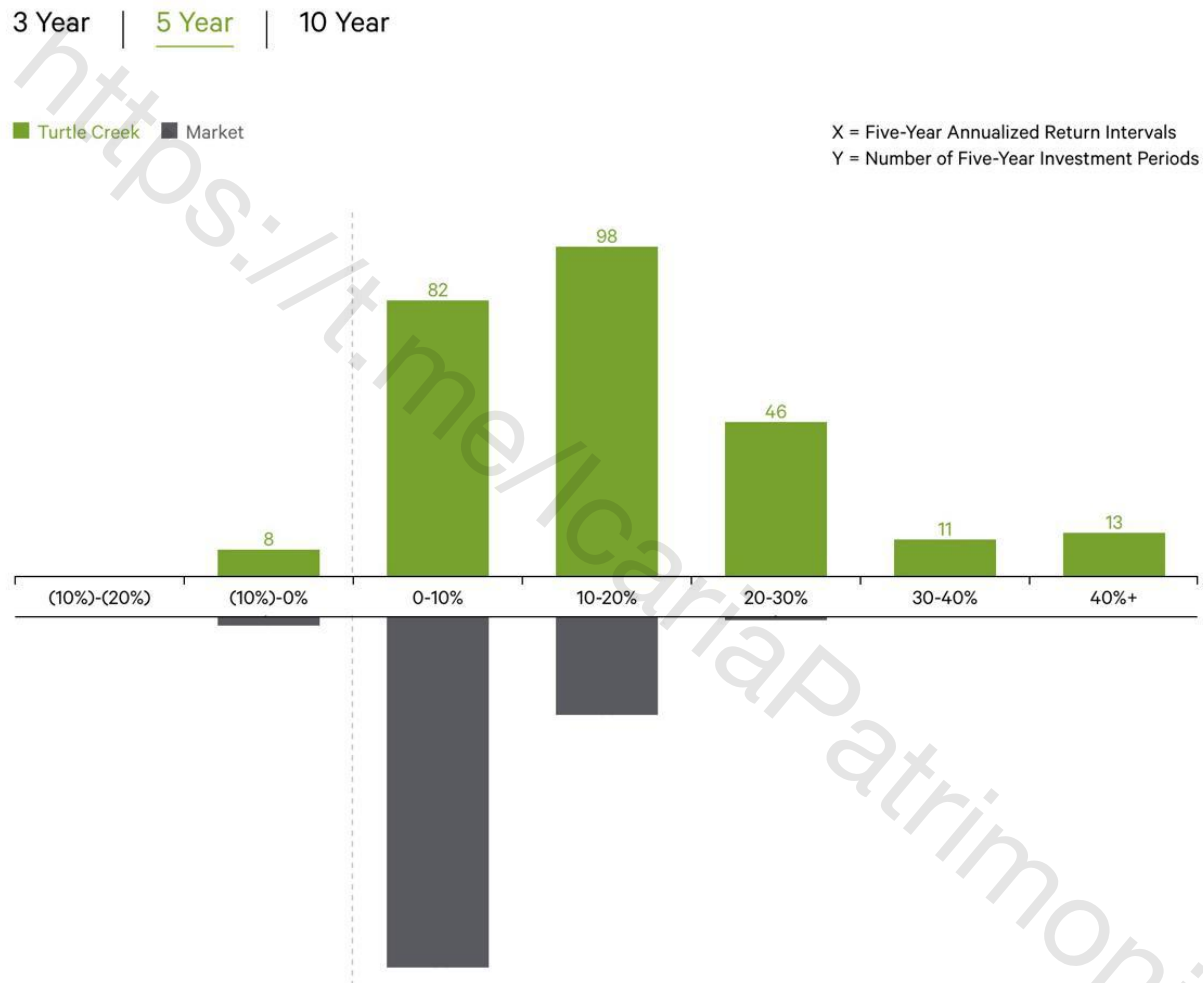
Comparison of Annualized Three-Year Returns

	Turtle Creek	Market
Number of outperforming periods:	219 of 282 (78%)	63 of 282 (22%)
Number of negative periods:	15 of 282	45 of 282
Average return during the worst 15 periods:	-7.4%	-9.9%

En el siguiente gráfico se contabiliza el número de tasas de rentabilidad anualizadas a tres años que se sitúan dentro de intervalos del 10%, representadas como barras horizontales verdes y totalizadas en la parte superior, para Turtle Creek. Para facilitar la comparación, presentamos las rentabilidades del mercado, para los mismos periodos en negro. El VL de Turtle Creek está disponible a final de mes, por lo que el primer periodo de inversión de tres años es del 31/10/1998 al 31/10/2001. El siguiente periodo de tres años es del 30/11/1998 al 30/11/2001. Y así sucesivamente.

Hay más de 200 periodos de inversión trienales discretos en la historia de Turtle Creek que el gráfico facilita evaluar tanto en términos absolutos como relativos.

Por ejemplo, **Turtle Creek sólo ha obtenido rentabilidades negativas en el 5% de los casos, frente al 16% del mercado.** También ha obtenido un gran número de tasas de rentabilidad anualizadas superiores al 20%. **Al comparar periodos específicos de tres**



Comparison of Annualized Five-Year Returns

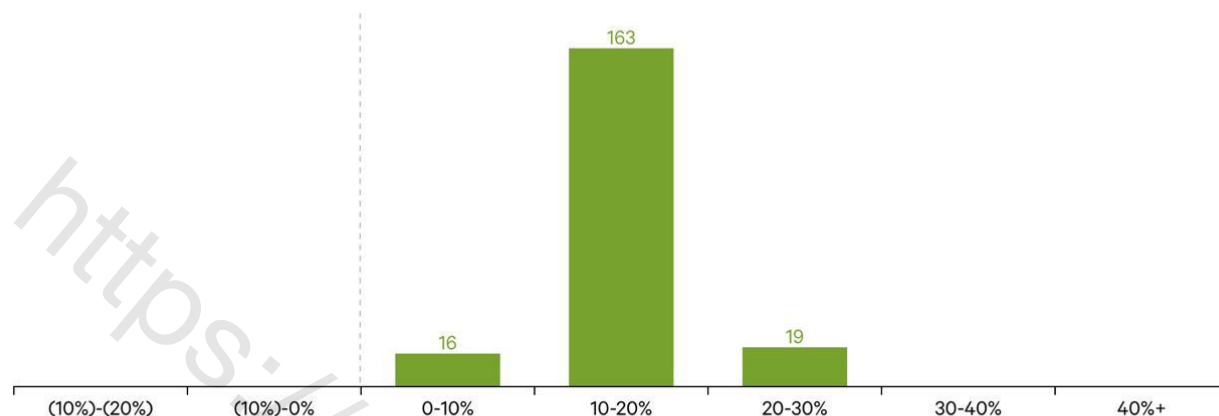
	Turtle Creek	Market
Number of outperforming periods:	226 of 258 (88%)	29 of 258 (12%)
Number of negative periods:	8 of 258	5 of 258

años, Turtle Creek ha superado al mercado el 80% de las veces (a menudo por una gran cantidad).

3 Year | 5 Year | 10 Year

■ Turtle Creek ■ Market

X = Ten-Year Annualized Return Intervals
Y = Number of Ten-Year Investment Periods



Comparison of Annualized Ten-Year Returns

	Turtle Creek	Market
Number of outperforming periods:	197 of 198	1 of 198

Y si se amplía este ejercicio para analizar todos los periodos de inversión de cinco y diez años, la divergencia en la rentabilidad es aún mayor. **Al comparar periodos específicos de diez años, Turtle Creek siempre ha superado al mercado.**

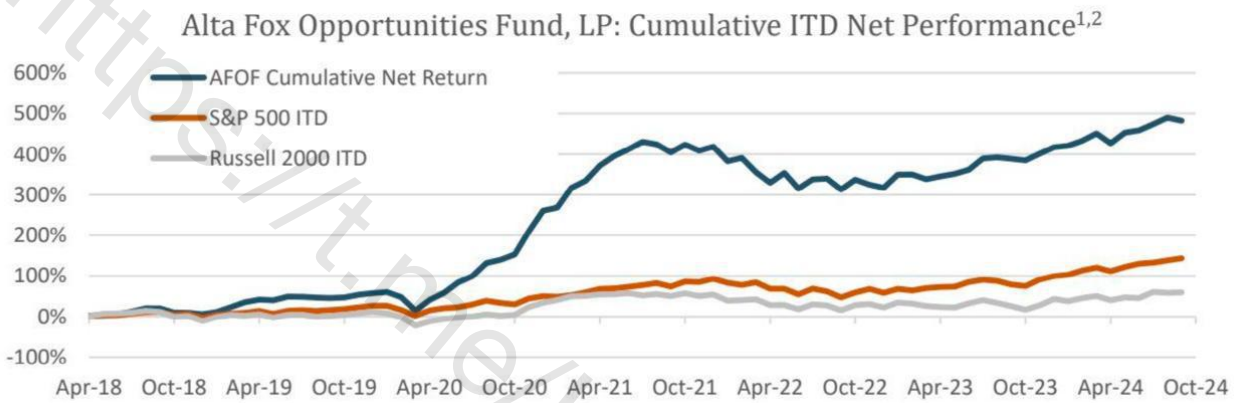
Web oficial: <https://www.turtlecreek.ca>

Documentación variada, interesante;
<https://www.alphatheory.com/blog/turtle-creek>

https://old.reddit.com/r/SecurityAnalysis/comments/f7crkl/20_returns_annually_over_21_years_what_is_turtle/

<https://www.fundlibrary.com/MutualFunds/Detail/445342>

Alta Fox Opportunities Fund, LP ¹			Relevant Index Returns ²	
	Gross Return	Net Return	Russell 2000 (IWM)	S&P 500 (SPY)
Q3 2024	5.65%	4.16%	9.27%	5.89%
YTD	17.45%	12.54%	11.17%	22.08%
Since Inception	808.14%	482.12%	59.25%	143.73%
Annualized	40.41%	31.13%	7.42%	14.69%



[Asset-Management-UCITS-fund-surpasses-US-100m-in-AUM.html](#)

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #13 - Alta Fox Opportunities Fund

Ha obtenido una **rentabilidad neta anualizada del 31,4%**, frente a un 15,1% del S&P500. Bate al índice por el doble. Ha sido, desde 2018, multiplicar tu dinero invertido por 5. Es una absoluta locura. Es uno de los mejores fondos del planeta Tierra.

Resultados Extraordinarios													ICARIA
Alta Fox Opportunities Fund, LP: Monthly Net Returns ¹													
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2018				2.0%	2.7%	1.0%	5.8%	7.7%	-0.5%	-8.6%	-0.3%	-3.1%	6.0%
2019	4.8%	11.0%	9.9%	4.6%	-1.2%	6.5%	-0.3%	-1.4%	-0.6%	1.1%	4.3%	2.5%	48.5%
2020	1.9%	-7.8%	-22.5%	23.0%	12.0%	16.4%	8.4%	16.3%	3.6%	5.5%	22.4%	16.3%	129.0%
2021	2.2%	13.2%	4.2%	8.5%	5.0%	3.3%	3.7%	-1.2%	-3.8%	3.8%	-2.9%	2.0%	43.8%
2022	-7.0%	1.8%	-7.2%	-5.7%	5.6%	-8.5%	5.5%	0.4%	-6.1%	5.9%	-2.8%	-1.8%	-19.5%
2023	7.7%	0.1%	-2.6%	1.6%	1.4%	2.2%	6.0%	0.5%	-0.7%	-0.8%	3.5%	3.1%	23.9%
2024	0.7%	2.4%	3.3%	-4.4%	4.9%	1.1%	2.7%	2.8%	-1.3%	0.5%	5.5%		19.4%
Comparison To Relevant Indices													
Alta Fox Opportunities Fund, LP ¹						Russell 2000 ³			S&P 500 ³				
Cumulative ITD Return (Net) ²						517.4%			74.2%				
Annualized Return (Net)						31.4%			8.7%				
Year-To-Date Return (Net)						19.4%			21.6%				

Fuente: Presentación comercial Alta Fox Equity Fund

Desde su creación en abril de 2018, el Fondo ha obtenido una rentabilidad bruta del 808,14% y una rentabilidad neta de 482,12%, en comparación con la rentabilidad del Russell 2000 del 59,25% y la del S&P 500 del 143,73%.

Los mínimos para invertir aquí, también son 2 millones de euros.

Alta Fox va a dejar de aceptar nuevos inversores a partir de junio de 2025, así de exclusivo es. Y desde Icaria Patrimonio FIL, estaremos ya dentro para cualquier futuro partícipe.

Es una de las mejores gestoras del mundo, muy centrada en Small Caps y Special Situations.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #14 - Sohra Peak

Period	Partnership Returns ^{1,2}	S&P 500 Returns ^{1,3}
Q3 2021	9.5%	(0.9%)
Q4 2021	13.7%	11.0%
2021	24.5%	10.0%
Q1 2022	(1.3%)	(4.6%)
Q2 2022	(18.9%)	(16.1%)
Q3 2022	(12.8%)	(4.9%)
Q4 2022	18.8%	7.6%
2022	(17.0%)	(18.1%)
Q1 2023	7.8%	7.5%
Q2 2023	17.1%	8.7%
Q3 2023	27.0%	(3.3%)
Q4 2023	13.5%	11.7%
2023	82.0%	26.3%
Q1 2024	(1.3%)	10.6%
Q2 2024	(3.8%)	4.3%
Q3 2024	2.2%	5.9%
2024	(3.0%)	22.1%
Annualized Return Since Inception	20.7%	10.8%
Cumulative Return Since Inception	82.6%	38.9%

The below table highlights the partnership's key portfolio composition metrics as of September 30, 2024:

Key Portfolio Composition Metrics ⁴			
Number of Holdings:	15	Average Market Cap ⁵ :	\$377MM
Top 5 Holdings Concentration:	53.4%	Investments Non-U.S. ⁶ :	84.5%

Please see important footnotes to the above tables under the "Disclaimer" section at the end of this letter.

Rentabilidades anualizadas del 20,7% desde su creación, a mediados de 2021. En el mismo periodo, el S&P500 ha dado un 10,8%, prácticamente el doble de rentabilidad.

Sohra Peak es un fondo de nicho, con 400 millones de patrimonio, con 15 posiciones únicamente, **con el 85% de sus inversiones fuera de Estados Unidos**, con un Track-Record impecable y un gestor al que Carlos Santiso conoce personalmente. Es de lo mejor que hay a nivel mundial.

Sí me gustaría hacer hincapié en datos tan dispares como que en la segunda mitad de 2021 obtuvo un 24% de rentabilidad, en el año 2022 cayó lo mismo que el S&P500, en el

2023 se disparó un bestial 82% frente al 26% del S&P, pero en nueve meses del 2024 su rendimiento ha sido del -3% frente al gran 22% del S&P500.

Supongo que Santiso habrá sabido elegir el peso exacto de este fondo dentro de Icaria Patrimonio, porque efectivamente, todo indica que es un fondo muy de nicho, y que no debería formar parte de una cartera "conservadora" en un porcentaje elevado.

Es cierto que renta variable dentro de Icaria Patrimonio será apenas el 20%, y tenemos unos seis fondos, que sepamos, que se repartirán ese porcentaje.

Web oficial de Sohra Peak, con más información;

<https://sohrapeakcapital.com/about/>

Entre sus inversiones, supermercados polacos, proveedor de material minero australiano, o empresa alimenticia británica;

<https://sohrapeakcapital.com/research/>

Twitter del fundador;

<https://x.com/JonCukierwar>

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #15 - Indépendance et Expansion

Historial de resultados



Indépendance France small & mid - Europe - Part X (C)
Past performance is not indicative of future performance

+13,1%

Rentabilidad neta anualizada desde 1993

24/31 años

de rentabilidad superior

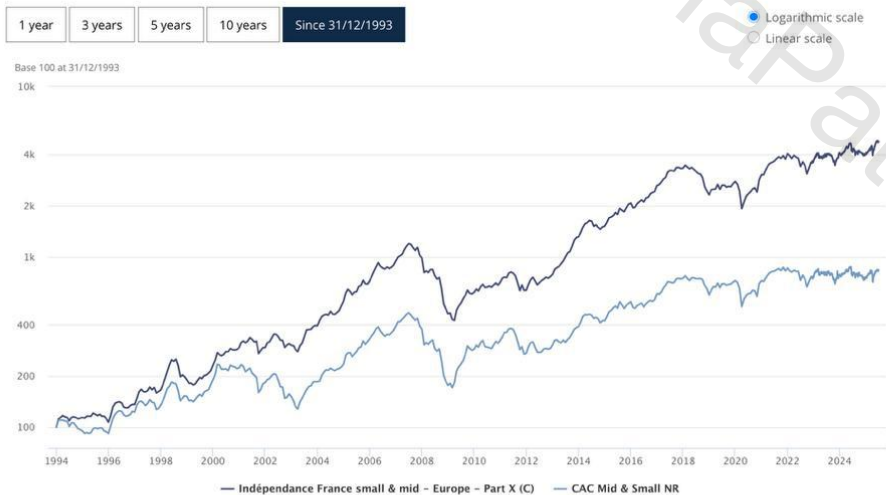
25/31 años

de resultados positivos

PERFORMANCE	NAV	YTD	1 YEAR	3 YEARS	5 YEARS	10 YEARS	SINCE 31/12/1993	ANNUALISED
INDÉPENDANCE - FRANCE SMALL & MID	867,34	18,6 %	14,0 %	40,6 %	103,6 %	169,3 %	4 686,6 %	13,1 %
CAC MID & SMALL NR	—	10,5 %	6,0 %	14,9 %	37,6 %	67,4 %	739,2 %	7,0 %

DATA BY 26/06/2025 - PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE PERFORMANCE

Gráfico de rendimiento



Cumulative performance

Indépendance - France Small & Mid

4 686,6 %

CAC Mid & Small NR

739,2 %

Annualised performance

Indépendance - France Small & Mid

13,1 %

CAC Mid & Small NR

7,0 %

Performance net of fees
Data by 26/06/2025

Fondo centrado en inversiones en Europa, desde el año 1993, con una rentabilidad anualizada del 13,1%. Algo que, invirtiendo en Europa y yéndonos tan atrás, es espectacular. Tiene 410 millones bajo gestión, y sólo en la primera mitad 2025, lleva un impresionante 18,6% de rentabilidad.

Sus peores años, 2008 con un derrumbe del -53%, 2018 con un -30%, y un -10% en 2011 y 2022. El resto de años, positivos. **Especialmente impresionante que, en los horribles años 2000, 2001, 2002 y 2003, tuviera ganancias acumuladas del 60%.** Si os fijais, también, el 80% de los años termina positivo, un porcentaje superior al MSCI World o al S&P500.

Invierte principalmente en pequeñas y medianas empresas cotizadas. Desde su creación se han guiado por la metodología Quality Value.

Su web oficial;

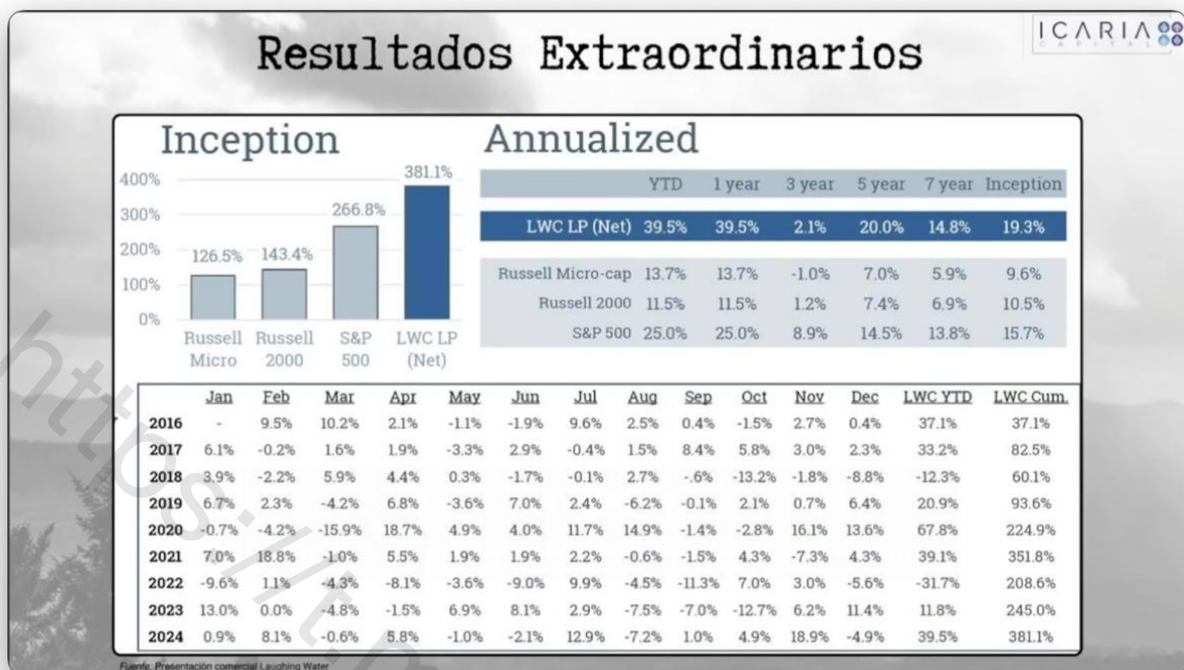
<https://www.independance-am.com/es/nuestros-fondos/france-small/>

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #16 - Laughing Water

Retornos netos del 19,3% frente a un 15,7% del S&P500 en el mismo periodo.

Su peor año fue 2022 con un -31,7%. En 2020 hizo un descomunal +67,8, mientras que en 2024 acabó con un estratosférico +39,5%.

Fijaos los retornos por meses, qué locura de cifras. Es volátil, no cabe duda.



En este caso, uno de los mejores fondos del mundo de Small-Cap, pequeñas empresas que cotizan en bolsa, a nivel mundial.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #17 - Elliott Associates LP Fund

Elliott Associates, L.P. Fund

Análisis desde su creación (febrero 1977) hasta diciembre de 2024

ELLIOTT[®]

Rentabilidad neta acumulada desde 1977	32180,9 %
Rentabilidad neta compuesta anualizada	12,8 %
Rentabilidad neta compuesta trimestral	3,1 %
Mayor ganancia neta anual	32,1 %
Mayor pérdida neta anual	-7,0 %

RENTABILIDADES NETAS ANUALES DESDE 1977									
Año	YTD	ITD	Fund AUM (\$MM)	Strategy AUM (\$MM)	Año	YTD	ITD	Fund AUM (\$MM)	Strategy AUM (\$MM)
2024	10,5 %	32180,9 %	23118 US\$	72666 US\$	2000	24,3 %	2587,2 %	832 US\$	1734 US\$
2023	8 %	29103,6 %	20657 US\$	64465 US\$	1999	18,1 %	2061,4 %	625 US\$	1304 US\$
2022	5,9 %	26935,5 %	17565 US\$	55236 US\$	1998	-7 %	1730,6 %	669 US\$	1395 US\$
2021	15,1 %	25423,4 %	15968 US\$	51495 US\$	1997	12,1 %	1868,2 %	681 US\$	1310 US\$
2020	12,7 %	22083,6 %	12931 US\$	43223 US\$	1996	19 %	1655,9 %	591 US\$	905 US\$
2019	7 %	19590,1 %	12082 US\$	38994 US\$	1995	18,3 %	1376,1 %	528 US\$	676 US\$
2018	3,3 %	18294,4 %	11286 US\$	34671 US\$	1994	0 %	1148,2 %	578 US\$	657 US\$
2017	9,1 %	17698,3 %	11180 US\$	34451 US\$	1993	21,6 %	1148,2 %	470 US\$	470 US\$
2016	13,5 %	16219 %	10260 US\$	31315 US\$	1992	15,1 %	926,8 %	375 US\$	375 US\$
2015	3,1 %	14276,4 %	9195 US\$	26964 US\$	1991	12,4 %	792 %	320 US\$	320 US\$
2014	8,6 %	13846,7 %	8900 US\$	25638 US\$	1990	13,4 %	693,4 %	295 US\$	295 US\$
2013	13,1 %	12742,3 %	8417 US\$	28992 US\$	1989	23,8 %	599,9 %	244 US\$	244 US\$
2012	13,9 %	11258,8 %	7749 US\$	21553 US\$	1988	13,4 %	465,2 %	233 US\$	233 US\$
2011	4,4 %	9871,6 %	6917 US\$	19060 US\$	1987	6,7 %	398,2 %	213 US\$	213 US\$
2010	7,8 %	9450,5 %	6662 US\$	16816 US\$	1986	10,7 %	367 %	200 US\$	200 US\$
2009	30,7 %	8759,1 %	6475 US\$	16229 US\$	1985	22,5 %	321,7 %	134 US\$	134 US\$
2008	-3,1 %	6676,6 %	5388 US\$	13326 US\$	1984	16,5 %	244,3 %	92 US\$	92 US\$
2007	32,1 %	6891,9 %	4216 US\$	10031 US\$	1983	22,1 %	195,6 %	59 US\$	59 US\$
2006	17,1 %	5193,1 %	3034 US\$	7193 US\$	1982	17,6 %	142,1 %	28 US\$	28 US\$
2005	12,7 %	4419,2 %	2450 US\$	5699 US\$	1981	23,4 %	105,9 %	19 US\$	19 US\$
2004	13,2 %	3910,6 %	1807 US\$	4321 US\$	1980	22,6 %	66,8 %	12 US\$	12 US\$
2003	14,2 %	3443,5 %	1580 US\$	3744 US\$	1979	16,6 %	36 %	6 US\$	6 US\$
2002	6,6 %	3003,2 %	1293 US\$	3036 US\$	1978	9,9 %	16,6 %	4 US\$	4 US\$
2001	8,3 %	2810,1 %	1014 US\$	2314 US\$	1977	6,1 %	6,1 %	2 US\$	2 US\$

Las cifras de activos bajo gestión (AUM) se muestran en millones, incluyen importes redondeados y se muestran al final de cada año natural completado (o, en su defecto, al final del último trimestre natural completado). Los activos bajo gestión de la estrategia en 1994 incluyen una suscripción inicial de 80 millones de dólares para acciones de Ell realizada en diciembre de 1994. Los resultados pasados no son necesariamente indicativos de resultados futuros.

Una de las novedades será **Elliott Associates LP**. Su mínimo de inversión ronda los 5 o 10 millones de euros. Estamos en contacto con ellos porque es un fondo que está cerrado, pero cuando veáis las rentabilidades, entenderéis por qué estamos intentando que nos hagan un hueco para finales de 2025.

Un fondo con un Track-Record desde 1977, con una **rentabilidad neta anualizada del 12,8%**, que es muy superior a la de la renta variable. Muy superior. Pero la parte más increíble es que **desde 1977 sólo ha tenido dos años en negativo. El año 1998 con un -7% y el año 2008 con un -3%**. Es decir, su mayor pérdida anual, en los últimos 47 años, es de apenas un 7%. Una absoluta barbaridad. Su mejor año fue el 2007, ganando un 32,1%, con el 2009 ganando otro 30,7%. Volatilidad absolutamente increíble del 2,9% a 10 años, y del 5,2% a 20 años. Mayor caída a 10 años, un 0,9%. Y a 20 años, un 10,3%. **Ratio Sharpe de 2,4 a 10 años y de 1,8 a 20 años. 89% de trimestres positivos en los últimos 20 años. No he visto nada igual.**

RENTABILIDAD NETA COMPUESTA ANUALIZADA	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	10,4 %	14,5 %	-0,3 %
10 años	8,8 %	13,1 %	1,3 %
20 años	11 %	10,3 %	3 %
VOLATILIDAD ANUALIZADA	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	2,9 %	18,8 %	6,6 %
10 años	2,9 %	15,5 %	5,3 %
20 años	5,2 %	15,8 %	4,4 %
RATIO DE SHARPE	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	2,8	0,6	-0,4
10 años	2,4	0,7	-0,1
20 años	1,8	0,5	0,3
MAYOR CAÍDA	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	-0,5 %	-23,9 %	-14,6 %
10 años	-0,9 %	-23,9 %	-14,6 %
20 años	-10,3 %	-45,8 %	-14,6 %
PORCENTAJE DE TRIMESTRES POSITIVOS	ELLIOTT ASSOCIATES L.P.	S&P 500 CON DIVIDENDOS	BLOOMBERG US AGGREGATE BOND INDEX
5 años	90 %	75 %	60 %
10 años	87,5 %	80 %	67,5 %
20 años	88,8 %	75 %	70 %

Aclarar que son rentabilidades en dólares, habría que pasar a euros, pero es un fondo que queremos tener, y que es bastante posible que tengamos, a final de año, para incorporarlo a la parte de Hedge-Funds.

En caso de entrar en Elliott Associates LP, **la parte de Hedge Funds puede que aumente temporalmente su peso en el FIL**. Ahora pesa en torno a un 13%, puede que se vaya a un 18%. Pero será temporalmente, por excepciones como esta, que creemos que nos compensa, con creces.

Elliott Investment Management L.P. **gestiona aproximadamente 51.500 millones de dólares** de activos. Su fondo insignia, Elliott Associates, L.P., se fundó en 1977, lo que lo convierte en **uno de los fondos más antiguos de bajo gestión continua**. Entre los inversores de los fondos de Elliott figuran fondos de pensiones, fondos soberanos, endowments, fundaciones, fondos de fondos, particulares y familias con grandes patrimonios, así como empleados de la empresa.

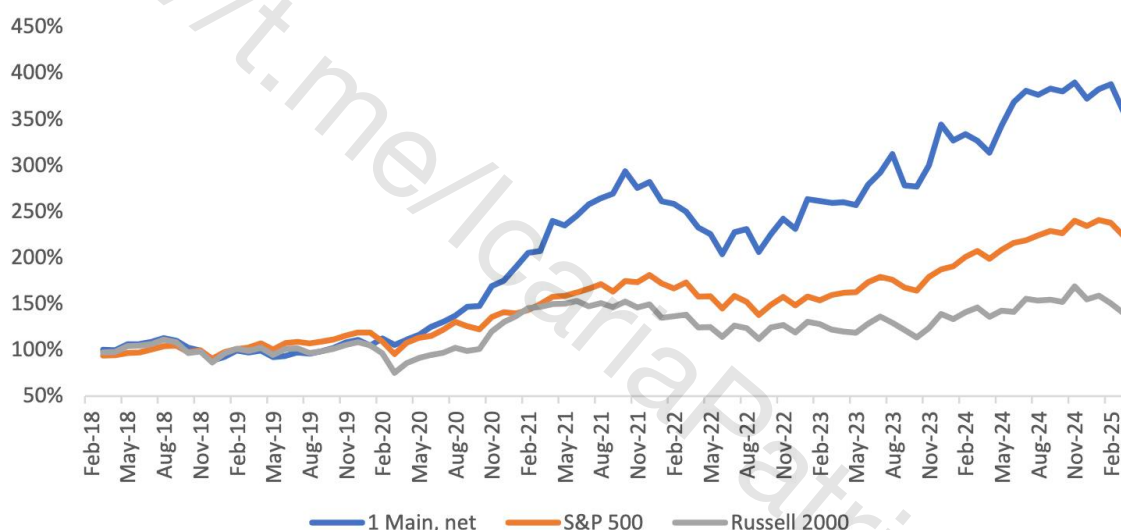
Icaria Patrimonio FIL - Fondo #18 - One Main Capital



Performance Summary²

2025	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
1 Main Capital Partners - Gross	3.5%	1.7%	-8.1%										-3.3%
1 Main Capital Partners - Net	2.8%	1.4%	-7.5%										-3.6%
S&P 500 index - incl dividends	2.8%	-1.3%	-5.6%										-4.3%
Russell 2000 - incl dividends	2.6%	-5.4%	-6.8%										-9.5%

	One Year	Three Year	Five Year	Since Inception	Inception Annualized
1 Main Capital Partners - Gross	12.3%	16.1%	35.0%	396.6%	25.1%
1 Main Capital Partners - Net	9.9%	12.8%	27.8%	258.7%	19.5%
S&P 500 index - incl dividends	8.2%	9.0%	18.6%	124.1%	11.9%
Russell 2000 - incl dividends	-4.0%	0.5%	13.2%	40.1%	4.8%



Otro de los fondos que ya tenemos, es **One Mail Capital**. Tiene un gestor extraordinario, Yaron Naymark. Aquí tenéis las rentabilidades, a lo largo de los años, contra el S&P500, habiéndolo hecho de forma extraordinaria, invirtiendo en small-cap. Desde febrero de 2018, **una rentabilidad neta del 19,5% frente al 11,9% del S&P500**. Conseguir batir al S&P500 en uno de sus mejores periodos de la historia es un gran mérito. **Y lo hace sin invertir en ninguna compañía del S&P500**. Un grandísimo fondo.

Lo importante aquí no son tanto las rentabilidades, que son extraordinarias, sino qué tipo de compañías tienen, cuánto tiempo las mantienen, qué perfil son, cuál es la rotación de la cartera, o cuál es el *performance attribution*, es decir, de ese 19% de rentabilidad neta

anualizada, ¿cuánto viene de haber hecho un *home-run* o realmente sido un conjunto de muchas buenas ideas? Nosotros preferimos un conjunto de muchas buenas ideas, que una idea que te ensalza la rentabilidad. Ese es parte del proceso que hacemos nosotros para analizar.

Investor Presentation - March 2025

Performance

Since its inception in February 2018 through March 2025, I Main Capital has returned 19.5% net annualized, compared to 11.6% for the S&P 500 and 4.8% for the Russell 2000 over the period.

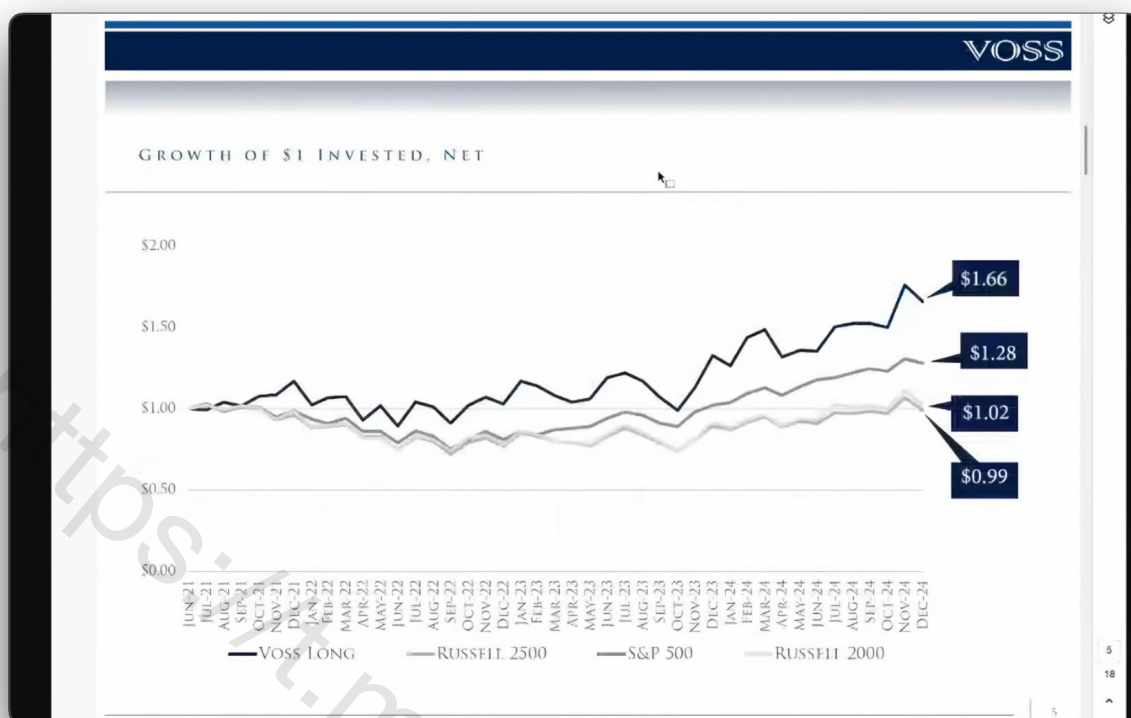
Performance data is presented for the Funds Class A investors, and is net, gross of incentive allocation, management fees, and other applicable expenses (as disclosed in the Fund's Confidential Private Offering Memorandum), includes the reinvestment of dividends, interest, and capital gains, and assumes an investment from inception. Returns for year-to-date 2025 are estimated and unaudited. For investor specific returns, please refer to your capital statements. Due to the format of data available for the time periods indicated, net returns are difficult to calculate precisely. Please see the last page for important disclosure information.

J MAIN CAPITAL

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Jan		4.5%	(5.4%)	8.4%	(7.4%)	13.9%	(5.0%)	2.9%
Feb	(0.9%)	7.4%	7.3%	8.1%	(1.0%)	(0.7%)	2.1%	1.4%
Mar	1.3%	(2.0%)	(6.3%)	0.9%	(3.4%)	(0.8%)	(2.2%)	(7.5%)
Apr	(0.6%)	2.1%	5.4%	15.7%	(6.9%)	0.2%	(3.9%)	
May	6.3%	(7.0%)	4.6%	(2.0%)	(3.0%)	(1.2%)	9.4%	
Jun	0.2%	1.2%	7.6%	4.5%	(9.6%)	8.5%	7.4%	
Jul	2.4%	4.0%	4.2%	4.9%	11.7%	4.8%	3.3%	
Aug	3.7%	(1.3%)	5.2%	2.5%	1.4%	6.8%	(1.1%)	
Sep	(2.4%)	2.7%	7.0%	1.9%	(10.7%)	(10.9%)	1.8%	
Oct	(7.0%)	3.8%	0.5%	8.9%	0.4%	(0.5%)	(0.8%)	
Nov	(3.2%)	5.8%	14.8%	(0.1%)	7.3%	8.3%	2.6%	
Dec	(10.9%)	2.3%	3.5%	2.4%	-4.4%	14.8%	(4.5%)	
YTD	(11.6%)	25.3%	58.1%	61.1%	(18.0%)	48.9%	8.2%	(3.6%)
S&P 500	(9.5%)	9.5%	16.4%	28.7%	(10.1%)	26.3%	25.0%	(4.3%)
Russell 2000	(15.0%)	25.5%	10.0%	4.5%	(20.5%)	36.9%	11.3%	(9.5%)

5

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #19 - Voss Capital



Tenemos **Voss Capital**, que es una de las más grandes, nos gusta mucho el perfil de compañías que tienen. Una gestora más grande que las anteriores.

Rentabilidad neta anualizada del 15,6% y un 61% acumulado desde junio de 2021.



Icaria Patrimonio FIL - Fondo #20 - Sextant Quality Focus

RENTABILIDADES HISTÓRICAS

● Sextant Quality Focus +60,9% ● MSCI World Net TR EUR +39,5%



RENTABILIDADES

	Rentabilidades acumuladas								Rentabilidades anualizadas		
	1 mes	3 meses	6 meses	YTD	1 año	3 años	5 años	Desde creación	3 años	5 años	Desde creación
Fondo	+2,1%	+4,5%	-2,2%	+1,1%	+11,2%	-	-	+60,9%	-	-	+19,5%
Índice de referencia	+3,9%	+11,2%	-2,7%	+0,3%	+9,1%	-	-	+39,5%	-	-	+13,3%

RENTABILIDADES MENSUALES

	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Año	Índice de referencia
2025	3,4%	0,6%	-6,6%	-0,3%	4,5%	-2,1%	2,1%						1,1%	0,3%
2024	2,5%	2,8%	3,0%	-2,2%	0,8%	1,1%	1,6%	1,4%	3,3%	-0,8%	4,1%	1,6%	20,8%	26,3%
2023	8,2%	2,2%	6,9%	2,7%	3,2%	1,2%	4,4%	2,0%	-3,0%	-1,6%	4,6%	3,3%	39,4%	19,2%
2022												-5,5%	-5,5%	-7,6%

INDICADORES

	1 año	3 años	Desde creación
Volatilidad fondo (Índice)	13,0% (18,1%)	- (-)	12,4% (14,0%)
Tracking Error	9,4%	-	8,4%
Ratio de información	0,2	-	0,7
Ratio de Sharpe	0,7	-	1,3
Max drawdown	-13,50%	-	-13,50%

PRINCIPALES CONTRIBUIDORES

Top 5		Bottom 5	
Alphabet	49bps	Cie Financiere Richemont	-60bps
Microsoft	47bps	Adobe	-32bps
Taiwan Semiconductor Man	39bps	Paradox Interactive	-26bps
Meta Platforms	36bps	Paypal Holdings	-22bps
Arista Networks	31bps	Rational	-10bps

Se trata de una gestora francesa, Amiral Gestion. Este fondo tiene como objetivo alcanzar, durante el periodo de inversión recomendado de 5 años, una rentabilidad neta de comisiones superior al índice MSCI World Net Total Return EUR, a través de una selección de 25 valores de renta variable internacional de gran y mediana capitalización.

Rentabilidad anualizada del 19,5% desde diciembre de 2022 (60% acumulada) frente al 13,3% anualizada (39% acumulada) del MSCI World.

Volatilidad del fondo del 12% (frente al 14% del MSCI World) y **máximo drawdown** durante Liberation Day **del 13,5%** (frente al 20% del MSCI World en el mismo periodo).

Ratio Sharpe de 1,2, que no es poca cosa.

Dentro de Icaria Patrimonio FIL, **el peso de Sextant Quality Focus es del 1,8% sobre el total del FIL**, dentro de la Clase Institucional, con una **comisión reducida del 0,7%**.

Web del fondo; <https://www.amiralgestion.com/es/sextant-quality-focus>

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #21 - Fundsmith Equity Fund

(Actualmente no-invertido en Icaria Patrimonio FIL, a fecha de septiembre de 2025)

Performance Chart

02/11/2011 - 31/07/2025



Cumulative performance (%)

Performance data as at 31 July 2025

Key	Instrument	YTD	1M	3M	6M	1Y	3Y	5Y	10Y	From Inception	From Inception annualised
A	Fundsmith Equity Fund T Acc (EUR) ⁵	-3.3	2.0	7.3	-8.5	0.7	15.2	45.1	163.0	520.5	14.2
B	Sector: IA Global (EUR) ⁶	0.3	3.3	10.4	-3.3	6.1	25.4	65.7	110.1	285.3	10.3

Performance, % Total Return

	Jul 2025	2025 to 31.07.2025	2024	2023	2022	2021	2020	Inception to 31.07.2025	Annualised to 31.07.2025
Fundsmith ¹	+2.0	-3.3	+13.6	+13.4	-17.3	+28.9	+10.7	+520.5	+14.2
Equities ²	+3.9	+0.3	+26.6	+19.6	-12.8	+31.1	+6.3	+434.4	+13.0
EU Bonds ³	-0.6	-3.0	+0.3	+10.5	-32.3	-7.0	+11.2	+53.1	+3.1
Cash ⁴	+0.2	+1.4	+3.7	+3.2	-0.0	-0.6	-0.4	+7.0	+0.5

The Fund is not managed with reference to any benchmark, the above comparators are provided for information purposes only. ¹ T class € accumulation shares, net of fees priced at midday UK time, source: Bloomberg ² MSCI World Index (€ Net) priced at close of business US time, source: www.msci.com. The MSCI World Index is a developed world index of global equities across all sectors and, as such, is a fair comparison given the Company's investment objective and policy. ³ Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond Index, source: Bloomberg ⁴ € Interest Rate, source: Bloomberg.

Monthly performance table, % Total Return, T Class, EUR, Accumulation Shares

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	July	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	Total
2011											+2.5	+6.6	9.3
2012	+1.2	+2.2	+2.4	+2.1	+1.2	+1.0	+6.5	-1.6	-0.2	-1.6	+2.4	-2.1	14.2
2013	+3.8	+3.8	+5.7	+1.2	+2.3	-2.3	+0.7	-2.1	+1.9	+2.7	+2.4	+0.2	22.2
2014	-2.3	+3.2	+0.9	+0.7	+5.1	+0.4	+1.8	+2.6	+3.7	+3.7	+5.5	+2.7	31.6
2015	+7.8	+4.0	+1.2	-0.9	+3.7	-5.4	+6.7	-7.3	-1.2	+10.9	+4.2	-1.8	22.3
2016	-4.6	+2.6	+1.5	+0.1	+4.1	-0.1	+3.8	+0.6	-0.8	-1.9	+1.8	+2.4	9.4
2017	+0.1	+6.6	+1.5	+2.0	+1.8	-1.7	-0.7	-0.9	+1.1	+6.0	+0.2	+0.7	17.7
2018	+2.8	-2.4	-3.8	+3.0	+6.7	+1.0	+1.9	+2.4	+1.0	-6.0	+2.9	-7.5	0.9
2019	+6.9	+6.4	+5.7	+2.0	-1.4	+2.5	+2.9	+0.5	-1.0	+0.8	+3.0	+0.6	32.5
2020	+3.5	-7.8	-7.2	+10.1	+3.1	-1.1	+2.0	+4.9	-1.0	-1.0	+5.0	+1.3	10.7
2021	-0.7	+2.6	+4.3	+3.6	+0.5	+5.9	+3.5	+0.9	-3.5	+2.2	+2.6	+4.1	28.9
2022	-8.1	-4.4	+2.8	-0.8	-5.4	-3.7	+9.5	-2.8	-6.8	+2.5	+1.0	-1.3	-17.3
2023	+1.9	+1.8	+3.4	+2.8	-1.7	+2.3	+1.0	-0.7	-2.8	-3.0	+5.1	+2.8	+13.4
2024	+4.6	+4.2	+2.2	-2.2	-0.1	+3.3	-2.8	+1.9	+0.1	-0.6	+4.3	-1.6	+13.6
2025	+5.6	-1.3	-10.3	-3.7	+6.5	-1.2	+2.0						-3.3

Fund Performance Analysis

To 31 Jul 2025, T Class Acc	%
Annualised Rate of Return	+14.2
Best Month	+10.9 (Oct '15)
Worst Month	-10.3 (Mar '25)
Average Month	+1.2
% Positive Months	68

Portfolio Comment for July 2025

There were no outright sales or purchases of holdings made in the month. The top 5 contributors in the month were Microsoft, IDEXX, Meta Platforms, Alphabet and L'Oréal. The top 5 detractors were Novo Nordisk, Waters, Philip Morris, Otis and Texas Instruments.

Top 10 holdings

- ▶ Microsoft
- ▶ Meta Platforms
- ▶ Stryker
- ▶ L'Oréal
- ▶ IDEXX
- ▶ Visa
- ▶ Automatic Data Processing
- ▶ Alphabet
- ▶ Unilever
- ▶ Marriott

Our values

- ▶ No Fees for Performance
- ▶ No Up Front Fees
- ▶ No Nonsense
- ▶ No Debt or Derivatives
- ▶ No Shorting
- ▶ No Market Timing
- ▶ No Index Hugging
- ▶ No Trading
- ▶ No Hedging

Fundsmith knows

Just a small number of high quality, resilient, global growth companies that are good value and which we intend to hold for a long time, and in which we invest our own money.

Geographic Split

As at 31 Jul 2025, by Country of Listing	%
US	76.1
France	9.0
Denmark	5.1
UK	4.3
Spain	2.3
Sweden	1.4
Cash	1.9

Sector Split

As at 31 Jul 2025, GICS® Categories	%
Health Care	26.3
Consumer Staples	19.9
Information Technology	14.6
Communication Services	13.1
Consumer Discretionary	11.6
Industrials	7.8
Financials	4.8
Cash	1.9

Probablemente el fondo de inversión más famoso del mundo y de los fondos más reconocidos del sector. Sus características principales podrían ser; crecimiento de calidad, valoraciones atractivas, convicción y baja rotación. El **Fundsmith Equity Fund** es un fondo de Renta Variable Global del tipo Gran Capitalización Growth, lanzado en 2011. Pertenece a la gestora británica del mismo nombre fundada por Terry Smith en 2010.

Su fundador y el principal valedor de la estrategia es Terry Smith, a quién se le ha llegado a denominar "**el Warren Buffett inglés**", por los grandes rendimientos conseguidos. Se caracteriza por emplear una filosofía muy diferenciada, en la que destaca el enfoque **buy-and-hold** de empresas de gran calidad, a unas valoraciones atractivas. Sus fondos buscan poseer carteras concentradas de negocios cotizados elegidos sobre la base de los fundamentos de la empresa, amplias ventajas competitivas y valoraciones atractivas.

Tiene un enfoque concentrado, con una cartera limitada, compuesta a fecha de este análisis por 28 posiciones, con un tamaño de 20.000 millones de libras.

Desde su creación, el fondo ha demostrado su capacidad para **superar consistentemente al índice MSCI World**.

En este sentido, **el rendimiento anualizado desde 2011 ha sido del 14,2%** (frente al 11,9% del MSCI World), lo que supone una rentabilidad acumulada del 520%, **con sólo un año negativo**. Una auténtica barbaridad.

Como detalle especial, tiene un **Active Share del 88%**, lo que nos delata una gestión activa extremadamente alta, alejada del índice, para bien y para mal. Hay que entender la coyuntura, que perfil de acciones tienen en cartera, y en base a ello, establecer un contexto. Por ejemplo, Fundsmith tiene un peso elevado en consumo defensivo y healthcare de +29% y +28%, frente al el 90% del S&P500 los últimos 5 años.

Esto sucedió al revés antes de 2020, donde Fundsmith lo hacía mucho mejor que fondos que hoy están en boca de todos. Con esto quiero decir, que los gráficos de performance son accesibles para cualquiera, si con tan solo eso se consiguiese hacer una cartera robusta, sería demasiado fácil.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #21 - “Repos” y Pagarés

En lo relativo a liquidez, Icaria Patrimonio invierte en ‘repos’ y pagarés, con una **rentabilidad media del 3%**. Algunos ejemplos de ello son, por ejemplo, Urbaser, Técnicas Reunidas y Talgo.

En inversiones, un repo (*repurchase agreement* o acuerdo de recompra) es un contrato a corto plazo en el que una parte vende un activo financiero (generalmente deuda pública o privada de alta calidad) a otra parte, y se compromete a recomprarlo en una fecha futura cercana (normalmente entre 1 día y 2 semanas) a un precio superior.

La mecánica es la siguiente; el vendedor inicial obtiene liquidez inmediata usando los títulos como colateral. El comprador inicial presta efectivo y obtiene un interés implícito (diferencia entre precio de venta y recompra). El interés se llama tasa repo.

Ejemplo numérico: Banco A vende bonos del Tesoro por 10 M€ a Banco B hoy. Pactan recomprarlos en 7 días por 10,01 M€. Banco A paga 10.000 € en intereses → coste del financiamiento.

Algunas de sus características clave: Son un instrumento de financiación garantizada. Tienen un riesgo bajo si el colateral es de alta calidad. Es usado por Bancos Centrales para controlar la liquidez y los tipos de interés. Si la operación es inversa (el inversor presta efectivo y compra temporalmente títulos), se llama *reverse repo*.

Y, hasta aquí, la información concreta que hemos podido recopilar, a día de hoy, sobre los fondos que integran Icaria Patrimonio FIL.

Han sido 21 fondos, increíbles todos, desde mi punto de vista. Habrá alguno más, que incluiremos a medida que lo conozcamos.

Iremos desgranando toda la nueva información que aporte Carlos, periódicamente.

Blackstone European Senior Loans (28-agosto-2025)

<https://www.icariacapital.es/post/deuda-privada-blackstone-european-senior-loans-icaria-patrimonio-fil>

Os adjunto el comentario mensual de Altamar sobre uno de los fondos en los que invierte **Icaria Patrimonio FIL**, ya que me parece interesante para que los partícipes se familiaricen con este tipo de vehículos.

Es un fondo que va dentro de la parte conservadora de la cartera, en la categoría de **deuda privada** de Icaria Patrimonio FIL. Sería al equivalente de un fondo de renta fija en vehículos cotizados. El **trackrecord** es el que veis en la imagen, el cual poniendo en contexto que venimos de tipos negativos, es **sobresaliente**.

Este fondo **no tiene riesgo de tipos de interés**, debido a su caracter flotante. Ese es el motivo por el que en uno de los peores años en la renta fija corporativa de larga duración (2022) apenas ha sufrido por tipos de interés.

Monthly Net Returns⁽⁹⁾

(%)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2008												0.04	0.04
2009	0.36	0.25	0.28	4.23	7.34	2.20	4.29	1.91	2.16	(0.15)	0.97	1.62	28.32
2010	2.16	(1.05)	1.41	1.45	(2.63)	(0.95)	2.19	0.57	0.57	1.38	(0.08)	1.64	6.75
2011	2.48	1.21	0.32	0.38	0.40	(1.27)	(0.36)	(3.08)	(2.17)	3.62	(1.50)	0.60	0.44
2012	2.87	0.71	1.05	0.55	0.55	0.00	0.78	1.13	0.37	0.67	0.67	0.68	10.47
2013	0.73	0.30	0.73	0.78	0.20	(0.69)	0.84	0.96	0.96	0.91	0.99	0.53	7.48
2014	0.70	0.52	0.09	0.12	0.80	0.46	0.13	0.23	(0.11)	(0.26)	0.42	(0.16)	2.99
2015	0.61	1.01	0.64	0.64	0.48	(0.32)	0.46	(0.18)	(0.13)	0.25	0.09	(0.09)	3.50
2016	(0.26)	(0.95)	1.97	0.90	0.74	(0.61)	1.30	0.50	0.37	0.35	0.04	0.17	4.60
2017	0.63	0.47	(0.71)	0.14	0.66	(0.02)	0.19	(0.16)	0.46	0.48	(0.07)	(0.08)	2.00
2018	0.41	0.22	(0.05)	0.47	(0.25)	(0.56)	0.59	0.31	0.43	0.34	(0.62)	(0.96)	0.30
2019	0.61	0.81	0.21	0.99	0.15	0.21	0.41	0.39	0.46	(0.46)	0.14	0.85	4.85
2020	0.77	(0.85)	(12.85)	6.61	3.01	1.56	0.65	1.10	0.65	0.22	2.78	0.45	2.93
2021	0.74	0.74	(0.09)	0.30	0.35	0.12	0.04	0.44	0.23	0.11	0.21	0.26	3.50
2022	0.26	(1.27)	0.38	(0.42)	(2.64)	(4.19)	2.74	2.01	(3.85)	(0.39)	3.81	0.23	(3.60)
2023	3.10	0.82	(0.28)	1.26	0.74	0.44	1.31	1.53	1.18	(0.64)	0.97	1.52	12.56
2024	1.66	0.29	0.29	0.96	1.41	0.23	0.99	0.58	0.41	0.70	0.90	0.64	9.42
2025	0.97	0.75	-0.55	-0.28	1.38	0.11	0.42						2.84

A cierre de julio la tasa de retorno (yield) descontada a 3 años del fondo **era del 5.7%**, y el patrimonio del mismo se situaba en los €1.874 Millones. El fondo **subió un +0.4% durante el mes de julio**, situando la rentabilidad en lo que va de año a cierre de julio en +2.8%.

Tras un año tan complicado como 2022 en el cual los préstamos europeos no fueron inmunes a la volatilidad del mercado de crédito, los últimos años han sido de recuperación del crédito. **En 2022**, el carácter flotante del activo supuso que **los Senior Loans tuvieran un comportamiento mucho mejor que los bonos**, tanto Investment Grade como High Yield, que cayeron -13.7% y -11.6% durante el año, respectivamente.

Dicho esto, su estatus senior en el orden de prelación de la deuda no se vio reflejado en una mejor evolución relativa del spread de los Senior Loans respecto a los bonos en 2022, ya que por el contrario los spreads de los préstamos se ampliaron más que los de los bonos durante 2022. Y pese a que en 2023 y 2024 vimos una cierta reversión de esta situación, en 2025 esta anomalía todavía no está normalizada. Como se puede ver en la tabla adjunta los spreads de HY ya están -81 Pbs por debajo del spread que tenían en noviembre de 2021, mientras que el spread de los Senior Loans está +38 Pbs más amplio; lo que implica un diferencial de spread entre ambos de 119 Pbs vs los 10 Pbs que había en 2021.

La yield ofrecida a cierre de julio por el fondo, que era del 5.7%, junto a su carácter flotante (no expuesto a tipos), su estatus senior (recordar que **el fondo solo invierte en préstamos First Lien**), y una tasa de defaults esperada baja, supone sin duda una buena oportunidad de inversión para quienes no tengan exposición al activo, o tengan una exposición baja al mismo.

Aunque es cierto que un escenario de posible ralentización económica se traduce en menores beneficios, eso no implica que vaya a haber un incremento masivo de los defaults en el mercado de Senior Loans, gracias, como veremos más adelante, a los niveles más conservadores de equity sobre el valor total de las compañías en las transacciones de Private Equity y al Dry Powder de estos fondos; y en todo caso, el activo que más puede sufrir ante esta situación es el equity, vía valoraciones.

La situación actual de los spreads implica una cierta desconexión entre la tasa de impagos implícita por los actuales spreads y los realmente esperados, donde, como referencia, Credit Suisse/UBS espera una estabilidad de la tasa de defaults en Europa, manteniéndose a futuro en el 1.5% actual hasta finales de 2025.

Y no hay que olvidar que en los peores años de la historia del activo en Europa (2009 y 2012 tras la crisis de Lehman y de la Eurozona), la tasa de pérdida efectiva se situó en algo más de la mitad de la yield que está pagando actualmente el activo.

Para entender el atractivo de los Senior Loans europeos, es primordial en primer lugar, recordar el lugar que los préstamos senior ocupan en el orden de prelación en la estructura de capital de la empresa. **Los préstamos son el elemento de la estructura de capital con mayor protección (más que los bonos), y son los primeros en cobrar en caso de insolvencia.**

Adicionalmente, es importante destacar dos elementos fundamentales de la situación de los Senior Loans (préstamos sindicados a grandes compañías) en el entorno actual, que reducen enormemente la probabilidad de que se produzcan defaults:

1. Los niveles de Equity sobre el valor total de la compañía están en este ciclo en torno al 45-50%, vs 30% en 2007. Esto implica que los fondos de Private Equity, que son los principales propietarios de las compañías que emiten estos préstamos, han aportado un enorme colchón de valor que tendría que ser destruido por completo antes de que el valor de los bonos de la compañía y posteriormente los préstamos fuesen afectados.

2. Los fondos de Private Equity, que como comentábamos son los propietarios de la gran mayoría de las empresas que han emitido préstamos, tienen hoy un volumen récord de dinero para invertir (Dry Powder), y van a apoyar a sus compañías (con inyecciones de capital si fuese necesario) en aquellos casos en los que la coyuntura económica representa un problema temporal y no estructural; ya que no van a dejar que los acreedores de dichas compañías (bonistas y/o prestamistas) se queden con las mismas por un problema transitorio.

Pero quizás más importante, independientemente del mercado de Senior Loans en general, es recordar la gestión conservadora del fondo Blackstone European Senior Loan Fund. **El fondo invierte únicamente en préstamos Senior Secured 1st Lien** con un

claro sesgo hacia máxima calidad y liquidez, y con el 100% de las emisiones con rating de S&P y/o Fitch. Es decir, **no invierte nada en préstamos 2nd Lien, ni en Bonos, ni en ningún tipo de deuda subordinada (Mezzanine), ni en crédito estructurado (CLOs, ABS, etc).** Y esta gestión conservadora ha supuesto que haya superado con éxito todos los momentos de estrés que han surgido en estos últimos 17 años (que no han sido pocos).

En línea con su gestión conservadora, **los sectores donde más peso tiene el fondo son sectores defensivos y resilientes ante una desaceleración económica**; en concreto los dos principales sectores del fondo son Salud/Farma (22%) y Telecomunicaciones/Cable (10%).

Como se ha visto durante los últimos 36 meses, este posicionamiento conservador es muy relevante en un activo de carry como los Senior Loans que tienen una pérdida efectiva real tan baja, y donde el precio tiende a recuperarse muy rápidamente tras una corrección una vez los mercados empiezan a normalizarse.

Como comentábamos al principio, la yield ofrecida actualmente por el fondo (5.7% en base al Euribor/Libor actual), junto con su carácter flotante, su estatus senior, y la baja tasa de defaults esperada, creemos supone una buena oportunidad de inversión para quienes no tengan exposición al activo, o tengan una exposición baja al mismo.

El volumen de emisiones en el mercado primario de Senior Loans en Europa fue de €15.1 Bn en el mes de julio y de €87.7 Bn en lo que llevamos de año; y de este volumen, en julio un 40% han sido nuevas emisiones para la financiación de fusiones y adquisiciones (“Acquisition Finance”), y a lo largo del año representan un 32%.

La volatilidad en los mercados de renta variable y el aumento de los tipos de interés ha supuesto que se ralenticen las operaciones de Private Equity (por ampliación del diferencial del precio que el vendedor pide y lo que el comprador quiere pagar), y eso está suponiendo a su vez una ralentización de amortizaciones y emisiones de primario en el mercado de Senior Loans para la financiación de los mismos.

Durante el mes de julio, el volumen de operaciones del fondo fue de €220 millones. El volumen de compras fue de €113 millones (6.0% del NAV), de los cuales €47 millones

(2.5% del NAV) fueron compras en secundario y €66 millones (3.5% del NAV) fueron compras en el mercado primario, y €107 millones (5.7% del NAV) fueron ventas.

Las operaciones más destacadas realizadas por el fondo durante el mes fueron:

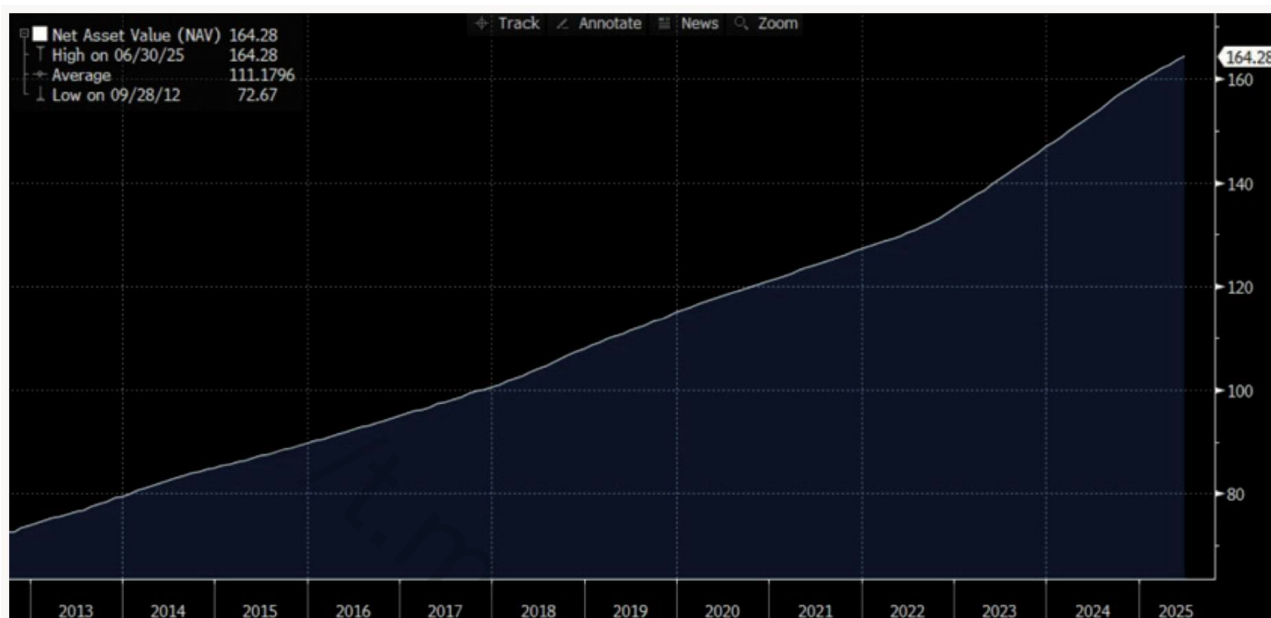
- **Walgreens Boots Alliance** – Primario – Compra de €10 millones (0.5% del NAV). Walgreens Boots Alliance (WBA) es una empresa estadounidense, con sede en Deerfield, Illinois y propietaria de las cadenas de farmacias minoristas Walgreens y Boots, así como de otras empresas de fabricación y distribución de productos farmacéuticos. La compra en 2014 de la europea Alliance Boots por parte de Walgreens le convirtió en uno de los mayores grupos del mundo en este ámbito. Cotiza en el Dow Jones y el S&P500 con una capitalización bursátil de más de \$ 10 Bn. Ingresos y EBITDA últimos 12 meses: €24.5 Bn y €1.1 Bn, respectivamente. Precio de compra 99.5, Euribor + 350. Rating B+.

- **Minimax Viking Group** – Secundario – Compra de €8.0 millones (0.4% del NAV). Minimax Viking, con sede en Alemania, es una de las empresas líderes a nivel mundial en protección contra incendios. Se formó en 2009 mediante la fusión de dos compañías con gran trayectoria en el sector: Minimax, fundada en 1902 en Alemania, y Viking, con sede en EEUU, especializada en sistemas de rociadores y de supresión de incendios. Las principales líneas de negocio de la empresa son: i) productos de protección contra incendios; ii) desarrollo de sistemas, gestión de proyectos, instalación y mantenimiento; iii) servicios para riesgos industriales y especiales; y iv) integración de sistemas. Viking tiene más de 10.500 empleados y tiene presencia en Europa, América y Asia. Ingresos y EBITDA últimos 12 meses: €2.6 Bn y €396 MM, respectivamente. Precio de compra 100.3, Euribor + 250. Rating B+.

La gestión del fondo, como saben, está centrada en invertir en préstamos Senior Secured 1st Lien de grandes compañías, con un claro sesgo hacia máxima calidad y retornos absolutos.

Listado de fondos adicionales

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #22 - Horizon Capital Fund



Fuente: Bloomberg

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

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

Es **un fondo muy bueno y muy protegido**, sobre todo porque tiene el colateral, el valor del colateral es mayor que el valor del préstamo. La historia de la gestora es tremendamente interesante. Lo que más nos gusta de este perfil de fondos es analizar el

subyacente, entenderlo, reunirnos con ellos como si fueran una empresa, como si estuviéramos analizando una empresa, pero aquí lo que analizamos es el proceso.

Fondo de **Deuda Privada** de nicho. En este caso, se trata de *trade finance*: **préstamos de plazo corto para la exportación-importación de materias primas**, siendo la mercancía el colateral de los préstamos. En el caso concreto de Horizon Capital Fund, sólo financia el transporte de mercancías no perecederas y fácilmente liquidables (vendibles), **como acero, petróleo o grano**. Como elemento de protección, el valor del colateral, en el momento de la financiación, es superior al menos en un 10% al importe prestado.

HORIZON CAPITAL

FUND STRATEGY

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

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

%	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD Perf.
2012										0.13	0.73	0.79	1.66%
2013	0.62	0.60	0.66	0.42	0.53	0.56	0.51	0.71	0.65	0.71	0.74	0.56	7.52%
2014	0.57	0.70	0.60	0.57	0.66	0.51	0.59	0.59	0.56	0.43	0.48	0.41	-6.86%
2015	0.34	0.41	0.45	0.37	0.51	0.51	0.33	0.51	0.48	0.49	0.52	0.55	5.60%
2016	0.45	0.36	0.53	0.53	0.41	0.54	0.46	0.39	0.34	0.53	0.56	0.54	5.80%
2017	0.47	0.43	0.37	0.47	0.58	0.40	0.37	0.62	0.61	0.50	0.33	0.52**	5.87%
2018	0.48	0.51	0.62	0.52	0.58	0.62	0.63	0.68	0.60	0.71	0.60	0.55	7.34%
2019	0.58	0.54	0.53	0.45	0.52	0.52	0.51	0.52	0.52	0.55	0.51	0.57	6.51%
2020	0.49	0.48	0.51	0.49	0.41	0.40	0.39	0.40	0.41	0.41	0.40	0.40	5.32%
2021	0.40	0.39	0.44	0.44	0.41	0.41	0.40	0.41	0.41	0.43	0.41	0.42	5.08%
2022	0.37	0.35	0.41	0.43	0.42	0.45	0.47	0.50	0.54	0.60	0.65	0.68	6.93%
2023	0.70	0.67	0.70	0.68	0.75	0.73	0.73	0.72	0.71	0.72	0.68	0.69	8.82%
2024	0.71	0.68	0.71	0.67	0.73	0.70	0.71	0.75	0.68	0.65	0.65	0.60	8.56%
2025	0.52	0.54	0.50	0.50	0.54	0.50	0.53						3.69%

*Past performance does not predict future returns
**Migration from the GMS Sovereign Plus Fund in the Horizon Capital Fund – European Trade Finance – Sub-Fund 1.

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

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

* Past performance does not predict future returns

PERFORMANCE GRAPH SINCE INCEPTION OF THE STRATEGY*

RISK MANAGEMENT

Synthetic Risk Indicator (SRI)⁽¹⁾:

1

2

3

4

5

6

7

Lower risk → Higher risk

Lower potential yield → More potential yield

FUND CHARACTERISTICS

Legal form: SICAV-RAIF Luxembourg

Recommended investment horizon: 5 years

Fund currencies: EUR - USD

Share class currencies: EUR - USD - CHF - GBP - JPY

Strategy inception date: September 2012

Investment advisory fee: 1.59% p.a

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

Subscription: Monthly

Redemption: Monthly with 90 days notice

Minimum investment (EUR): 100'000 (or equivalent in USD, GBP, CHF & JPY)

SFDR: Article 8

SERVICE PROVIDERS

Investment advisor: Horizon Capital AG

Trade administrator: SCCF SA

AIFM: Funds Avenue SA

Auditor: PwC Luxembourg

Administrator: Bolder Luxembourg SA

Legal advisor: Elvinger Hoss Prussen SA

Depositary Bank: Creand, Banque de Patrimoines Privés (Luxembourg)

MAIN RISKS⁽²⁾

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

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #23 - Driehaus US Micro Cap

	1 month	3 months	YTD	1 Yr	3 Yrs Ann.	5 Yrs Ann.
Fund	3.1%	19.1%	-1.6%	8.4%	12.3%	12.6%
Primary Benchmark	2.9%	21.3%	2.3%	12.5%	8.5%	5.2%
+/-	+0.2%	-2.2%	-3.9%	-4.1%	+3.8%	+7.4%

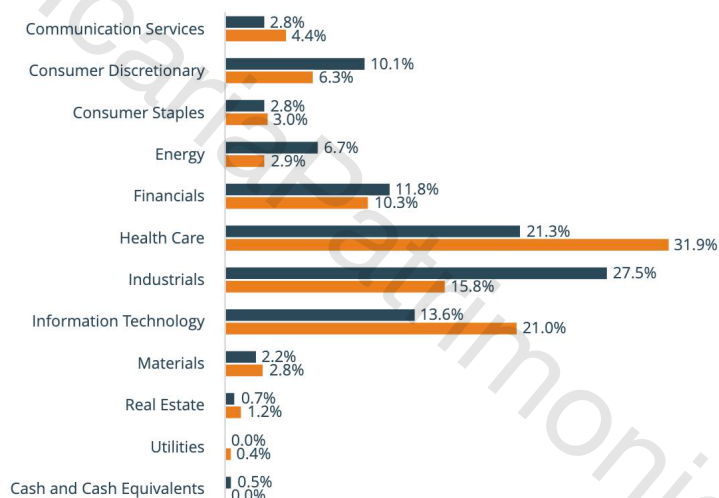


Top 10 Holdings

Construction Partners Inc Class A	2.9%
VSE Corp	2.5%
Dave Inc	2.4%
Centrus Energy Corp Class A	1.8%
Porch Group Inc Ordinary Shares - Class A	1.7%
Eos Energy Enterprises Inc Ordinary Shares Class A	1.7%
Argan Inc	1.6%
Arlo Technologies Inc	1.6%
Crinetix Pharmaceuticals Inc	1.6%
Core Scientific Inc Ordinary Shares - New	1.5%
Total of Top 10	19.3%

Source: Morningstar, as of 30.06.2025

Sector Weights



Historical Monthly Returns - Net of fees

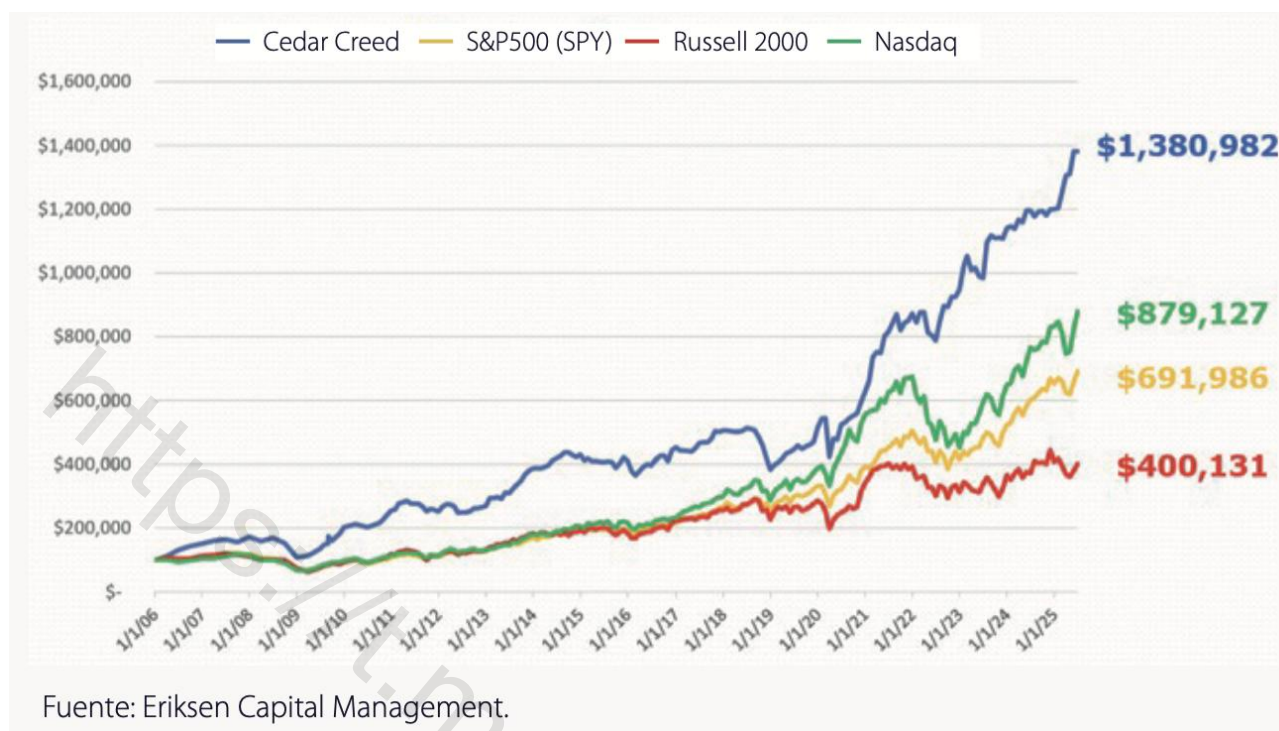
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	Year	Primary Benchmark Year
2017	0.9%	0.3%	0.1%	0.9%	1.9%	5.4%	0.9%	1.4%	6.3%	1.2%	3.1%	0.0%	24.7%	13.2%
2018	3.2%	-0.1%	1.8%	0.6%	13.5%	2.1%	-0.8%	14.7%	-2.2%	-13.0%	-1.7%	-10.7%	3.9%	-14.2%
2019	12.4%	8.5%	0.1%	1.5%	-2.4%	7.9%	0.0%	-2.9%	-7.9%	4.9%	6.2%	4.6%	36.0%	23.3%
2020	-0.6%	-2.9%	-21.6%	17.9%	17.7%	11.6%	5.6%	8.0%	-0.7%	1.7%	21.8%	12.9%	85.6%	40.1%
2021	9.3%	8.0%	-4.5%	2.3%	-0.4%	5.1%	-5.0%	4.4%	-2.9%	7.9%	-1.9%	1.0%	24.2%	0.9%
2022	-20.5%	-0.1%	-0.6%	-12.1%	-3.8%	-8.1%	11.9%	4.5%	-7.1%	9.8%	-3.1%	-5.7%	-33.1%	-29.8%
2023	7.3%	-1.1%	-3.9%	-0.3%	2.1%	7.4%	3.5%	-4.3%	-6.6%	-9.2%	8.5%	10.7%	12.5%	9.1%
2024	1.2%	8.8%	4.2%	-6.6%	9.0%	-1.9%	4.0%	1.0%	3.0%	0.5%	14.9%	-8.3%	31.3%	21.9%
2025	-2.0%	-7.7%	-10.0%	1.5%	7.8%	7.3%	3.1%						-1.6%	2.3%

Source: Morningstar, as of 31.07.2025

Fundado en 2017, mínimo de inversión de 1 millón. **Rentabilidad del 12,6% anualizada, frente al 5,2% de su benchmark.** Aquí vemos también sus 10 principales posiciones, y su peso por sectores. Finalmente, sus rentabilidades mensuales, netas de comisiones. Unos números, impresionantes.

El objetivo de inversión del Fondo es lograr un crecimiento del capital a largo plazo. El subgestor de inversiones del Fondo, Driehaus Capital Management LLC, es una Boutique de gestión de activos con sede en Chicago. La empresa se fundó en 1982 y **cuenta con 21.400 millones en activos bajo gestión.** La estrategia invierte principalmente en **empresas estadounidenses de microcapitalización** con buen potencial de crecimiento y con una capitalización bursátil en el momento de la inversión similar a la de las empresas incluidas en el índice Russell Microcap® Growth Index. Las decisiones de inversión se basan en la creencia de que las empresas fundamentalmente sólidas tienen más probabilidades de generar un fuerte crecimiento de los beneficios de forma sostenida y de experimentar revisiones positivas de los beneficios. Las decisiones de inversión implican evaluar la posición competitiva de una empresa, la dinámica del sector, identificar los posibles catalizadores de crecimiento y evaluar la situación financiera de la empresa en cuestión.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #24 - Cedar Creek



	Q2 '25	Q1 '25	'25YTD	Inception	Ave. Annual
Cedar Creek	5.8%	8.7%	15.1%	1,281.0%	14.4%
NASDAQ	17.7%	-10.4%	5.5%	779.1%	11.8%
S&P 500 (SPY)	10.8%	-4.3%	6.1%	592.0%	10.4%
DJIA (DIA)	5.4%	-1.0%	4.4%	524.0%	9.9%
Russell 2000	8.5%	-9.5%	-1.8%	300.1%	7.4%
Russell Microcap	15.5%	-14.4%	-1.1%	214.4%	6.1%

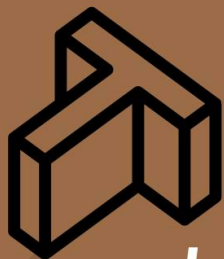
* fund inception January 15, 2006. Index Returns as reported on Yahoo! Finance, Morningstar, Dow Jones and Russell.

La rentabilidad media anual de Cedar Creek a lo largo de sus 20 años de historia es del 14,45 % neto de comisiones y gastos, por lo que supera ampliamente a todos los índices con los que se comparan. La rentabilidad acumulada desde el inicio de Cedar Creek fue del 1281 % neto de comisiones y gastos. Eso significa que \$100.000 invertidos en el fondo en su creación, en enero de 2006, habrían crecido hasta alcanzar los \$1.380.992

Las participaciones del fondo tienen precios increíblemente atractivos. A finales de junio de 2025, las participaciones del fondo se negociaban a 8,4 veces su estimación de beneficios para el próximo año y a 6,8 veces los beneficios esperados netos de efectivo en los respectivos negocios. El múltiplo de beneficios acumulados fue de 10,7 veces.

Listado de fondos adicionales

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #25 - Tactile Fund



TACTILE FUND

Invest in the real world.

Tactile Fund makes long-term investments in companies with extraordinary physical assets that will stand the test of time.

Focused on Timeless Assets

Human needs, like food and shelter.
Human wants, like luxury and leisure.
And the industry and infrastructure that support each.

With Exceptional Qualities

Durability through economic cycles.
Permanent competitive advantages.
Products and services that have no substitutes.

Tactile seeks to deliver robust returns and to protect against the risks of inflation and accelerating technological change.

Tactile Fund is diversified among industries and geographies.

Portfolio turnover is minimal, providing a highly tax efficient experience for limited partners.

Tactile Fund invests in little-known, high quality companies before they are discovered by the market.

Tactile Fund is open to accredited investors today.

To invest or to learn more, please reach out at info@tactilefund.com.

Or, visit our website at tactilefund.com.



Tactile Fund's general partner and investment manager is Alluvial Capital Management, LLC. Alluvial is a FINRA-registered investment advisor located in Sewickley, Pennsylvania. Founded in 2014, Alluvial manages over \$80 million in client assets.

Tactile Fund es un fondo lanzado recientemente por Alluvial, la gestora de Dave Waters, especializado en la inversión en micro y small caps.

Tactile Fund comenzó su andadura el 7 de enero de 2025, con 6,3 millones de dólares.

Disclaimer; (las siguientes dos capturas, pertenecen a Alluvial Fund, el otro fondo de la gestora, ya que Tactile aún no tiene histórico suficiente)

MONTHLY PERFORMANCE

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2025	4.0	2.9	-0.5	2.3	3.7	2.2	5.0						21.4
2024	4.4	0.1	1.6	-0.2	4.1	0.0	3.4	0.8	0.5	-2.4	3.4	-0.3	16.4
2023	5.9	-1.9	-0.2	4.3	1.2	3.3	5.0	-2.6	-3.3	-2.7	0.9	5.1	15.1
2022	-5.7	-3.6	1.9	-1.8	-1.6	-6.8	2.9	3.2	-7.8	3.9	2.3	-2.0	-14.9
2021	-0.7	9.1	3.7	1.4	5.4	0.1	2.3	3.1	2.8	-2.1	0.5	2.1	31.0
2020	5.1	-3.9	-18.5	9.4	1.9	3.0	7.6	4.8	2.1	-0.2	13.1	4.6	28.4
2019	4.8	0.3	2.5	2.6	0.1	3.2	-0.9	-0.2	-0.9	3.2	-0.9	3.4	18.4
2018	4.4	-1.0	-0.7	1.0	-0.3	-1.4	1.3	1.1	0.8	-6.0	-4.0	-4.1	-9.0
2017	2.2	1.9	0.9	2.9	3.5	0.6	3.5	0.9	2.9	1.0	3.2	2.8	29.6

TABLE I: Alluvial Fund LP Returns (%) as of June 30, 2025

	YTD	2024	2023	2022	2021	Cumul.	Annual.
Alluvial Fund LP NET	15.6	16.4	15.1	-14.9	31.0	209.6	14.2
Russell MicroCap TR	-1.1	13.7	9.3	-22.0	19.3	66.8	6.2
Russell 2000 TR	-1.8	11.5	16.9	-20.4	14.8	79.4	7.1
MSCI World Sm+MicroCap NR	7.9	8.0	15.1	-19.1	15.8	94.3	8.1

Partnership began operations 01/01/2017

El track record del fondo Alluvial (hermano de Tactile) es impresionante. En un mundo donde la deuda gubernamental está en máximos históricos y existe el riesgo de una fuerte devaluación monetaria, cobran especial importancia los **activos reales**, y ésta es la temática del Tactile Fund.

Se espera un comportamiento estable y defensivo. Respecto a por qué, si el fondo Alluvial original tiene un excelente track-record, no está dentro de **Icaria Patrimonio FIL**, es porque actualmente está cerrado a nuevos inversores. Es algo habitual en fondos de autor independientes, que invierten en Small y Micro-Caps; no quieren hacerse demasiado grandes, porque eso dificulta la implementación de su estrategia. Sin

embargo, Dave Waters ha comunicado recientemente que piensa abrir un poco la mano y permitir la entrada de nuevo capital.

Volviendo a Tactile Fund; **invierte en empresas que poseen activos físicos que generan rendimientos elevados y duraderos sobre el capital.**

Con respecto a su estructura de cartera, **tiene entre 40 y 50 posiciones.** Una vez adquiridas, las posiciones se consideran permanentes, salvo que cambie su carácter económico o que sus rendimientos previstos caigan a niveles inaceptables. Esta baja rotación permite a Tactile ser eficiente desde el punto de vista fiscal y que el valor económico a largo plazo generado por las participaciones de la cartera se acumule para los socios.

Las 40-50 inversiones de Tactile Fund provienen de tres categorías, cada una de las cuales cubre alguna necesidad o deseo humano inmutable.

Alimentación, agua y vivienda; por encima de todo, las personas deben satisfacer estas necesidades básicas. **Lujo y ocio;** el deseo humano de relajarse, entretenerse, sentirse bien y ser querido y admirado es atemporal. **Industria e infraestructura;** nada de lo anterior es posible sin la fabricación, la distribución, el transporte, las comunicaciones y el almacenamiento.

Las inversiones de Tactile Fund deben ser duraderas, **capaces de generar beneficios y flujo de caja libre durante décadas, en una amplia variedad de condiciones económicas.** Deben derivar su valor de activos físicos extraordinarios. No de marcas, que pueden perder popularidad. No de software o algoritmos, que pueden perder frente al software o los algoritmos mejores de la competencia. Solo de **activos físicos excepcionales que no se pueden duplicar.** Las participaciones pueden ser baratas debido a su desconocimiento, a las barreras para su adquisición o a la infravaloración o el cortoplacismo de los inversores. Y no baratas en general, sino activos de alta calidad a buenos precios.

Ejemplos de compañías; Ricegrowers Limited, Australia, SkiStar AB, Suecia. Conrad Industries, Inc, Estados Unidos.

Tactile Fund es global e invierte en mercados desarrollados de todo el mundo. La rotación de la cartera es extremadamente baja. **Una vez adquiridos, los activos se mantendrán indefinidamente**, a menos que cambien las condiciones económicas subyacentes o la valoración se vuelva excesivamente elevada.

Objetivos de rendimiento; **Tactile Fund tiene como objetivo obtener una rentabilidad neta para los inversores de dos dígitos a lo largo de ciclos de mercado completos, con una volatilidad inferior a la del mercado.** Sus posiciones diversificadas se podrían considerar "pólizas de seguro" contra la inflación/depreciación de la moneda.

La comisión de gestión de Tactile Fund LP es del 1,25 % anual. Los primeros 10 millones de dólares en compromisos son participaciones de la «clase fundadora», con una comisión de gestión del 1,00 %. **Inversión mínima de 250.000 dólares, con un tamaño de fondo previsto de 50 millones.**

Tactile Fund cuenta con un largo periodo de lock-up, para permitir al gestor realizar inversiones a largo plazo. Los compromisos del fondo tienen periodos de lock-up de 5 años. Los socios comanditarios tienen derecho a rescatar el 10 % de su saldo de capital anualmente y la totalidad del saldo al final de cada periodo de 5 años.

Página oficial de Tactile Fund;

<https://tactilefund.com/about/>

Substack oficial de Tactile Fund, donde irá apareciendo toda la información actualizada;

<https://tactilefund.substack.com/>

Comentario de Alluvial Fund (julio 2025)

<https://hedgefundalpha.com/investor-letters/alluvial-fund-july-2025/>

Comentario del segundo trimestre, con información interesante sobre algunas de las posiciones de Tactile Fund;

<https://tactilefund.substack.com/p/tactile-fund-lp-second-quarter-update>

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #26 - Nombre sin desvelar



Nuevo fondo de Deuda Privada en trámite para incorporar a **Icaria Patrimonio FIL**, a finales de octubre de 2025.

Métricas espectaculares; Un CAGR del 10% en dólares (aproximadamente 8% en euros) desde octubre de 2011. Una volatilidad del 4,5% con una máxima caída histórica de sólo el 7,3%. Todo ello para sumar un Sharpe del 2,27. Unos números, descomunales.

Icaria Patrimonio FIL - Fondo #27 - BlueOrchard Microfinance Fund

PERFORMANCE HISTORY



*As this share class was launched in October 2013, there is no prior performance track record. A simulated performance history for the share class is displayed for illustrative purposes and calculated using realized gross performance of Class P Shares, net of current fees for Class I Shares. From November 2013 effective net performance of Class I Shares.

**USD LIBOR/SOFR 6 months is used for illustrative purposes only and is not the official benchmark of the fund. The Investment Manager invests on a discretionary basis and is not limited to investing in accordance with the composition of any benchmark.

PERFORMANCE**

Net Asset Value (NAV) in USD	3,067,483,742			
	USD	EUR*	CHF*	JPY*
Share Value (Class I Shares)	16,653.94	13,693.29	12,385.86	1,545,546.10
Monthly return	0.47%	0.28%	0.11%	0.14%
Return on investment YTD	4.72%	3.07%	1.36%	1.56%
Since inception (annualized)	4.37%	2.67%	1.81%	1.57%
Since inception (total return)	66.54%	36.93%	23.86%	3.04%
Inception date Class I	Oct 13	Oct 13	Oct 13	Oct 23

*Exchange rate changes may cause the value of investments to fall as well as rise.

**Performance is measured as per development of NAV per share class.

MONTHLY PERFORMANCE

	Oct 24	Nov 24	Dec 24	Jan 25	Feb 25	Mar 25	Apr 25	May 25	Jun 25	Jul 25	Aug 25	Sep 25
USD share class	0.42%	0.48%	0.56%	0.58%	0.52%	0.53%	0.48%	0.58%	0.48%	0.56%	0.42%	0.47%
EUR share class*	0.30%	0.36%	0.42%	0.44%	0.39%	0.38%	0.32%	0.39%	0.28%	0.34%	0.21%	0.28%
CHF share class*	0.06%	0.17%	0.19%	0.19%	0.21%	0.20%	0.13%	0.20%	0.10%	0.15%	0.05%	0.11%
JPY share class*	-0.04%	0.08%	0.14%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%	0.24%	0.15%	0.19%	0.08%	0.14%

* Hedged against USD. Exchange rate changes may cause the value of investments to fall as well as rise.

ANNUAL PERFORMANCE

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
USD share class	3.87%	3.76%	4.02%	4.67%	5.82%	2.37%	2.58%	2.77%	6.45%	6.64%
USD LIBOR/SOFR 6M***	0.49%	1.06%	1.47%	2.50%	2.32%	0.69%	0.20%	2.83%	5.20%	4.96%
EUR share class	3.30%	2.35%	1.75%	1.68%	2.73%	0.94%	1.75%	0.71%	4.27%	4.98%
EUR LIBOR/ESTR 6M**	0.05%	-0.17%	-0.28%	-0.32%	-0.36%	-0.38%	-0.54%	0.56%	3.54%	3.35%
CHF share class	2.28%	1.74%	1.41%	1.35%	2.32%	0.61%	1.52%	0.36%	2.25%	2.37%
CHF LIBOR/SARON 6M**	-0.68%	-0.67%	-0.66%	-0.66%	-0.68%	-0.66%	-0.72%	0.06%	1.64%	1.06%
JPY share class*	3.70%	3.12%	2.76%	2.55%	3.39%	1.76%	2.23%	0.68%	1.00%	1.16%
ICE BofA Japan T-bill ind.	-0.01%	-0.17%	-0.21%	-0.16%	-0.20%	-0.16%	-0.12%	-0.13%	-0.16%	-0.06%

*As this share class was launched in October 2023, there is no prior performance track record. A simulated performance history is displayed for illustrative purposes and calculated using realized gross performance of Class I USD Shares, net of extrapolated cost of hedging by considering the interest rate differential between USD and JPY observed at each NAV date. From November 2023 effective net performance of JPY Share Class. Exchange rate changes may cause the value of investments to fall as well as rise.

**Index change effective as of 01.01.2022 (until 31.12.2021: LIBOR 6 months).

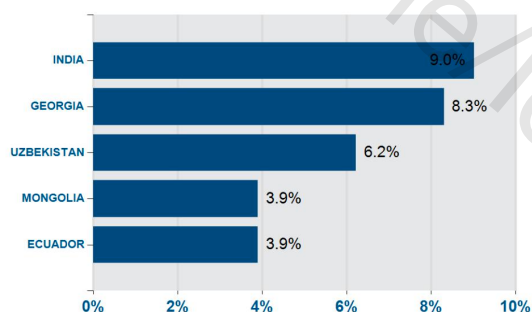
***Index change effective as of 01.01.2023 (until 31.12.2022: LIBOR 6 months).

SHARE CLASS STATISTICS*

Annualized return	4.37%
Average monthly return	0.36%
Best month (Jul 2024)	0.69%
Worst month (Mar 2020)	-0.01%
Volatility	0.49
Sharpe Ratio (risk-free rate of 2%)	4.97
Correlation with MSCI World**	0.18
Correlation with JPM EMBI Global**	0.32
Correlation with 6-month USD Libor/SOFR Index**	0.76

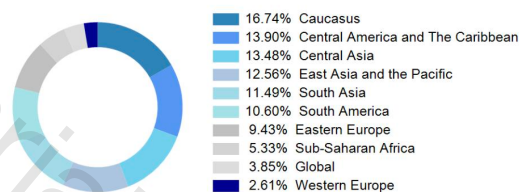
La gestora de Microfinance, más grande del mundo. Histórico desde 1998. Correlación muy baja con el MSCI World. **Volatilidad del 0,49%. Todos los años en positivo. Rentabilidad del 4,37%, superior a un monetario en un 2% de media**, con una curva de rentabilidad prácticamente idéntica. **Perfecto para la parte más conservadora de Icaria Patrimonio FIL.** Incorpora miles de préstamos, por lo que la diversificación es muy elevada. Estos fondos, aunque el deudor en principio es de menor calidad o de menor solvencia que si prestas a compañías, por cómo se estructuran y por las garantías que meten en cada préstamo, al final te dan un retorno mayor por perfil de riesgo de lo que cabría esperar. Si los incentivos están alineados y el trabajo se hace bien, vas a seguir obteniendo lo que necesitas del Crédito Privado, que es una rentabilidad superior a la de los bonos, de riesgo de crédito equivalente y con una menor volatilidad.

TOP 5 COUNTRIES* (AS % OF TOTAL ASSETS)



*Allocations are subject to change in the future.

EXPOSURE BY REGION* (AS % OF FI PORTFOLIO)



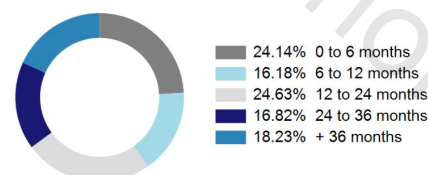
*Exposures are subject to change in the future.

TOP 5 HOLDINGS* (AS % OF TOTAL ASSETS)

PROCREDIT HOLDING	Global	3.67%
TBC BANK	Georgia	2.63%
KMF BANK	Kazakhstan	2.44%
AGRICOVER CREDIT	Romania	2.28%
KHAN BANK	Mongolia	1.95%

*Top Holdings are subject to change in the future.

EXPOSURE BY MATURITY* (AS % OF TOTAL ASSETS)



*Exposures are subject to change in the future.

EXPOSURE BY SECTOR* (AS % OF FI PORTFOLIO)



*Exposures are subject to change in the future.

FI FINANCIAL INDICATORS*

Asset growth (12 months)	11.35%
Portfolio growth (12 months)	11.65%
Return on assets (ROA) (12 months)	1.34%
Return on equity (ROE) (12 months)	11.52%
Portfolio at risk 30 days (PAR 30)	4.16%
Write-offs (12 months)	1.54%
Debt/equity ratio	5.24x

*Data presented are medians across FIs in the portfolio for period ending the 30 June 2025 from unaudited management reports as provided by FIs. Data based on the latest available data in local currency from FIs.