

Master Class en Value School

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



Hoy, para terminar el mes de octubre, tenemos un encuentro con un amigo de la casa que no ha estado tanto en Value School. Se llama Carlos Santiso, ha estado como profesor en varios de los cursos. También estuvo con el curso de Rafael Ortega de diversificación estructural y ha dado varias conferencias, pero muy poquitas veces ha estado aquí en el escenario. Creo que es la primera, fuera de aquella clase que diste en directo para el curso de opciones, es la primera vez que viene a la sede de Value School y nos alegra mucho. Si no conocéis a Carlos, os diría que Carlos Santiso es gestor senior en Andbank Wealth Management, donde gestiona junto con Rafael Ortega el fondo MyInvestor Cartera Permanente.

Además, Carlos Santiso es consejero en varios Family-Office de España, para los que lleva una década invirtiendo en estrategias alternativas. Hoy regresa a Value School para presentaros una cartera de inversión inspirada en antiguos principios del Talmud, adaptados a las finanzas modernas. Pero además de su labor como gestor, Carlos también es profesor por vocación. Es docente en programas de maestría en el IEB y en OMMA. Además, como digo, para Value School ha impartido y creado dos cursos. Pues mira, como has preparado una presentación sobre invertir como Harvard. Vamos a hablar del planteamiento de la inversión como un *endowment* con múltiples activos, una cartera muy diversificada. Eso viene derivado del enfoque endowment, que se hizo muy famoso

hace muchos años, sobre todo por el endowment de la universidad de Yale. Vamos a ver una filosofía de inversión que aplican, principalmente, los *endowments*, *Family-Office* o muchos fondos soberanos a nivel mundial. Eso no significa que, por el hecho de que lo apliquen grandes inversores, sea una filosofía mejor que otras. Simplemente es una filosofía diferente que tiene una serie de características únicas.

Siempre que hablo de activos de inversión, me gusta enumerar las principales ventajas y desventajas de la forma más objetiva posible, porque como siempre digo, no existe ningún tipo de inversión que sea el santo grial. Si existiese eso, pues todos los flujos de los inversores irían destinados a esa inversión y dejaría de ser interesante. Lo que tenemos son diferentes posibilidades en el mundo de la inversión, que se adaptan a diferentes perfiles.

El concepto de “mercados privados” suena algo más complejo, más exótico. Recuerda un poco a lo que sucedió cuando empezó a sonar el runrún del Bitcoin, y posiblemente lo que sucedió cuando llegó la gestión pasiva a España, que llegó muchísimos años después de que fuese muy popular en Estados Unidos. Mi impresión es que, cuando llega algo nuevo que se desconoce, la mayoría de personas que no tienen conocimiento sobre esa materia, les genera un rechazo inicial, porque les saca de su zona de confort. Y requiere profundizar, requiere aprender, que es lo que durante muchos años se vino diciendo sobre Bitcoin, cuando estaba en 5.000 €, 10.000 €, se hablaba de que había que hacer los deberes. Y la realidad es que años después se materializa que realmente había que hacerlo. Tiene muchas implicaciones macroeconómicas detrás. Yo creo que aquí sucede lo mismo.

Los mercados privados son un área de la inversión tremendamente interesante, no por el hecho de que los grandes inversores los utilicen, sino por las características que tienen. Al final, el enfoque *endowment* podemos resumirlo en algo que ya hace siglos decía el Talmud, que es una persona debe dividir su dinero en tres partes, tierras, negocios y dinero. Si trasladamos eso a la actualidad; dinero sería Deuda Privada y deuda cotizada.

Los inicios de la diversificación

Hace siglos el Talmud nos decía

"Una persona debe dividir su dinero en tres partes"

- 1) Tierras
- 2) Negocios (comercio)
- 3) Dinero

Trasladado a hoy:

Deuda Privada – Deuda Cotizada

Empresas privadas – Empresas cotizadas

Real Estate en directo

Infraestructuras en directo

El dinero en sí es una promesa de pago, es el equivalente por lo que podríamos trasladarlo directamente ahí. Si hablamos de negocios, si hablamos de comercios, pues podemos trasladarnos a los mercados cotizados, es decir, la bolsa y a los mercados privados. No nos olvidemos de que gran parte de las empresas que existen, de hecho en número son la mayoría, son empresas privadas, sean grandes, pequeñas, o startups. Empresas como Rolex, la propia Lego, muchas empresas de altísima calidad, no cotizan, son empresas privadas. Y ahí es donde entraría lo que se denomina Private Equity.

Luego, cuando decidimos invertir en inmobiliario, que en España es tan común, mucha gente decide intentar comprar un apartamento para reformarlo y alquilarlo, una propiedad o equivalente, con todos los costes asociados que conlleva, quien haya estado ahí los conoce sobradamente. Pero existen formas de invertir en inmobiliario sin tener que sufrir todas esas cargas impositivas redundantes que reducen enormemente la rentabilidad, sin ya incidir en lo que conlleva tener que gestionar los inmuebles, con todas las circunstancias que pueden darse, incluyendo circunstancias jurídicas.

Real Estate en directo sería invertir en inmobiliario en un portfolio de Real Estate directamente en las propiedades, como si fueran tuyas. Tú tienes una parte proporcional, y eso nos lo otorgan los activos privados. Y, por último, infraestructuras en directo, infraestructuras de gas, de petróleo, de energía eólica, renovables, etcétera. Es algo imprescindible para el ciudadano, para la evolución de los países, es algo que acapara

flujos pero que ni siquiera son suficientes si es una temática de inversión. En mi opinión es imprescindible en las carteras diversificadas, porque cada día son más necesarias, cada día se destinan más recursos y tienen un perfil defensivo que apoya muy bien las carteras. Infraestructuras que ya están en marcha y tienen contratos a 20 años vista ligados a inflación.

Parece muy complejo, pero en realidad es simplemente sentido común. A mí si me permitiesen dividir mi patrimonio en diferentes partes, lo invertiría así. De hecho, destino gran parte de mi patrimonio de este modo.

¿Y por qué hacerlo así y no directamente en renta variable? Es muy atractivo a día de hoy invertir en renta variable. cuando estamos en uno de los periodos en los que los índices lo han hecho mejor que nunca en la historia. Me acuerdo cuando hacía los estudios para la publicación de mi libro, que la renta variable desde el año 1973 había dado una rentabilidad anualizada del 9%. Y ahora mismo, debido a lo que ha sucedido tras el año 2020, que hemos tenido un rendimiento muy por encima de lo normal, ya no estamos en ese 9% y estamos en torno a un 13%, pongamos, ¿no? ¿Significa esto que 50 años de muestra pierden validez y la rentabilidad anualizada a futuro que podemos esperar a partir de ahora es del 13%? En mi opinión, rotundamente no.

Y lo que ha sucedido a lo largo de la historia es que periodos de rentabilidades por encima de lo normal dentro de la muestra estadística, vienen a posteriori rentabilidades por debajo de la muestra. Por eso muchas veces se dice que los siguientes 10 años del MSCI World probablemente estén, estadísticamente, por debajo de la media histórica, porque es sentido común.

Y por los múltiplos a los que cotizan los índices, que es un hecho también objetivo. No olvidemos que el múltiplo a pesar de ser algo matemático en sí, es sentido común. Es el valor de una compañía, y todo tiene un precio, igual que cuando nosotros vamos a comprar un coche o un inmueble, las empresas exactamente igual. Hoy en día ese precio en los principales índices, como por ejemplo el S&P500, está en el rango más elevado de su historia. Es decir, hoy en día comprar una empresa que pertenece al SP500 y compramos el índice agregado es muchísimo más caro de lo que ha sido históricamente.

Me estoy refiriendo a lo que se conoce como reversión a la media.

Al final todo regresa a su media histórica, nada sube permanentemente y menos a esas tasas.

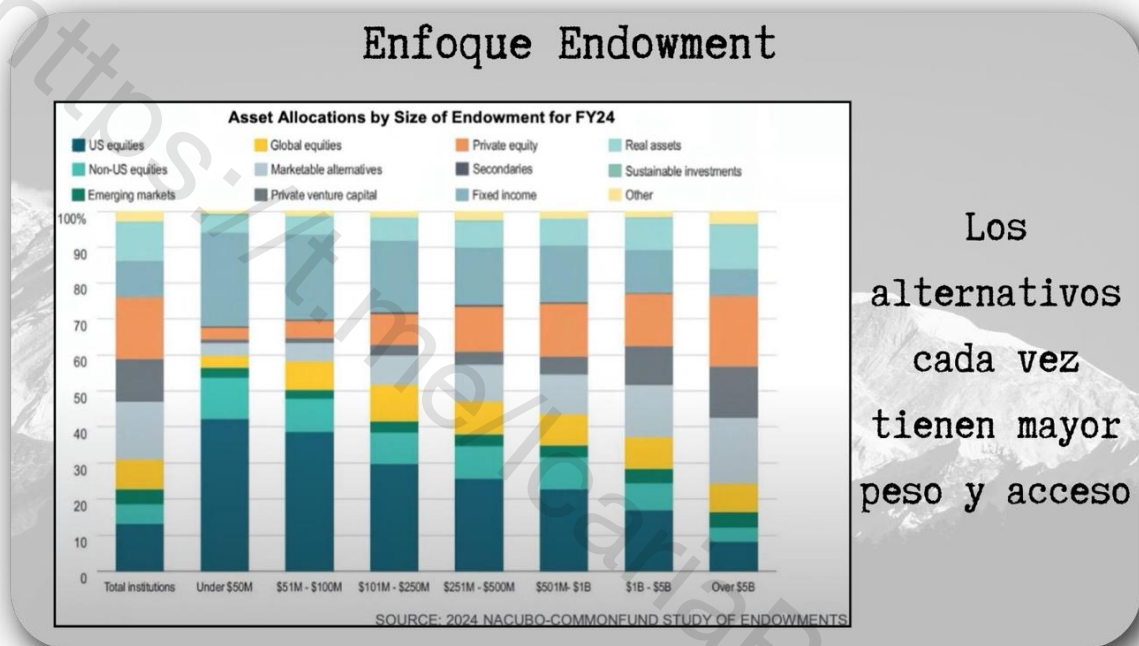
También se podría decir que llevan estando los índices caros durante muchos años y siguen subiendo, básicamente lo que sucedía en el año 2008, para quien no haya visto la película de The Big Short de Michael Burry, pues Burry llevaba short (apostando a una caída del mercado) varios años, recibiendo amenazas de muerte, mientras el mercado seguía subiendo. No significaba que Burry no tuviese razón, sino que el mercado, como bien dicen, puede mantenerse irracional mucho más tiempo de lo que tú puedes permanecer solvente. Así que no hay que cerrar los ojos ante los riesgos del sentido común, que son las valoraciones.



Y para eso pongo este gráfico, que son los drawdowns desde el año 1885, un periodo de tiempo bastante extremo. Vemos como la crisis más severa que se ha vivido en los últimos 100 años, fue la crisis de 1929, donde **cayó la renta variable un 90% prácticamente y tardó 30 años en recuperar.**

Me parece muy interesante trasladarnos al año 1929, no porque crea que va a volver a repetirse, sino porque nos llevaría a que si hubiésemos vivido en esa época y existiese la gestión pasiva, que hoy en día parece que es algo infalible, durante un periodo de 30 años habrías estado perdiendo dinero. El mercado habría tenido que purgar unos excesos, y tuvo que tener un periodo de 30 años para recuperar, que es lo que sucedió

también en la renta variable japonesa hasta hace un par de años, que también tardó 30 años en recuperar. Por ende, si nos exponemos únicamente a un activo, como por ejemplo renta variable, sí que estamos concentrando más nuestra apuesta. Y si vienen mal dadas en ese activo, pues nos podemos ver expuestos a una pérdida del 50% que ocurrió en el año 2000 y en el año 2008. Desde el año 2000, fueron 14 años lo que tardó en recuperarse una inversión en el MSCI World. Y no significaba que el MSCI World hubiese dejado de funcionar, simplemente es el contexto de la sobrevaloración a la que se llegó en ese momento.



Hablaba al principio de los grandes endowments, la forma que tienen de diversificar sus grandes patrimonios, estamos hablando de, a día de hoy, los inversores institucionales más grandes del mundo. Esto no es más que sentido común. Es diversificar el patrimonio en las diferentes partes que veía antes, que es tierras, comercio, negocios y dinero, que es lo que vemos aquí.

Lo que vemos es también que, dependiendo del tamaño de los endowments, destinan más capital a inversión alternativa o mercados privados. Por aclarar, cuando hablamos de endowments, nos referimos también a fondos de planes de pensiones, de funcionarios, de maestros, es decir, grandísimas masas de dinero que se gestionan con un enfoque muy diversificado, tendiendo a tener una parte bastante conservadora, porque al final tienen que dar rentas estables para poder satisfacer compromisos de pago con los pensionistas. En fin, que hablamos de cosas muy probadas y con objetivos muy claros.

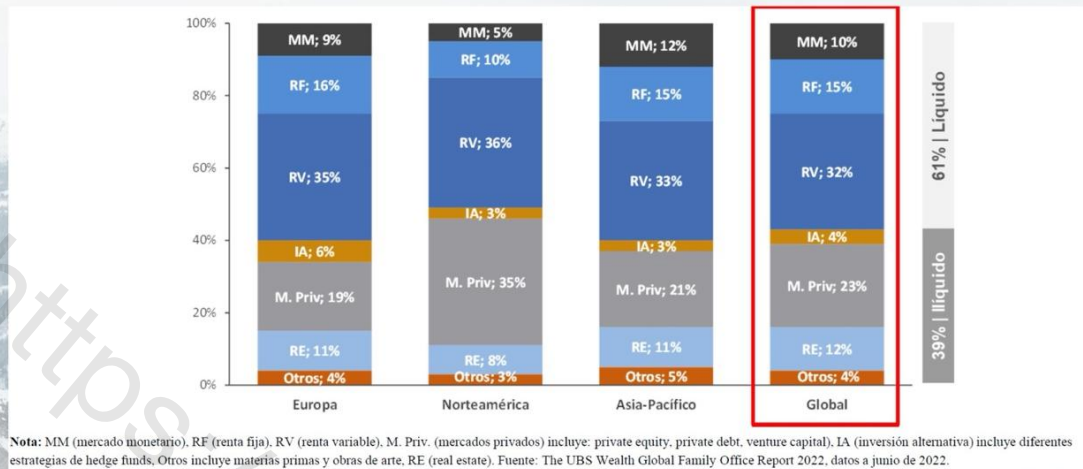
Hay activos conservadores dentro de cada categoría, dentro de infraestructuras o el propio Real Estate, podemos invertir en infraestructuras conservadoras que van a tener una volatilidad muy baja y en una recesión apenas sufran, pero que nos darán una rentabilidad más baja. Y podemos invertir en infraestructuras más arriesgadas, con yields de doble dígito, superiores incluso a las de la renta variable, pero también con una pérdida potencial muchísimo más elevada que las conservadoras. Podemos elegir un abanico gigantesco para adaptarlo a los objetivos que tengamos como inversores.

Enfoque Endowment

	Under \$50 mm	\$51 mm to \$100 mm	\$101 mm to \$250 mm	\$251 mm to \$500 mm	\$501 mm to \$1 Billion	\$1 Billion to \$5 Billion	Over \$5 Billion	Equal- weighted
Cash, deposits and money markets	2.5	3.6	3.0	2.6	3.8	4.4	3.0	3.3
Cash and Equivalents	2.5	3.6	3.0	2.6	3.8	4.4	3.0	3.3
Investment Grade Fixed Income	22.6	18.9	14.1	10.6	8.6	5.7	4.2	13.2
U.S. and Non-U.S. Investment Grade	22.6	18.9	14.1	10.6	8.6	5.7	4.2	13.2
High Yield Fixed Income	0.8	0.9	1.3	1.4	1.2	0.7	0.3	1.0
U.S. and Non-U.S. Non-Investment Grade	0.8	0.9	1.3	1.4	1.2	0.7	0.3	1.0
Public Equity	61.6	58.2	53.1	48.5	45.8	37.1	25.8	49.9
U.S. Equities	44.3	41.5	34.7	30.0	27.2	21.6	13.3	32.7
Developed Non-U.S. Equities	11.9	11.3	12.1	11.3	12.1	9.5	6.6	11.1
Emerging Market Equities	3.8	3.2	3.8	4.0	4.5	4.7	5.2	4.0
Global Public REITS	1.6	2.2	2.5	3.2	2.0	1.3	1.1	2.1
Hedge Funds	3.7	5.9	8.8	9.8	10.6	14.8	17.2	9.2
Multi Strategy Hedge Funds	3.7	5.9	8.8	9.8	10.6	14.8	17.2	9.2
Private Equity	5.7	9.0	14.7	22.4	23.3	29.9	40.8	18.1
Multi Strategy Private Equity	4.5	6.8	10.7	16.3	15.3	15.2	21.0	11.6
Venture Capital	0.6	1.4	2.8	4.5	5.5	11.5	15.0	4.7
Private Energy and Energy Infrastructure	0.4	0.6	0.6	2.2	2.2	3.0	4.8	1.5
Secondaries	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.0	0.3
Other Private Assets	3.1	3.6	4.9	4.9	6.6	7.4	8.7	5.2
Private Real Estate	2.2	2.8	3.5	3.5	4.2	5.2	7.1	3.7
Private Debt	0.9	0.8	1.4	1.4	2.4	2.2	1.6	1.5
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Aquí en vez de ser endowments, son también Family-Office englobados por tamaño. A mayor tamaño, los Family-Office suelen destinar mayor capital a mercados alternativos. Y no es porque los que gestionan más capital sean más listos, sino porque los mínimos son elevados. Históricamente, para entrar en determinados vehículos de mercados privados hacía falta mínimos muy elevados y por eso influye lo que veíamos antes.

Family Offices

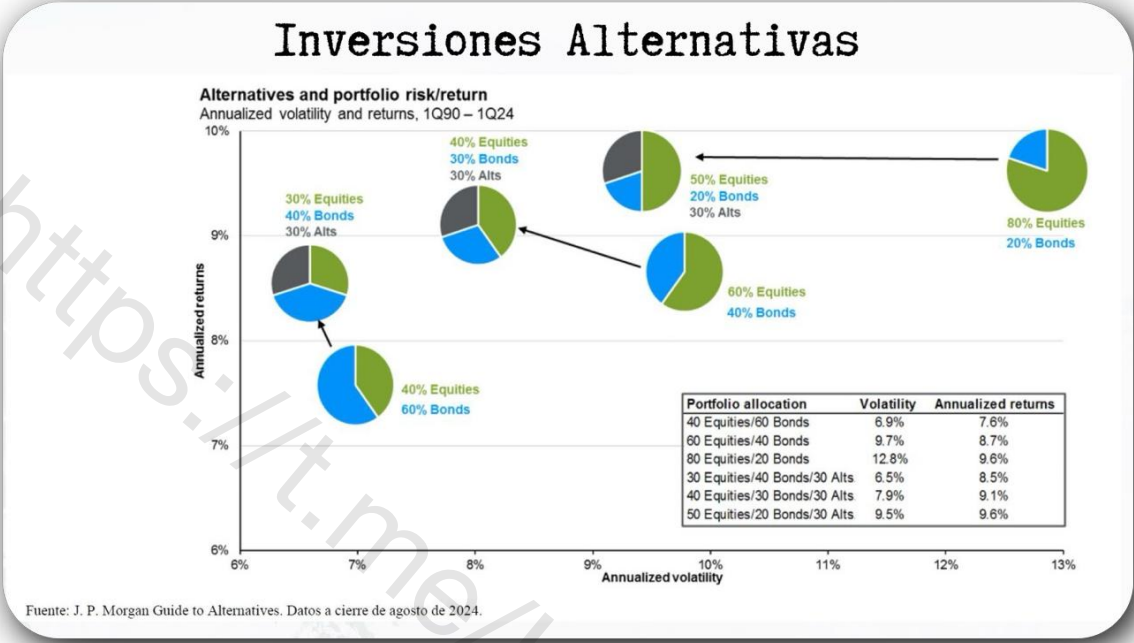


Y aquí para finalizar vemos, dependiendo de la geografía, el *Asset Allocation*, es decir, la diversificación que tienen los Family-Office. Para el que no sepa qué es un Family-Office, es una estructura que se monta para una familia que tiene una empresa muy potente o un patrimonio muy potente, heredado de diversas actividades. Se monta una estructura interna en la que hay un director de inversiones, un equipo de análisis y se analiza con un enfoque como si fuera una gestora, pero dedicada a tiempo completo a esa familia, con el objetivo de que el capital se cuide, se diversifique, se proteja, se rentabilice y pase a futuras generaciones con una estructura muy definida. En teoría, deberían de ser patrimonios que tengan esta estructura organizativa y que tengan más de 100 millones de euros bajo gestión. Como veis aproximadamente un 50% en mercados líquidos como es renta variable y renta fija, y luego un 40-50% en mercados más ilíquidos.

Tradicionalmente un inversor conservador, una de las carteras más populares es la cartera Bogle, que es 60% renta variable y 40% renta fija. Me gusta su simplicidad y me gusta que sea accesible, pero me parece que es demasiada exposición a renta fija gubernamental sin una protección. Para mí, la protección de la renta fija gubernamental es el oro.

Si el mundo en algún momento colapsa por el exceso de deuda o por los déficits estructuralmente altos que hoy en día ya son lo habitual, lo único que te protege de eso es el oro y probablemente el Bitcoin.

Entonces una cartera que solo contiene bonos gubernamentales y renta variable me parece que está totalmente desprotegida. Por eso el enfoque de Cartera Permanente me parecía bastante más apropiado mucho antes de lanzar el fondo, ya cuando estaba escribiendo el libro.



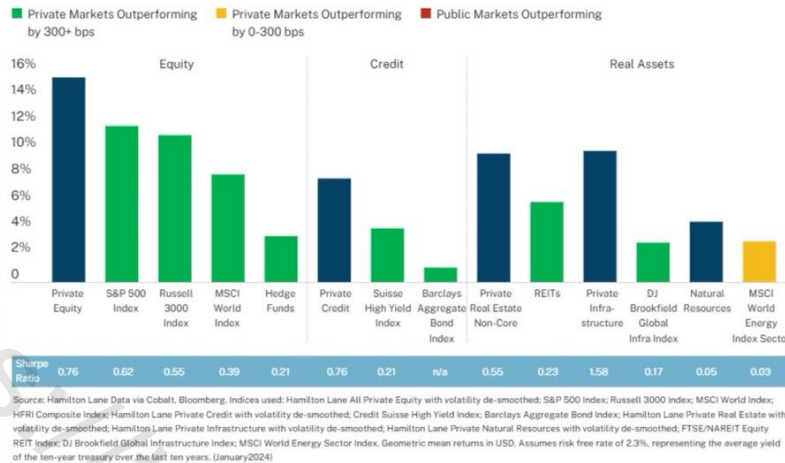
Aquí, una de las alternativas es en vez de tener tanta exposición en bonos, seguir teniendo exposición en bonos, pero también destinar una parte de tu capital a activos alternativos.

Por ejemplo, una cartera, 50% renta variable, con un 20% a bonos gubernamentales y un 30% alternativos, es una cartera que tiene menos volatilidad que una cartera 60-40, 60% acciones y 40% bonos, y que tiene un retorno anualizado superior. Es decir, el binomio rentabilidad-riesgo es muy superior en este caso.

Activos Reales

10-Year Asset Class Risk-Adjusted Performance

Annualized Time-Weighted Returns as of September 30, 2023



Aquí vemos un plazo de 10 años hasta el año 2023, las rentabilidades de diferentes categorías de mercados privados. Vemos como el Private Equity hasta septiembre de 2023, estaba así aproximadamente ese 3% por encima de la renta variable, del MSCI World.

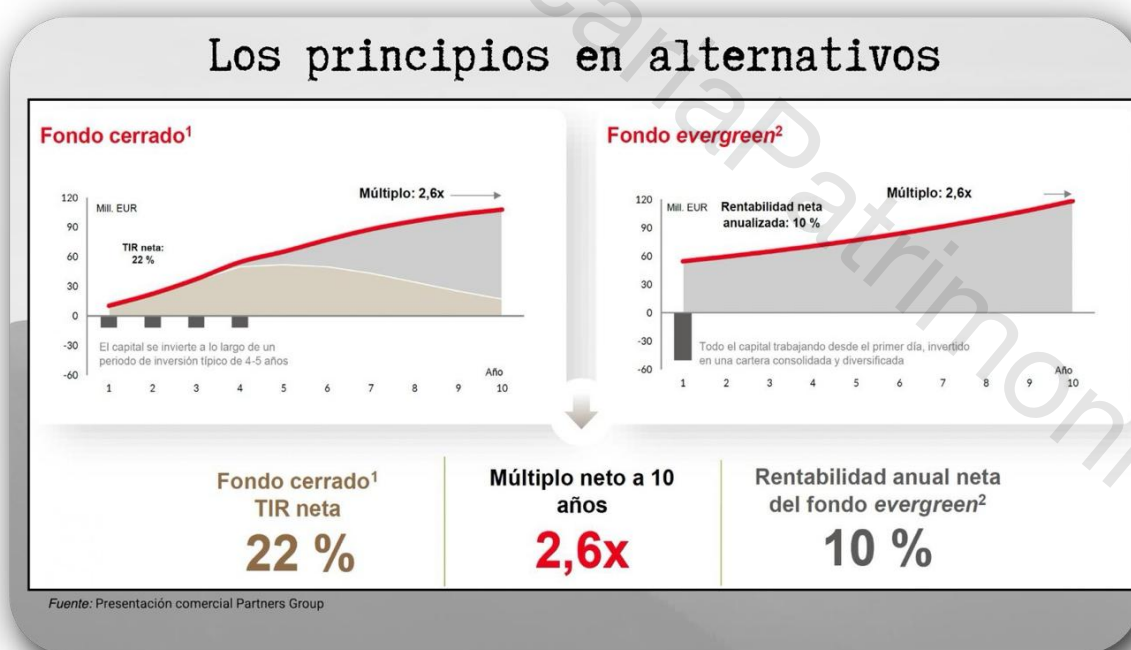
Crédito Privado es otra categoría de mercados privados. No se compara contra el MSCI World, sino contra su primo hermano, que sería la Renta Fija High Yield. Vemos como la rentabilidad de Crédito Privado ha estado sustancialmente por encima de la del índice High Yield y veremos después que incluso con menos riesgo. No solo con una volatilidad inferior, sino en cuanto a porcentaje de *defaults* en la categoría. Y sobre todo, en una métrica que es muy importante, que es el *recovery rate*. Es decir, el porcentaje de *default* es que, de cada 100 compañías, cuántas han quebrado. El *recovery rate* es de cada 100 euros, cuánto he recuperado. Cuanto más alto sea, más recuperas. Es una parte muy importante y ha dado una rentabilidad muy por encima, con un riesgo muy por debajo.

La parte de *Real Estate* no cotizado, lo mismo. A mí, personalmente, los REITs no me gustan nada, porque se incluyen para diversificar y tienen una correlación tremendamente elevada con la renta variable. Si la renta variable tiene un *drawdown* como el del año 2008, 2020 o 2022, Elos REITs suelen ir muy correlacionados, a pesar de que el Real Estate en determinado momento no esté sufriendo. ¿Por qué? Porque no deja de ser una compañía con su balance, con su estructura de empleados, etcétera.

En cambio, Real Estate privado es directamente invertir en el inmueble, por lo que te quitas toda esa estructura. Es como si lo tuvieses tú. Infraestructuras privadas, exactamente lo mismo que para Real Estate. Tú eres propietario de una parte proporcional de la infraestructura o del proyecto. Cuando inviertes en una compañía de infraestructuras, como puede ser en España, estás invirtiendo en la empresa. Y el rendimiento del sector privado de infraestructuras ha estado muy por encima del rendimiento del sector cotizado de infraestructuras. Para mí, infraestructuras es una de las temáticas más interesantes para los próximos 10 años, porque son *hard assets*, igual que el oro.

En un contexto de inflación, en un contexto de deuda desbocada o déficit, son activos que guardan muy bien su valor. Y por eso lo están haciendo muy bien también los últimos 10 años.

Y por último, recursos naturales, que también es una temática que a mí me parece tremendamente conveniente en la actualidad. Estaríamos hablando de materias primas, exposición a granjas mediante capital privado, bosques, agua, etcétera.



Esta imagen es muy importante, ya que está muy relacionada con la liquidez. Es una imagen que explica muy bien la trampa que utilizan algunos fondos de Private Equity. Tenemos a la izquierda el fondo tradicional de Private Equity. Un fondo que invierte en empresas privadas en un periodo de unos 10 años, habitualmente.

El fondo empieza a captar capital, por ejemplo, 200 millones. Entonces, empieza a captar inversores para que comprometan 200 millones. Y la parte de comprometer es muy importante. Una vez consiguen esos 200 millones, tienen 5 años para invertirlos. Imagínate que, de los 200 millones, yo comprometí uno. Pueden pasar 2 años y que yo haya desembolsado, es decir, invertido, 0 euros. Puede suceder. Pueden pasar tres años y que haya invertido cero euros también.

Lo normal es que después de cinco años, el millón que he comprometido y los 200 que ha comprometido el fondo, estén totalmente invertidos. Y en los siguientes cinco años, se desinvierta. Es decir, en el año 10. Ese es el fondo tradicional de Private Equity que siempre ha existido y el que domina.

¿Por qué digo que es un poco tramposo? Porque la rentabilidades que cualquier fondo de Private Equity tradicional da con este formato, son sobre capital desembolsado. Eso implica que, imaginad una TIR neta, como vemos en este ejemplo, de un 22%, una TIR neta, después de comisiones, de un 22%. Esto, para quien invierta, sabe que es una absoluta salvajada. Después de 10 años, el múltiplo sobre el capital que invertiste, es decir, si invertiste un millón, tu millón se ha multiplicado por 2,6. Todos sabemos que un 22% durante 10 años no es multiplicar por 2,6. Es sustancialmente más. Ahí está el truco. El 22% es sólo mientras que el capital ha estado invertido. Como puedes invertir tu capital en el año 3 y una de esas empresas venderse en el año 8, una en el año 4, una en el año 9, una en el año 5, una en el 10. Es sobre cada uno de los desembolsos. Y para mí eso es engañoso.

Creo que la regulación lo que debería imponer es que mientras que alguien no tenga desembolsado el capital, mientras que esté comprometido, habría que utilizar la rentabilidad equivalente de la Letra del Tesoro, que es básicamente lo que haces.

Yo llevo invirtiendo en mercados privados 10 años, y mientras no nos han hecho el Capital Call, es decir, cuando no nos han dicho; *"necesitamos tu dinero para invertir"*, ese capital está en renta fija a corto plazo. Eso es lo que debería utilizarse de proxy.

Y lo que vemos a la derecha de la imagen es lo que se ha popularizado mucho los últimos años, que son los vehículos Evergreen, que es un vehículo perpetuo, no tiene un plazo fijo, no es a 10 años.

Desde el momento en el que tú comprometes capital, estás 100% invertido. Como si fuera un fondo de bolsa normal. Con una rentabilidad anualizada del 10%, que es muy inferior a la del 22%, se llega al mismo punto, más o menos.

Entender esto es súper importante. Cuando veáis rentabilidades del 30% en Private Equity, es sobre el capital desembolsado. Lo cual en el equivalente a estar invertido en todo momento, es en torno a un 15%, que no está nada mal. La diferencia es que una casa de Private Equity te hace el anuncio y te dice la TIR del 20%, eso es un 11% o 10% en fondo tradicional. La realidad es que no vas a conseguir una rentabilidad tan diferente a la de los índices. Vas a conseguir un 3%, 4% dependiendo del fondo que elijas.

A pesar de que desde el momento en el que inviertes estás totalmente desembolsado y en el momento que reembolses te devuelven tu capital, por ser mercados privados hay ciertas circunstancias que diferencian a un fondo normal. Por ejemplo, tener reembolsos trimestrales en vez de tener reembolsos diarios. Tener preavisos, es decir, dentro del trimestre, quizá tengas que avisar 50 días antes. Eso hace que siempre se reembolse en trimestres naturales. Si por ejemplo hablamos de reembolsar el 31 de marzo, finales de junio, finales de septiembre y diciembre, pues para poder reembolsar tengas que decirlo a inicios de febrero. Y al 31 de marzo te darían tu capital. Es más ilíquido, pero para mí es tremendamente interesante.

La imagen de arriba es de Partners Group, que es una de las gestoras de mercados alternativos más grandes del mundo, yo diría Top 3 en Europa. Es una gestora suiza, que a mí personalmente me gusta mucho, que tiene vehículos Evergreen, que incluso se puede invertir desde 10.000 €. Aunque mercados alternativos parezca algo exclusivo para grandes endowments, esto sucede cada vez menos. Vehículos que son tremendamente interesantes, son accesibles para todo el mundo.

Inversiones Alternativas

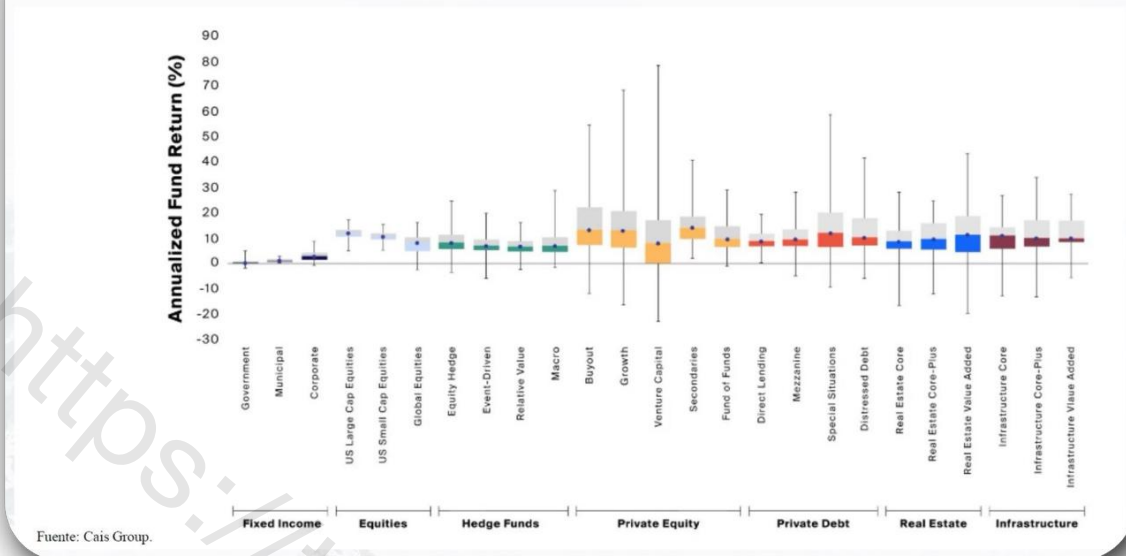
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	YTD '24'	Ann.	Vol.'24'
Venture Capital 16.0%	Transport 16.2%	Infra. 14.2%	Private Equity 23.0%	Venture Capital 21.7%	Venture Capital 20.4%	Venture Capital 26.4%	Venture Capital 49.2%	Transport 23.5%	Transport 16.0%	Transport 12.2%	Venture Capital 16.2%	Venture Capital 13.2%
Infra. 13.9%	Infra. 15.5%	Transport 13.4%	Transport 20.2%	Infra. 11.0%	Private Equity 16.8%	Private Equity 24.1%	Private Equity 37.6%	Infra. 9.0%	Direct Lending 12.1%	Hedge Funds 8.5%	Private Equity 14.5%	Transport 10.2%
U.S. Core RE 12.5%	Venture Capital 15.0%	Private Equity 12.2%	Venture Capital 14.7%	Europe Core RE 9.5%	Infra. 11.5%	Asset Allocation 12.0%	U.S. Core RE 22.2%	U.S. Core RE 7.5%	Private Equity 9.3%	Direct Lending 5.7%	Transport 13.1%	Private Equity 8.5%
Europe Core RE 12.3%	U.S. Core RE 15.0%	Direct Lending 11.2%	Infra. 12.2%	APAC Core RE 12.2%	Europe Core RE 9.4%	Transport 10.6%	Asset Allocation 19.3%	APAC Core RE 6.8%	Infra. 7.9%	Infra. 5.9%	Infra. 10.0%	U.S. Core RE 5.5%
Asset Allocation 15.2%	Europe Core RE 13.0%	APAC Core RE 10.4%	Asset Allocation 12.2%	Private Equity 9.6%	Asset Allocation 9.2%	Hedge Funds 8.9%	Transport 18.8%	Direct Lending 4.3%	CML - Senior* 5.6%	Asset Allocation 3.2%	Asset Allocation 9.8%	Hedge Funds 5.4%
Private Equity 8.8%	APAC Core RE 11.8%	U.S. Core RE 8.8%	APAC Core RE 11.5%	U.S. Core RE 8.7%	Direct Lending 9.6%	CML - Senior* 6.3%	Europe Core RE 14.2%	Europe Core RE 4.6%	Hedge Funds 4.5%	Private Equity 7.4%	Direct Lending 8.8%	Europe Core RE 4.2%
Direct Lending 8.6%	Asset Allocation 10.3%	Asset Allocation 8.9%	Europe Core RE 8.6%	U.S. Core RE 8.3%	CML - Senior* 8.1%	Direct Lending 5.9%	Hedge Funds 13.0%	Asset Allocation 2.4%	Europe Core RE 3.4%	Europe Core RE 1.9%	APAC Core RE 7.5%	CML - Senior* 4.0%
APAC Core RE 8.4%	Private Equity 9.0%	Europe Core RE 8.1%	Direct Lending 8.6%	Direct Lending 8.1%	APAC Core RE 6.6%	Europe Core RE 4.8%	Direct Lending 12.8%	Private Equity 1.0%	Venture Capital 2.2%	CML - Senior* 1.4%	U.S. Core RE 7.3%	Infra. 3.4%
CML - Senior* 7.4%	Direct Lending 5.9%	Hedge Funds 3.2%	Hedge Funds 8.0%	Transport 7.7%	Hedge Funds 3.6%	U.S. Core RE 1.2%	APAC Core RE 11.8%	Hedge Funds 2.0%	APAC Core RE 2.2%	Venture Capital 6.8%	Europe Core RE 7.2%	Asset Allocation 3.0%
Transport 6.9%	CML - Senior* 2.7%	CML - Senior* 2.9%	U.S. Core RE 7.6%	CML - Senior* 2.6%	U.S. Core RE 5.3%	APAC Core RE 0.3%	Infra. 10.5%	CML - Senior* 9.0%	Europe Core RE 4.0%	APAC Core RE 2.7%	Hedge Funds 4.4%	Direct Lending 2.8%
Hedge Funds 4.3%	Hedge Funds 0.2%	Venture Capital 0.0%	CML - Senior* 5.7%	Hedge Funds 1.2%	Transport 0.5%	Infra. 0.2%	CML - Senior* 1.9%	Venture Capital 20.0%	U.S. Core RE 12.0%	U.S. Core RE 2.8%	CML - Senior* 3.3%	APAC Core RE 2.7%

Source: Burgess, Cliffwater, Gilberto-Levy, HFRI, MSCI, NCREIF, FactSet, J.P. Morgan Asset Management. *CML is commercial mortgage loans. CML - Senior: Gilberto-Levy Commercial Mortgage Performance Index. Private Equity and Venture Capital are internal rates of return from Burgess. Hedge funds: HFRI Fund Weighted Composite. Transport returns are derived from a J.P. Morgan Asset Management index. U.S. Core RE: NCREIF Property Index - Open End Diversified Core Equity component. Europe Core Real Estate: MSCI Global Property Fund Index - Continental Europe. Asia Pacific (APAC) Core Real Estate: MSCI Global Property Fund Index - Asia-Pacific. Direct Lending: Cliffwater Direct Lending Index. Global infrastructure (Infra.): MSCI Global Private Infrastructure Asset Index. Commercial Mortgage Loans: Gilberto-Levy Commercial Mortgage Performance Index. The "Asset Allocation" portfolio assumes an evenly weighted portfolio consisting of the above alternatives. Annualized return (Ann.) and volatility (Vol.) represents the period from 3/31/2014 to 12/31/2023. *2024 data is through June 30, 2024. **Volatility calculated as the annualized standard deviation of quarterly returns. Data are based on availability as of November 30, 2024.

Aquí vemos una imagen que a mí me gusta mucho, lo utilizo para muchas categorías de activos, en este caso es para mercados privados, diferentes categorías de activos alternativos, y cómo lo hacen cada uno de los años. Lo que vemos es lo mismo que veríamos en los mercados líquidos. Hay determinados años en los que lo hace mejor renta fija High Yield, otros que lo hace emergente, etcétera.

Tanto en activos cotizados como en mercados privados, lo ideal es diversificar entre los mismos, de forma racional, para nunca ser el primero, tampoco nunca ser el último. Siempre estar en la mitad, que es esa casilla blanca en la banda central, donde pone *Asset Allocation*, pues es una asignación de activos que combina todos ellos.

Inversiones Alternativas

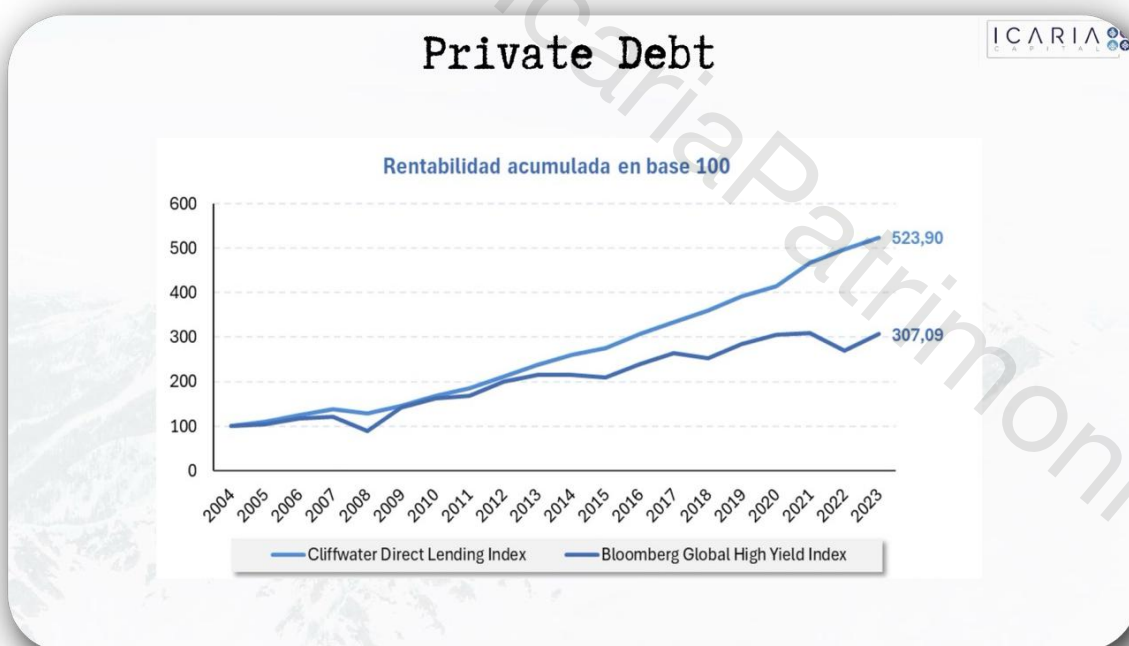


Aquí tenemos prácticamente todas las categorías que hay; Private Equity, Buyout, Growth, Venture Capital, Secundarios, Fondos de Fondos... en Deuda Privada tendríamos Direct Lending, Mezzanine, Special Situations, Real Estate. Se puede ver que cuanto más rentabilidad potencial tiene el activo, más dispersión tiene.

¿Qué vienen a decir las líneas hacia arriba y hacia abajo? La diferencia entre el mejor equipo gestor, y el peor. Vemos que, por ejemplo, en Private Equity, sobre todo en Venture Capital, que es donde hay más dispersión de resultados, el hecho de saber a quién elegir es determinante. Tenemos también el punto medio de rentabilidades anualizadas, que como veis, son superiores al 10%. Pero si nos equivocamos y escogemos mal, al igual que sucede en los mercados líquidos, podemos llevarnos sustos. Por eso, la *Due Diligence* y el estudio es igual de importante que cuando elegimos un fondo de renta variable o de renta fija.

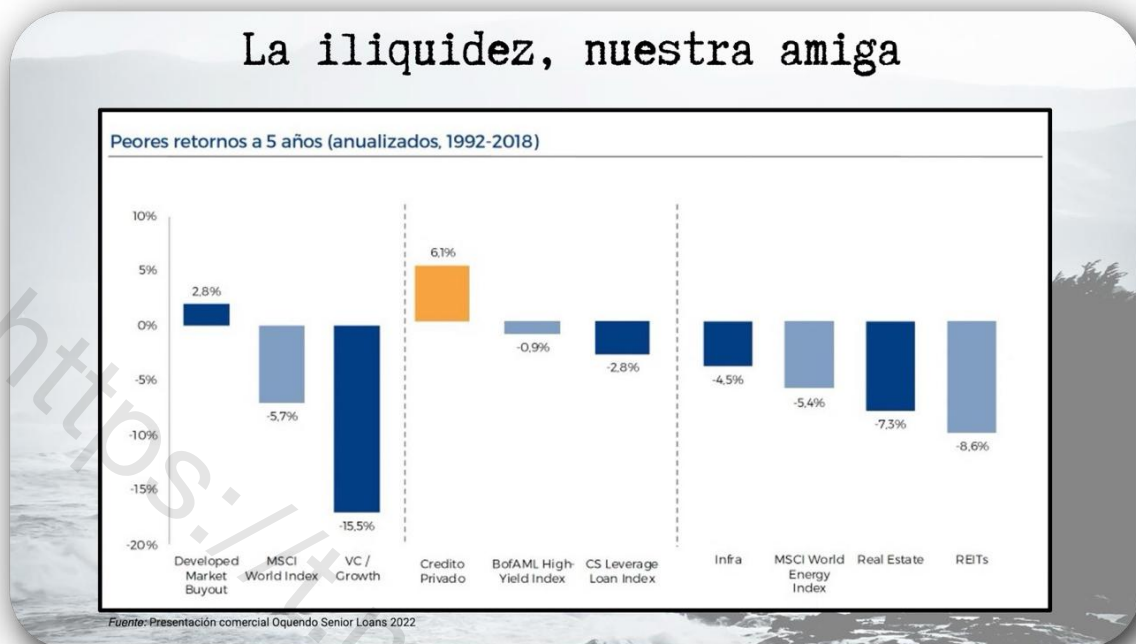


Entrando ya en las diferentes categorías de mercados alternativos. Vamos con Deuda privada. ¿Por qué es tan interesante Deuda Privada?



Este gráfico lo resume muy bien, es el índice más importante de Direct Lending, comparado con el índice de Renta Fija High Yield a nivel mundial. Veis que la rentabilidad desde 2004 es muy superior a la rentabilidad de High Yield. Pero sobre todo su camino es muchísimo más tranquilo, que es la parte más interesante de todo esto. Direct Lending implica que en vez de que un banco preste una empresa, quien presta a la empresa es un

fondo de alternativos. Un fondo de deuda hace directamente el préstamo, por lo que le permite que las condiciones de las cláusulas sean todo lo restrictivas que el fondo quiera.



Esta es una diapositiva que saqué de Oquendo, una gestora española, que lo ha hecho de forma espectacular. Se dedica a dar préstamos privados a empresas, cofinanciando con un banco. El banco le da el tramo *amortizing*, el tramo que vas pagando intereses y tramo principal. Y Oquendo le da el tramo *bullet*, que es lo que se paga al final del todo, de golpe.

La imagen te muestra cómo desde el año 1992 hasta el año 2018, si cogemos retornos anualizados en periodos de cinco años, cuál ha sido el peor resultado. En Crédito Privado no hay ningún periodo de cinco años donde haya habido pérdida. En cambio, sí vemos pérdidas en Venture Capital o en el MSCI World. Son además pérdidas anualizadas.

Private Debt

2014-2023											2014-2023	
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	YTD '24	Ann.	Vol**
Mezzanine Debt 14.7%	Mezzanine Debt 10.8%	High Yield 17.1%	Mezzanine Debt 15.9%	Direct Lending 8.1%	Mezzanine Debt 15.0%	Investment Grade 9.9%	Distressed Debt 22.0%	Mezzanine Debt 6.9%	Mezzanine Debt 12.9%	Direct Lending 5.1%	Mezzanine Debt 11.4%	High Yield 8.6%
CML Apartment 9.6%	Direct Lending 5.9%	Direct Lending 11.2%	Distressed Debt 9.2%	Mezzanine Debt 3.8%	Investment Grade 14.5%	High Yield 7.1%	Mezzanine Debt 16.5%	Direct Lending 8.3%	High Yield 13.4%	Mezzanine Debt 5.0%	Direct Lending 8.8%	Investment Grade 7.2%
Direct Lending 5.6%	CML - Office 3.2%	Mezzanine Debt 10.9%	Direct Lending 8.0%	CML Industrial 0.7%	High Yield 14.3%	CML Industrial 5.4%	Direct Lending 12.8%	Distressed Debt 6.9%	Leveraged Loans 13.3%	Leveraged Loans 4.8%	Distressed Debt 6.8%	Distressed Debt 6.6%
Distressed Debt 9.2%	Distressed Debt 3.0%	Leveraged Loans 8.8%	High Yield 7.5%	CML - Senior* 2.6%	Direct Lending 9.0%	CML - Apartment 6.5%	Leveraged Loans 5.0%	Leveraged Loans 0.1%	Direct Lending 12.1%	Distressed Debt 4.9%	Leveraged Loans 4.7%	Leveraged Loans 6.3%
Investment Grade 7.5%	CML - Retail 3.0%	Investment Grade 6.1%	Investment Grade 6.4%	CML Apartment 2.6%	Leveraged Loans 8.0%	CML - Senior* 6.3%	High Yield 5.9%	CML - Retail 7.6%	Investment Grade 8.5%	High Yield 2.9%	High Yield 4.0%	Mezzanine Debt 4.7%
CML - Senior* 7.4%	CML - Industrial 2.9%	Distressed Debt 4.4%	CML Apartment 6.3%	CML - Retail 2.4%	CML Apartment 6.3%	CML - Office 2.0%	CML - Apartment 2.0%	CML - Office 7.0%	Distressed Debt 6.3%	CML - Retail 1.9%	CML - Apartment 3.5%	CML - Apartment 4.4%
CML - Retail 7.6%	CML - Senior* 2.7%	CML - Retail 3.4%	CML - Senior* 5.7%	CML - Office 2.4%	CML - Senior* 8.1%	CML - Retail 6.1%	CML - Senior* 1.9%	CML - Senior* 9.0%	CML - Retail 6.2%	CML - Industrial 1.0%	CML - Apartment 3.4%	CML - Senior* 4.0%
CML - Office 6.7%	CML Apartment 1.6%	CML - Senior* 2.9%	CML - Office 5.5%	Distressed Debt 1.4%	CML - Retail 8.0%	Direct Lending 5.0%	CML - Retail 1.9%	CML - Industrial 6.9%	CML Apartment 5.9%	CML Apartment 1.3%	CML - Senior* 3.3%	CML - Industrial 3.9%
CML - Industrial 6.3%	Leveraged Loans 0.9%	CML - Industrial 2.0%	CML - Industrial 5.2%	Leveraged Loans 1.1%	CML - Office 7.9%	Distressed Debt 3.2%	CML - Industrial 6.0%	CML - Apartment 6.0%	CML - Senior* 5.6%	CML - Office 1.4%	CML - Office 3.2%	CML - Retail 3.6%
High Yield 2.5%	Investment Grade 0.1%	CML Apartment 2.0%	CML - Retail 5.1%	High Yield 2.1%	CML - Industrial 7.5%	Leveraged Loans 3.3%	CML - Office 1.0%	High Yield 11.2%	CML - Senior* 5.6%	CML - Office 0.4%	CML - Industrial 3.2%	CML - Office 3.6%
Leveraged Loans 2.6%	High Yield 4.5%	CML - Office 2.0%	Leveraged Loans 4.2%	Investment Grade 2.5%	Distressed Debt 2.6%	Mezzanine Debt 3.1%	Investment Grade 1.0%	Investment Grade 15.8%	CML - Office 4.5%	Investment Grade 6.0%	Investment Grade 3.0%	Direct Lending 2.0%

Source: Bloomberg, Cliffwater, Gilberto-Levy, J.P. Morgan, Preqin, J.P. Morgan Asset Management. CML is commercial mortgage loans. CML: Gilberto-Levy Commercial Mortgage Performance Index; Direct Lending: Cliffwater Direct Lending Index; Distressed Debt: Preqin Quarterly Distressed Debt Index; Investment Grade: Bloomberg U.S. Aggregate Credit - Corporate - Investment Grade Index; High Yield: Bloomberg U.S. Aggregate Credit - Corporate - High Yield Index; Leveraged Loans: J.P. Morgan Leveraged Loan Index; Mezzanine Debt: Preqin Quarterly Mezzanine Debt Index. Annualized return (Ann.) and volatility (Vol.) represents the period from 12/31/2013 to 12/31/2023. *Year-to-date 2024 data updated through 6/30/2024. **Volatility calculated as the annualized standard deviation of quarterly returns. Data are based on availability as of November 30, 2024.

La parte de Deuda Privada es posiblemente la más compleja, porque es la que tiene más categorías. Aquí veis todas las posibles categorías que hay dentro de Deuda Privada. Es prácticamente lo mismo que veíamos en mercados privados, pero esto es sólo dentro de un segmento.

Private Debt

	A: Tasas de impago	B: Tasas de recuperación	AxB = Tasas de pérdida
Direct Lending	3,40%	80,40%	0,70%
P. Sindicados "Leveraged Loans"	4,90%	76,10%	1,20%
Bonos High Yield	4,50%	42,20%	2,80%

Fuente: Moody's, Guggenheim - (1987 a 2017)

Aquí tenemos lo que hablábamos al principio. En renta fija, la volatilidad no tiene nada que ver con el riesgo. Porque cuando invertimos en un fondo de renta fija, podemos tener la percepción de que estamos invirtiendo en algo tremendamente conservador, pero si se

empiezan a ensanchar los *spreads* (lo que pagas por encima de la Letra del Tesoro, por ejemplo), puedes encontrarte con un fondo de renta fija con una línea totalmente recta durante muchos años, y de repente cuando hay un shock de crédito y se ensanchan los *spreads*, tengo una caída del 30%, en innumerables casos. Y es porque es un activo muy ilíquido, a pesar de que parezca que no.

Lo importante para medir el riesgo en deuda, tanto privada como cotizada, es cuál es el porcentaje de impagos y cuánto dinero prestado se recupera, cuando hay problemas. Esos son los parámetros que realmente importan.

Históricamente, desde el año 1987 a 2017, tenemos Direct Lending con tasas de impago del 3,4%, tasas de recuperación del 80,4%, por lo que la tasa de pérdida es del 0,70%.

Private Debt

- **Direct lending.** Préstamos bilaterales a empresas no cotizadas, senior secured, cupón flotante. Origina, estructura y mantiene el préstamo (buy-and-hold), con covenants y amortización negociadas.
- **Deuda subordinada / mezzanine / second lien.** Capas por debajo del préstamo senior: mayor riesgo, mayor cupón (intereses en efectivo + PIK y warrants a veces).
- **Asset-based financing (ABF).** Crédito respaldado por activos específicos, normalmente financiero. Ejemplos: inventarios, cuentas a cobrar, equipos, royalties.
- **Secondaries.** Compra de participaciones en fondos o carteras de préstamo existentes, a descuento. Acelera retornos (menor J-curve) y mejora la diversificación temporal y por gestor.
- **Opportunistic / Distressed.** Oportunidades en situaciones complejas o empresas en estrés financiero. Busca catalizadores y retornos impulsados por la mejora del crédito o la entrada en equity.
- **Real assets credit.** Deuda respaldada por activos reales: infra, energía, inmobiliario, transporte, digital. Flujos relativamente predecibles y contratos largos; riesgo ligado a activo, regulación y ciclo.
- **Specialty Finance.** Financiación de nicho (p. ej., originadores de hipotecas/auto, préstamos al consumo/SME, litigation finance, fund finance, microfinance)
- **Leveraged loans.** Préstamos sindicados senior secured, a tipo flotante, para compañías con alto apalancamiento (LEOs). Estructuras covenant-lite frecuentes; liquidez de mercado secundario vía CLOs e inversores institucionales.

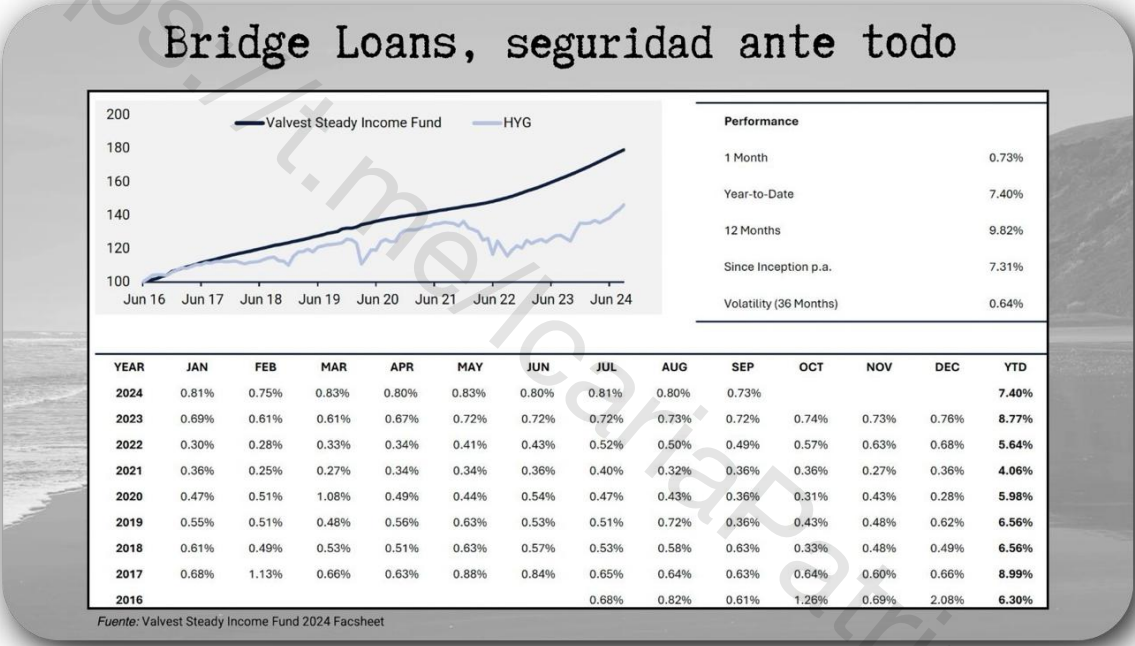
Senior secured
Senior unsecured
Senior subordinated
Junior subordinated
Equity

Y aquí tenemos todas las categorías que existen. Direct Lending, que ya lo he explicado, Deuda Subordinada/Mezzanine me parece una parte más arriesgada, menos interesante para el inversor y donde sí que hay que remangarse mucho más para saber dónde invertir.

Asset-based finance es una categoría que me gusta mucho. Son préstamos respaldados por activos reales. Imagínate un préstamo respaldado por un avión, un préstamo respaldado por una propiedad. Me gusta porque la diferencia es que cuando un bono normal, un bono Investment Grade o bono High Yield quiebra, quien tiene que responder

ante esa quiebra es la empresa. Y si la empresa, con su estructura de liquidez no es capaz de hacerlo, pierdes dinero. Por eso vemos las tasas de recuperación que vemos. Pero cuando tenemos un activo detrás, si la empresa quiebra, esos activos están los primeros a la cola. Los tenedores de un bono Asset-Based Finance son los primeros en ir contra el activo, que es venderlo. Por lo que se recupera más la caja que quede después de hacer frente a las deudas. Por eso las tasas de recuperación son mucho más elevadas.

Podéis leer el resto de categorías en la imagen, para haceros una idea general de todas las categorías dentro de Deuda Privada.



Este es Valvest Steady Income Fund, un fondo de *Specialty Finance* respaldado por un activo real, en este caso inmuebles. Es un fondo de una gestora suiza, de un Family-Office que lleva haciendo lo mismo 30 años con fondos cerrados. Y lo hace tan bien que hace casi 10 años decidió sacar un vehículo *Evergreen*, que es este que veis en la imagen. Un fondo que no ha tenido ningún mes negativo desde que ha salido. Se dedica a son préstamos puente, *bridge loans*. Un *bridge loan* es un préstamo cuyo colateral, es decir, cuyo respaldo del préstamo si ocurre algo malo, es un inmueble. En el caso de este fondo, todos los préstamos en agregado tienen lo que se llama *Loan-to-Value* de un 65%. Eso significa que el préstamo con respecto a la cartera de inmuebles es un 65%. Es decir, la cartera de inmuebles tiene un valor muy superior.

¿Por qué es tan importante esto? Porque si tienes un *Loan-to-Value* del 65%, significa que incluso con una caída del 20-25% del valor de los inmuebles, aún estás repagando el préstamo sin incurrir en ningún problema. Por eso tienes una base de rentabilidades tan estable. Tenemos el rendimiento del fondo en azul oscuro, y el rendimiento de la Renta Fija High Yield en clarito. En euros está dando en torno a un 7%, ahora incluso más. Es una barbaridad, en mi opinión. Una gente que lo hace muy, muy bien.

Deuda Oportunistica

ICARIA

Monthly returns for DISCO II (net of fees)

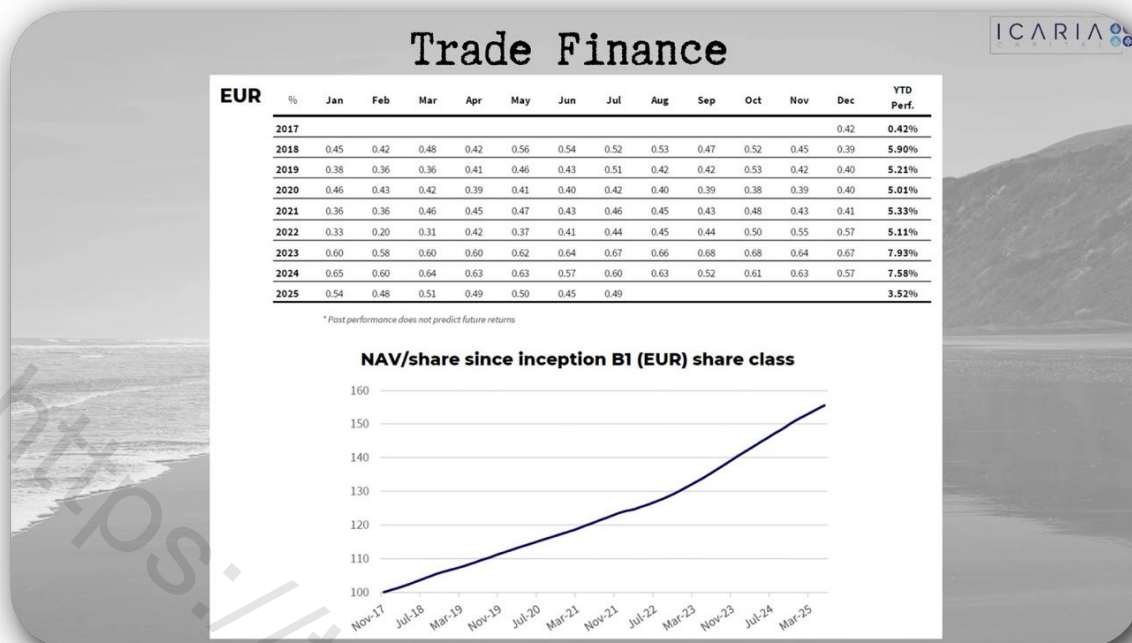
Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2024	1.79%	0.92%	0.82%	0.30%	1.00%	0.42%	1.19%	0.97%	1.06%	0.46%	0.64%	0.83%	10.91%
2023	1.87%	0.65%	-0.41%	0.96%	0.48%	0.68%	0.96%	0.96%	-0.32%	-0.77%	1.92%	1.47%	8.73%
2022	0.71%	0.78%	-0.94%	-0.09%	-0.52%	-0.96%	0.14%	1.04%	-1.12%	-1.08%	1.12%	0.67%	-0.28%
2021	0.85%	0.27%	0.53%	0.65%	0.54%	0.69%	0.53%	0.56%	0.78%	0.51%	0.14%	0.14%	6.37%
2020	1.01%	0.01%	-7.38%	2.27%	1.98%	1.95%	1.13%	1.36%	0.54%	0.44%	1.11%	0.25%	4.39%
2019	1.16%	0.60%	0.70%	0.85%	0.32%	0.48%	0.45%	0.27%	0.09%	0.79%	0.83%	0.97%	7.76%
2018	0.98%	0.80%	0.69%	0.36%	0.52%	0.71%	0.24%	0.42%	1.15%	0.29%	-0.32%	0.01%	6.01%
2017	1.09%	1.61%	1.57%	1.08%	2.26%	1.11%	0.90%	1.37%	1.91%	0.71%	0.47%	0.17%	15.21%
2016	-0.33%	-0.32%	0.77%	1.37%	0.81%	0.16%	1.58%	1.07%	1.47%	0.96%	1.17%	0.94%	10.08%
2015	-0.10%	0.96%	0.70%	0.50%	0.68%	0.45%	0.30%	0.39%	-0.29%	0.43%	0.53%	0.54%	5.19%
2014	1.18%	0.79%	1.36%	0.67%	1.22%	0.42%	0.63%	0.24%	0.57%	-0.26%	0.16%	-0.25%	6.93%
2013	4.13%	0.23%	0.59%	1.82%	1.86%	-2.82%	1.00%	0.28%	0.73%	2.38%	0.74%	0.95%	12.39%
2012	4.56%	4.01%	2.33%	0.70%	0.30%	2.42%	3.35%	6.09%	6.79%	2.23%	1.79%	3.24%	44.81%
2011	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.11%	0.92%	-0.05%

As of 31 December 2024. SOURCE: PIMCO
 Past performance is not a guarantee or a reliable indicator of future results.
 Performance is net of performance, management and administration fees. DISCO II inception: 7 October 2011. An investment in any PIMCO managed fund entails a high degree of risk and investors could lose all or a portion of their investment.
 Refer to Appendix for additional performance and fee, investment strategy and risk information.

Since Inception Annualized Return **10.0%**

Este sería **PIMCO DiSCO**, un fondo de una de las gestoras de crédito más importante del mundo. Invierte en titulizaciones. Son activos líquidos, podrían incluso encontrarse fondos como los que hay en Morningstar con liquidez diaria de titulizaciones, pero en este caso se mete en el espectro cuando en determinada área hay problemas. Compra un activo que es de los más seguros que hay dentro de deuda, muchísimo más seguro que un bono Investment Grade. un activo tremendamente interesante, pero en momentos donde es interesante comprarlo. Por ejemplo, lo que haría un fondo Value, comprar una compañía a mejor precio. Esto es exactamente lo que hace PIMCO.

Y aquí tenéis las rentabilidades. Desde el año 2011 ha dado un 10% anualizado, y el año con mayores pérdidas ha sido un -0,28% en el año 2022. Un fondo de Deuda Privada súper interesante. Dentro de un espectro de deuda que es muy poco conocido, más de nicho, pero muy interesante, al fin y al cabo.



Y este es **Horizon Capital Fund**, un fondo de *Specialty Finance* de una gestora suiza. Uno de los mejores fondos que conozco. Lo que hace es *Trade Finance*, esto es, dar préstamos cuyo colateral son materias primas que no sean perecederas. Que sean 100% líquidas. Se da una materia prima que tenga un valor por encima del préstamo. La mayor parte de los préstamos son a menos de 12 meses, por lo que hay una cartera con mucha rotación, lo cual para mí también es muy interesante, ya que te ofrece una seguridad bastante elevada. Creo que tampoco tuvo ningún mes negativo, a pesar de haber vivido el COVID, a pesar de haber vivido el mal año 2022. Y rentabilidad en torno al 6% anualizado, en euros. En dólares, obviamente sería superior.

Microfinance

ICARIA

PERFORMANCE HISTORY



Este es **BlueOrchard**, el fondo de Microfinance más grande del mundo. Lo compró la gestora Schroders, que es Top 20 mundial, y tiene *track record* desde 1999. No sé si ha tenido algún año negativo, creo que no, pero la caída más grande que ha tenido ha sido un -3%, y ha dado históricamente un 2% por encima de Letra del Tesoro. Y con una curva como la que veis, la de un fondo monetario.

¿Qué es *Microfinance*? Dentro de países emergentes, cuando damos préstamos muy pequeños, de mil dólares o similar, a familias o negocios que lo necesitan. Agrupamos miles de préstamos y diversificamos toda esa base.

Activos reales, clave en un mundo de deuda

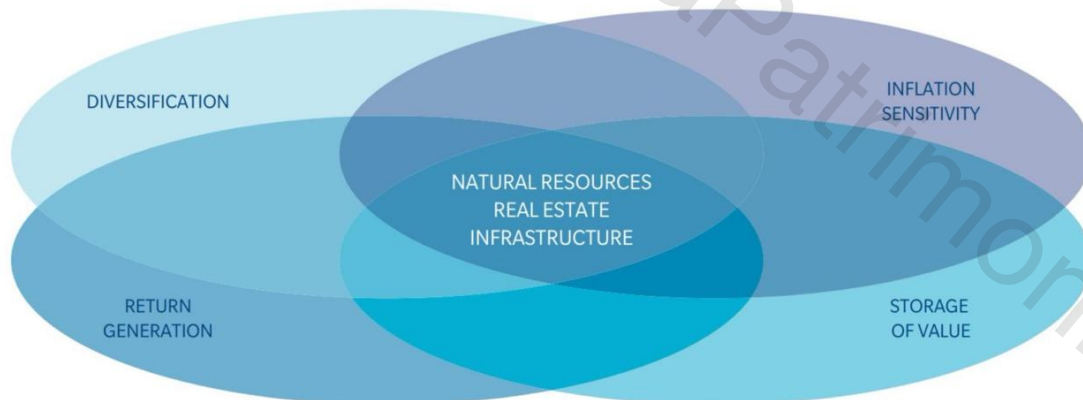
¿Qué son?

- Inmobiliario
- Infraestructuras
- Transporte de mercancías
- Leasing aéreo
- Oro y Bitcoin



Activos reales; infraestructuras,, transporte de mercancías, leasing aéreo, oro y bitcoin entraría dentro de activos reales por los motivos que mencionábamos al principio.

Activos Reales

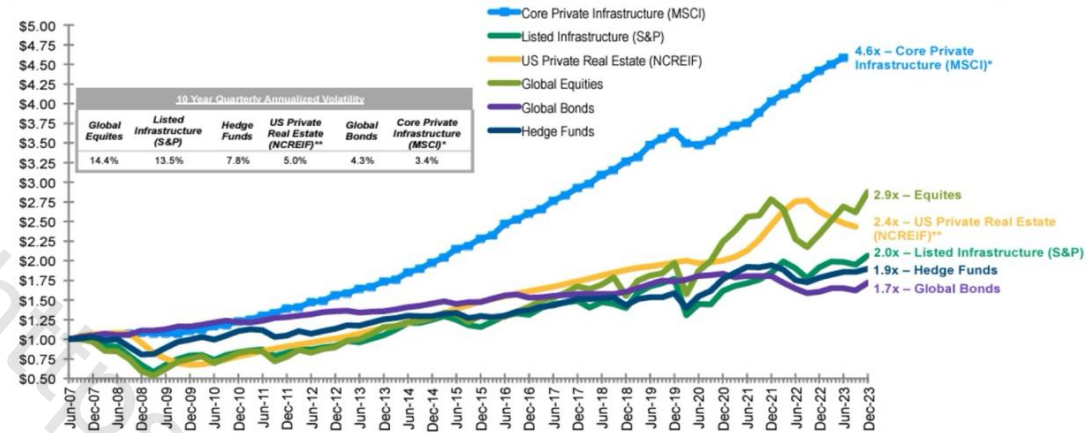


Source: Mercer

Es una categoría que es muy interesante por la diversificación que ofrece, porque tiene una correlación muy baja, por ser *hard assets*, almacena muy bien el valor y responde muy bien a momentos de inflación.

Activos Reales

Evolution of USD 1 Invested in Q2 2007 to Q4 2023 – Quarterly Returns



Source: Bloomberg, MSCI, NCREIF. *MSCI data only available through Q2 2023. **NCREIF US Private Real Estate data only available through Q3 2023. MSCI global quarterly private infrastructure total return index for core private infrastructure. Global equities & global bonds, are measured by MSCI World and Barclays Global Agg, respectively. Real Estate data from NCREIF ODCE Index. All series are total return indices (reinvestment of yield) and in local currency; Data as of Q3-2023. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. Indices do not include fees or operating expenses and are not available for actual investment.

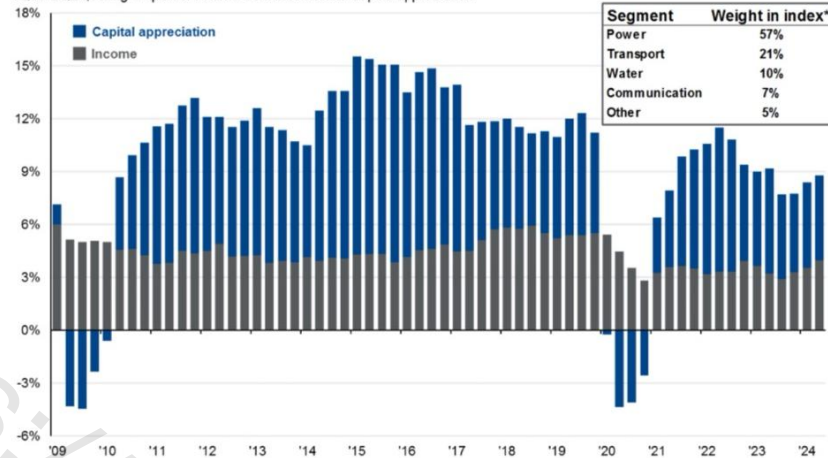
Aquí vemos el índice Core Private Infrastructure de MSCI, que es la línea azul, el comportamiento que tiene. Si lo comparamos con infraestructuras listadas, que sería la verde, vemos que tiene un comportamiento bastante diferente.

Por ejemplo, en el año 2008, que es una prueba de fuego siempre, pues el sector de infraestructuras cayó en torno a un 40%, y en cambio infraestructuras privadas prácticamente no se despeinó, no llegó al 10%, debió de estar en torno a un 5% aproximadamente la caída. Por eso, es una categoría súper interesante cuando hablamos de invertir en infraestructuras privadas.

Activos Reales

Global core infrastructure returns

1Q09-2Q24, rolling 4-quarter returns from income and capital appreciation



Fuente: J. P. Morgan.

Por un lado se aprecian cada año, esto también sirve para los inmuebles, todos los años se van revalorizando al ritmo de la inflación o más, que es lo que vemos aquí, Capital Appreciation, y luego va generando renta. Por lo tanto, esas rentas en un año como 2008, si os fijáis, acolchan mucho la caída que puede tener en valor.

Activos Reales

Asset class/ risk factor	Economic (GDP) growth sensitivity	Inflation linkage	Income/ yield- oriented	Interest rate (duration risk)	Project/ development risk	Financing/ leverage risk	Emerging markets/ political risk	Illiquidity risk	Regulatory exposure
Energy resource (gas and oil)	Medium	High	High	Medium	Low	Medium	Low	High	High
Timberland	Medium	Medium	Medium	Medium	Medium	Low	Medium	High	Medium
Agriculture	Medium	High	Medium	Medium	High	Medium	Medium	High	Medium
Mining and minerals	Medium	Medium	Low	Low	High	Low	High	High	High
Core real estate	Medium	Medium	High	High	Low	Medium	Low	Medium	Low
Value-added real estate	High	Low	Medium	Medium	Medium	High	Low	High	Low
Opportunistic real estate	High	Low	Low	Low	High	High	Medium	High	Low
Core infrastructure	Low	High	High	High	Low	High	Low	High	High
Core plus infrastructure	Medium	Medium	Medium	High	Medium	High	Low	High	High
Opportunistic infrastructure	High	Medium	Low	High	High	High	Medium	High	High

■ Natural resources ■ Real estate ■ Infrastructure

Source: Mercer

Cada una de las infraestructuras o activos reales, vemos ahí bosques, agricultura, minería, Real Estate en directo, infraestructuras en directo, responde a diferentes

estímulos, reacciona de diferente forma a la inflación, al crecimiento del PIB, por eso es muy interesante diversificar.



Y este es uno de los motivos que resume también porque es interesante incorporarlo. Porque todos los sectores en renta variable tienen una correlación muy alta, cuando hay caídas o hay subidas suelen hacerlo más o menos igual, y en cambio activos reales tienen una correlación bastante más baja.



Dentro de infraestructuras, igual que en la parte de Deuda Privada, las hay más conservadoras y menos conservadoras. La parte “core” sería el perfil de infraestructuras o inmuebles más conservadora, que son infraestructuras que ya están en funcionamiento. Activos claves para el desarrollo de un país y que ya tienen los contratos de leasing o alquiler firmados a 20 años vista.

Evidentemente, al ser activos mucho más conservadores, la rentabilidad objetivo suele estar en torno al 8% aproximadamente.

Si nos vamos a algo más de chicha dentro de infraestructuras, Core-plus es también una infraestructura muy conservadora pero con un poquito más de riesgo, activos que están en funcionamiento a largo plazo pero no son tan fundamentales como los anteriores, la rentabilidad objetivo está en torno al 10-11% y luego ya nos podríamos ir a infraestructuras Greenfield, que están por desarrollar y las rentabilidades ya pueden ser de más del 15-20%. Nosotros siempre nos solemos posicionar en la parte más conservadora, porque somos conservadores por naturaleza.



Y aquí os pongo un fondo de activos reales que existe, bueno, el track record del fondo que cotiza existe desde el año 2008, ya tiene cerca de 20 años, pero la gestora lleva haciendo esto 25 años, si no me equivoco, que es GSA Coral, es la gestora de residencias de estudiantes de las más grandes del mundo. La caída más grande fue en el año 2020, el peor momento para residencias de estudiantes porque básicamente no

podían ni estar ocupadas y no llegó a caer ni un 5%. Y es un fondo que ha dado una rentabilidad superior a lo que dan los bonos Investment Grade desde inicio, pero con una volatilidad inferior.

Private Equity

¿Qué es? bolsa, sin cotizaciones
diarias

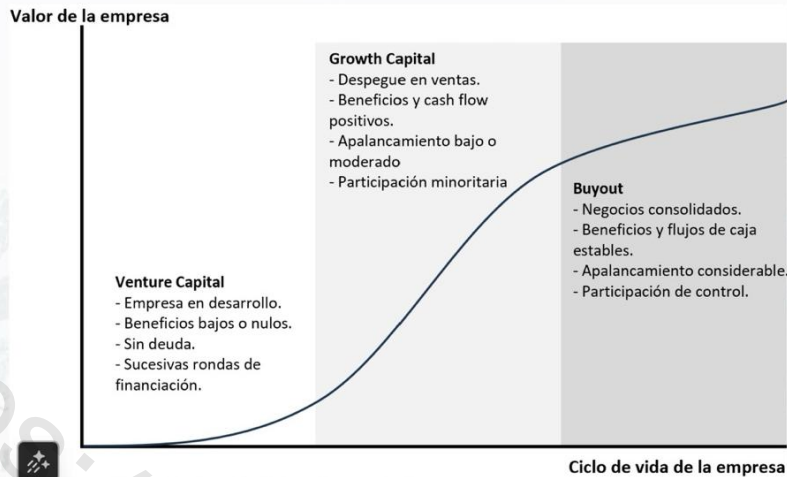
Invertir en empresas que no
cotizan en bolsa, es decir, como si
pudiésemos invertir en LEGO.

Comportamiento asociado a la
economía real, la bolsa en cambio
ANTICIPA 6-12 meses.



Nos vamos a Private Equity. Son empresas privadas. Por mucho que suene sofisticado, no es más que eso, es exactamente igual que invertir en empresas cotizadas, pero siendo privadas. Lo que pasa es que su comportamiento va mucho más vinculado a la economía real. En los mercados cotizados, a pesar de que la economía sufra, como viene sucediendo desde el año 2022, pueden hacerlo separándose un poco de la realidad de la economía real. Private Equity suele ceñirse bastante más a lo que sucede en la realidad.

Private Equity



Tenemos diferentes tipos de Private Equity; por ejemplo Venture Capital, una empresa que está en desarrollo en los periodos iniciales. Growth Capital, una empresa que ya ha despegado en ventas, que ya tiene buenos beneficios y cash flow. Y la última parte que es Buyouts, que son negocios ya muy consolidados y lo que suele hacer un fondo de Private Equity es comprar una compañía grande, la endeuda, porque es una empresa estable, para posteriormente sacarla a bolsa o que otro Private Equity la compre, etcétera.

Private Equity

Venture capital has outperformed other PE sub-asset classes in eight out of the last ten vintage years.

Private market strategy performance comparison by vintage year, pooled net IRR since inception, 2009–18, %

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	10-year IRR
19.87	21.78	25.25	27.03	25.19	27.23	30.00	40.47	39.60	40.50	24.07
19.64	14.13	15.69	17.62	16.93	21.53	22.88	21.34	38.43	40.38	17.10
13.94	11.08	15.23	15.46	15.90	20.95	20.96	19.14	27.98	26.68	13.91
13.63	6.63	15.18	11.61	10.35	12.55	18.09	16.50	20.48	17.30	13.66
5.38	6.57	7.30	9.39	8.30	10.55	11.42	9.82	10.12	11.55	9.55

	Secondary	Infrastructure	Buyout	Growth-expansion	Venture capital
Funds, number	163	188	1,196	107	1,277
Capitalization, \$ billion	229.5	324.1	1,624.4	63.3	373.0

Source: Burgiss

Fuente: McKinsey Global Private Markets Review 2022.

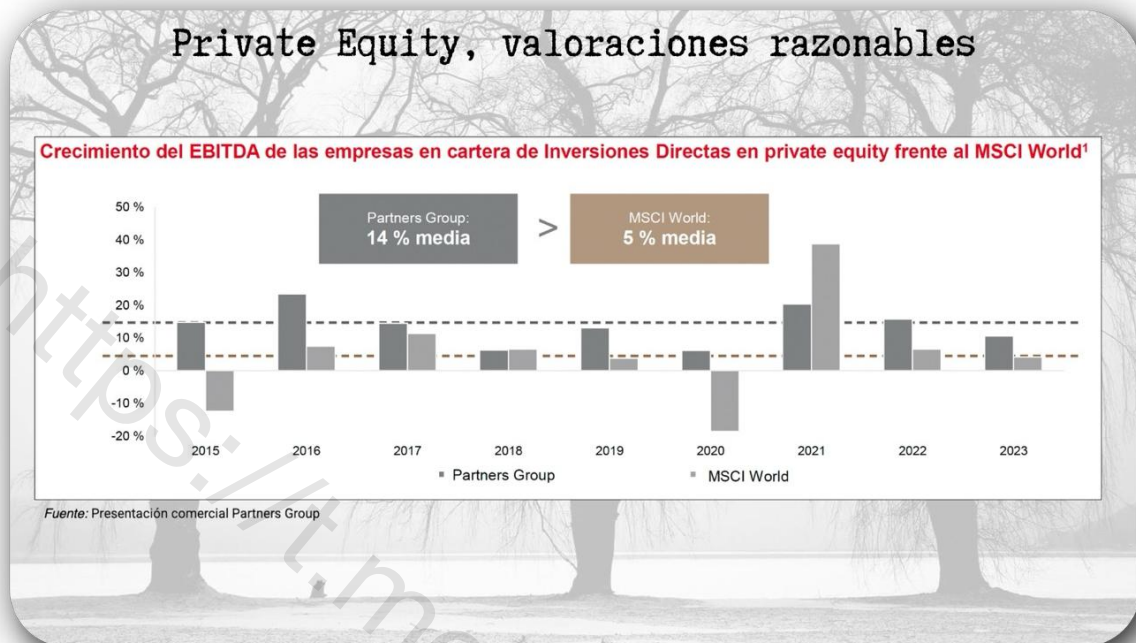
Aquí tenemos las diferentes categorías de Private Equity por años. Buyouts, Growth y Venture. Rentabilidades que suelen estar por encima del 10%



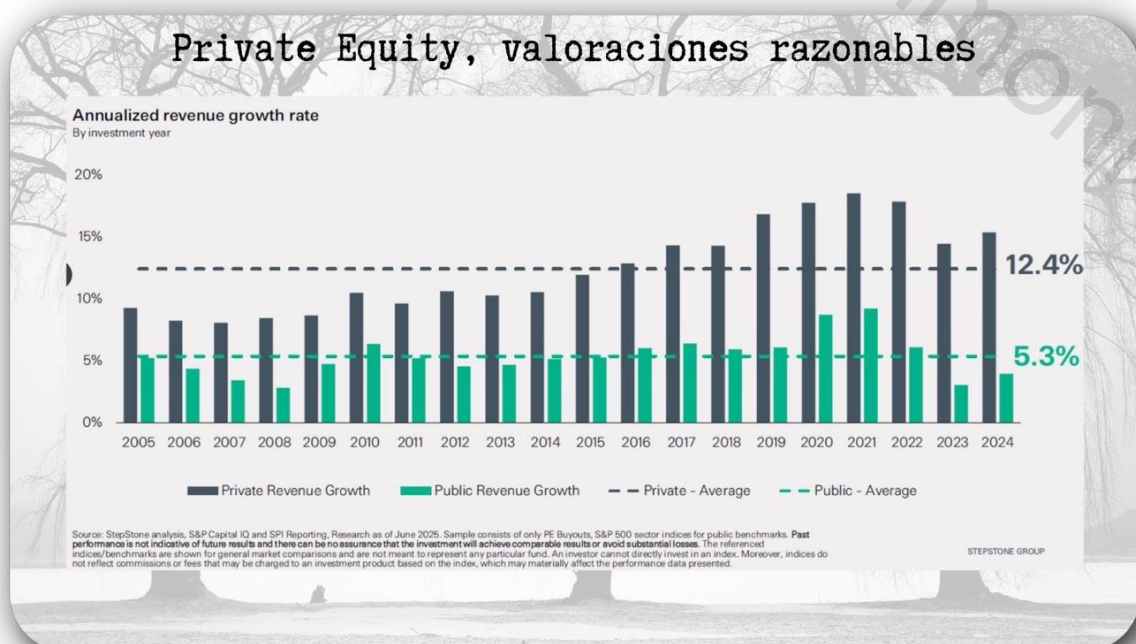
En renta variable podemos comprar una compañía. En Private Equity, como se explicaba al principio, suelen ser periodos de permanencia de 5 o 6 años dentro de la compañía. Son fondos que normalmente se dice que son caros porque no tienen nada que ver con invertir en renta variable. Un Buyout supone que entre un equipo directivo nuevo, cambia absolutamente todo y convierte a una compañía en mucho más eficiente. Cambia el guión absolutamente. Por lo tanto, en ese aspecto, no es muy comparable. Pero cuando un fondo de Private Equity sale, lo normal es que salga de la compañía sacando la bolsa y vende un porcentaje del flow a través de un SPAC, que se pusieron también muy de moda en el año 2020 creo recordar. Una adquisición estratégica por parte de un competidor que es parece lo que puede suceder con TK-Elevator, la parte de Tissen. La parte de recompra de acciones del equipo directivo, que se la quede el equipo directivo, eso pasa muchas veces. Liquidación si el negocio no prospera, o que la compre otro Private Equity.

Por ejemplo, en mi caso yo lo vivo desde dentro. El Family-Office para el que soy consejero y gestionamos el capital, está participado por un Private Equity. Y es el segundo que está y va a entrar el tercero. Es algo normal. Si entras en una compañía que tiene 30 millones de ventas, no vas a sacar la bolsa ni vas a hacer una SPAC. Lo normal es que entre un fondo de Private Equity en una compañía que tiene 30 millones en

ventas, las multiplique por x5 o x10, en este caso lo que sucedió se multiplicaron por 10, y entre otro fondo de Private Equity o se saque a bolsa. Porque es una compañía que está en el periodo de crecimiento como veíamos antes, es la evolución natural.

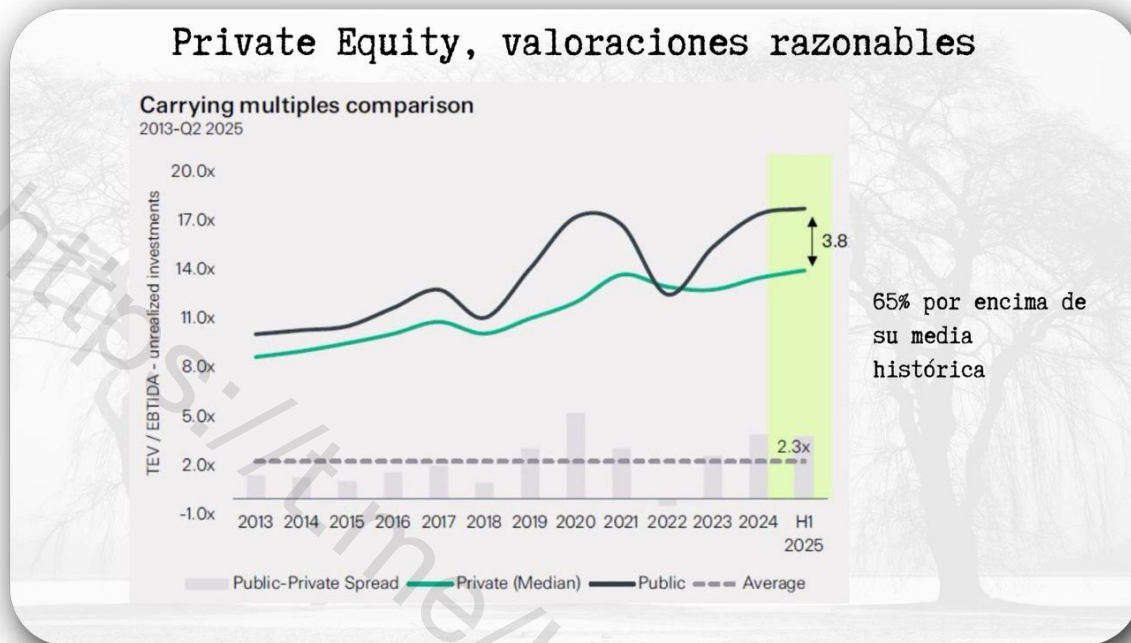


Se escucha a veces que Private Equity está sobrevalorado, pero casualmente, si nos ceñimos a los datos, desde el año 2015 hasta el año 2023, el crecimiento en EBITDA de las compañías que tiene en cartera Partners Group fue de un 14% mientras que el crecimiento en EBITDA del MSCI World fue un 5%, es decir, crecieron el triple. Sin embargo, lo hizo mejor el MSCI World. Expandió múltiplo muchísimo más, se encareció mucho más el MSCI World.



Y

Aquí tenemos también históricamente, a qué ratios crecen las compañías privadas y a qué ratios crecen las compañías públicas. Como vemos, desde el año 2005, también han venido creciendo mucho más rápido las compañías privadas. Es normal, porque suelen ser más pequeñas.



Y aún así, la media histórica nos dice que la diferencia en múltiplo EBITDA (Beneficios antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización) entre las compañías privadas y públicas desde el año 2013 hasta 2025 es 2,3x. Es decir, las compañías públicas cotizan 2,3 veces EBITDA más que las privadas. Ahora mismo ese múltiplo está a un 65% por encima de su media histórica. Es decir, las compañías públicas están un 65% más caras con respecto a las privadas que su media histórica. Compañía pública quiere decir que cotiza que cotizan en el mercado público (la bolsa), no que sean del Estado.

O sea que si comparamos el múltiplo de compañías privadas y compañías públicas, los datos objetivos nos dicen que en relación a la media histórica, están muchísimo más caras las públicas. Un 65% por encima de su media histórica.

Private Equity, valoraciones razonables

"Mercado de Private Equity cotiza muy caro"

PE Múltiplo medio histórico 9-10x EBITDA vs 11x actual

S&P500 Múltiplo medio histórico 16x vs 25x actual

"Está entrando demasiado dinero en Private Equity"

El mercado de Private Equity representa sobre el 10% del mercado cotizado actual, siendo un mercado invertible más grande.

"El S&P500 está caro desde hace años pero sube"

Todo mercado caro o en burbuja, sube.

Conclusión: narrativa vs realidad.

No existe tipología de inversión que solo tenga ventajas, todas tienen sus ventajas y desventajas. Además, dentro de cada tipología de inversión, hay mejores y peores opciones. Mercados cotizados, y no cotizados, ambos tienen riesgos.

Cuando se habla mercado de Private Equity cotiza muy caro; múltiplo medio histórico en Private Equity 9-10 veces EBITDA versus el 11 actual, el múltiplo medio del S&P500 es 16 versus el 25 actual.

También se dice que está entrando demasiado dinero en Private Equity. El mercado de Private Equity representa el 10% del mercado sobre el total de inversiones, muchísimo menos que el mercado cotizado, siendo un mercado invertible mucho más grande, ya que hay muchas más empresas privadas que públicas.

El S&P500, está caro desde hace años pero sube. Todo mercado en burbuja, sube. No se entiende una burbuja sin subir.

Conclusión narrativa versus realidad.



Un fondo de ejemplo de Private Equity es el de Partners Group, que como os decía, en el año 2008 no llegó a caer ni un 10%, cayó un 6,8%. Y ha hecho una TIR anualizada media por encima de doble dígito.



Hamilton Lane, que es una de las gestoras de Private Equity más grandes de Estados Unidos. Su fondo Evergreen, que salió en el año 2019, lo ha hecho por encima incluso del MSCI World. Lo cual no debería de ser lo normal, en el contexto actual, pero así ha sido.

Hedge Funds

Hedge Funds



Long - Short Equity
Largos en ganadoras,
Cortos en perdedoras



Event-Driven
Fusiones, adquisiciones,
quiebras, reestructuraciones



Relative Value
Aprovecha discrepancias
entre instrumentos
relacionados.



Quant/Algorithmic
Modelos y algoritmos
ejecutan señales.

Hedge Funds

Hedge funds: años de viento en contra



Liquidez → menos
creadores de mercado



Bancos centrales
→ precios 'sostenidos'



Volatilidad
→ vol contenida



Represión financiera
→ tipos 0/-



Apalancamiento
→ menos leverage



Apalancamiento
→ menos leverage

Resultado: poca alfa, mucha beta

Hedge Funds

ICARIA



Para finalizar, Hedge-Funds. Son fondos de inversión que buscan que mientras que la renta variable cae, los Hedge-Fund suban. Nos vamos a centrar en la categoría de beta condicional, es lo que para mí es interesante.

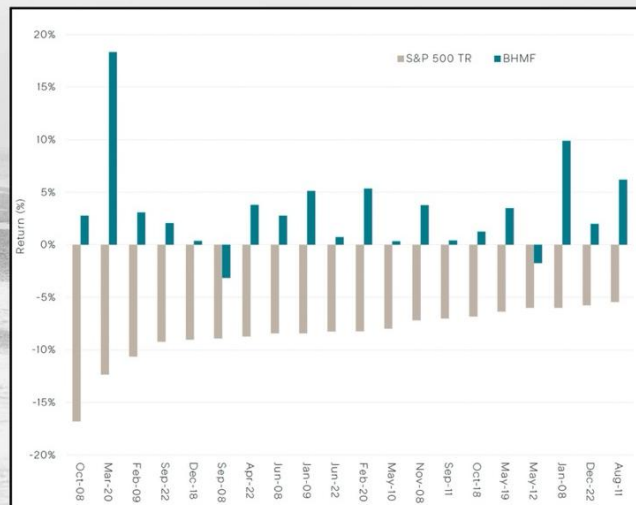
No tiene ningún sentido invertir en fondos de Retorno Absoluto UCITS, que son los que se pueden contratar a través de cualquier banco, Porque si comparamos los retornos de los fondos UCITS de Retorno Absoluto, o Hedge-Funds similares no UCITS, la diferencia es enorme. Desde el año 2015 era una de las básicas de la inversión, no invertir en fondos de Retorno Absoluto UCITS. Porque la regulación es tan intensa en el mundo UCITS, que un un fondo de Retorno Absoluto no tiene apenas margen para hacerlo. Tal es así que Blackstone, su fondo partners, que es un Hedge-Fund de Retorno Absoluto, es un fondo gigantesco, lo sacó en formato UCITS y la diferencia en rentabilidad era del doble, no tenía ningún sentido.

Hedge Funds, suavizando el camino

Fondos de Beta
negativa, lo que sube
cuando la bolsa cae



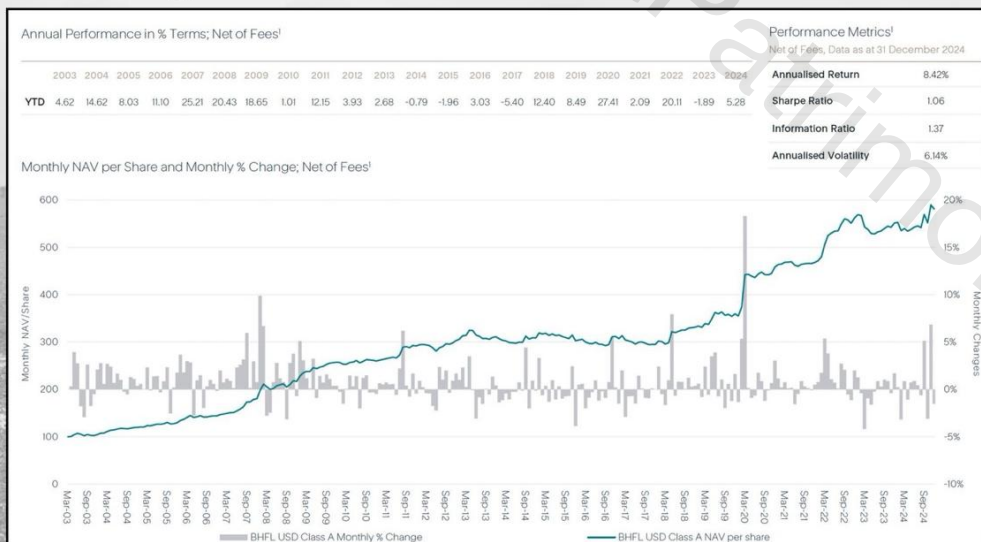
Fuente: Presentación comercial Brevan Howard 2022



En cambio, uno de los mejores fondos que conozco, que es Brevan Howard, que es el que vemos aquí, en gris tenemos lo que hace el S&P500 en momentos de caídas de mercado, y en el otro color tenemos lo que hace Brevan Howard, que es precisamente lo que se busca. cuando la bolsa cae, que el fondo suba.

Hedge Funds, suavizando el camino

ICARIA

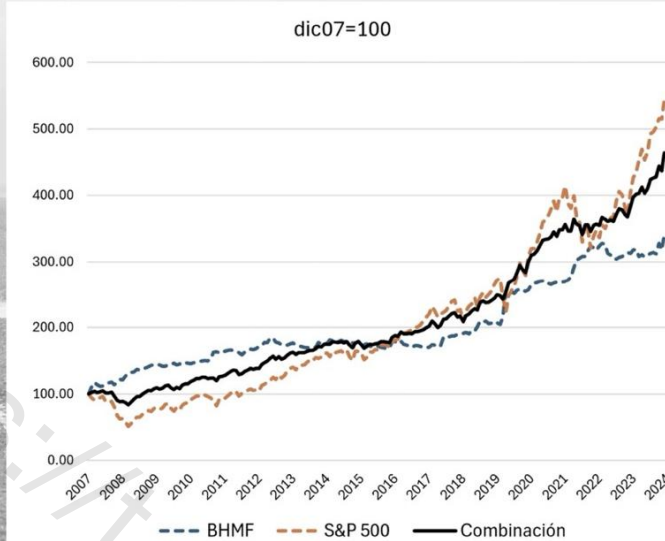


Fuente: Presentación comercial Brevan Howard 2022

Aquí tenemos el track record. En el año 2008, Brevan Howard subió un 20%, mientras que el S&P500 cayó un 35%, Y, en el peor momento, que el S&P500 cayó un 55%, Brevan Howard subía cerca de un 50% en euros. Mitigando completamente la caída.

Hedge Funds, suavizando el camino

ICARIA

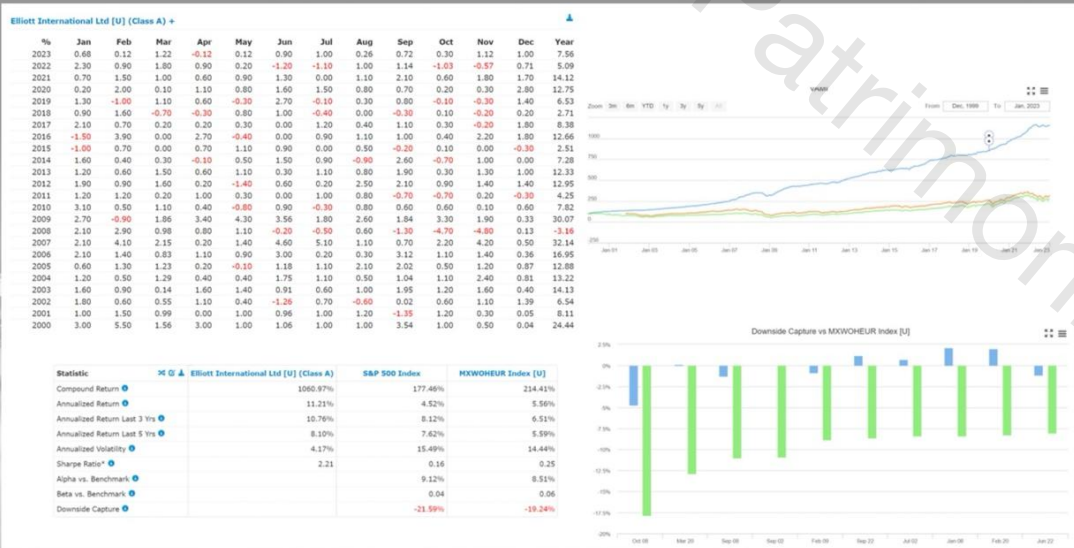


Notas: La rentabilidad de BHF es una simulación proporcionada por la gestora, asumiendo que el esquema de comisiones actual hubiera existido desde el inicio del fondo. En la estrategia combinada, se ha asumido rebalanceo mensual.
Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg y de Brevan Howard.

Fuente: Presentación comercial Brevan Howard 2022

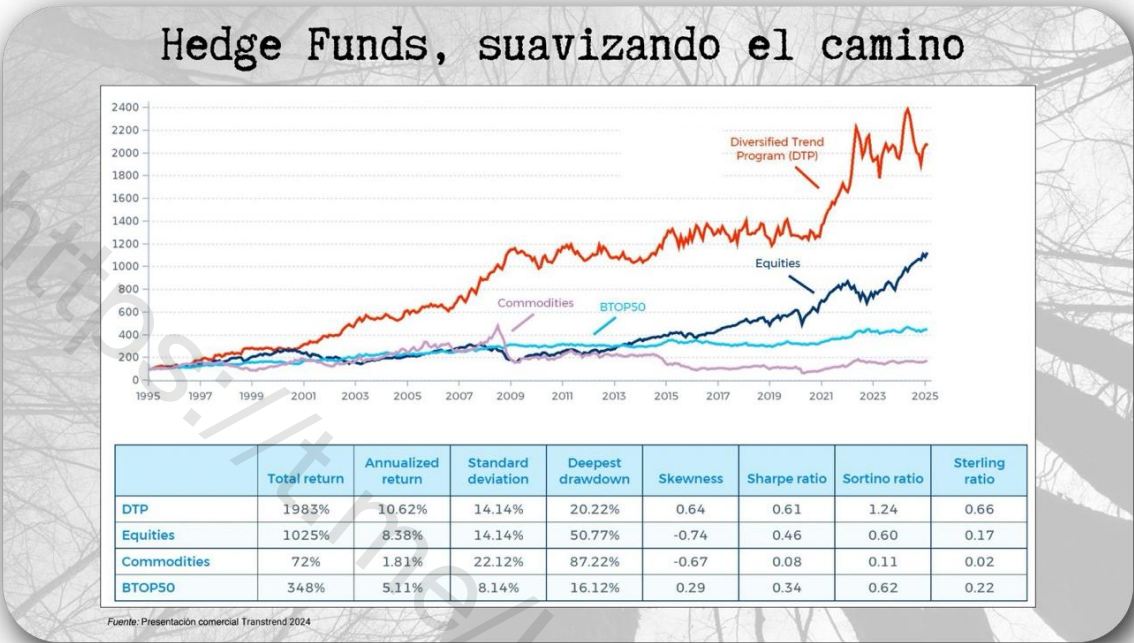
Imaginemos que tenemos una inversión que es 50% Brevan Howard y 50% SP500. Nuestra curva sería la negra, que nada tiene que ver con la curva de sólo el SP500. Es muchísimo menos volátil. Cuando vienen caídas, las caídas son mucho más contenidas.

Suavizando pero con retornos



Aquí tenemos otro de los mejores Hedge-Funds del mundo, que aunque el track record viene desde el año 2000, tiene Track record desde 1977, que es el fondo de Elliot, que solo tuvo desde el año 77 un año negativo, que fue de un -3%, y ha dado un rendimiento

anualizado del 11,21%, contra un rendimiento del 4,52% en el mismo periodo del S&P500,
con sólo un año en pérdida. Y esto, evidentemente, en un fondo UCITS no lo vas a conseguir. Uno de los mejores fondos del mundo.



Transtrend, que es una gestora de Retorno Absoluto holandesa, también histórico desde 1995, retorno anualizado del 10% contra el 8,38% del S&P500. Pero la parte importante es la beta negativa. Fijaos en el año 2008 lo que hace, mientras la renta variable se hunde. Pues sube fuertemente. Ese es básicamente el objetivo. No tanto la rentabilidad, que en estos casos pasa a un segundo plano, sino que cuando los activos de riesgo caen, esto suba. Esa es la clave.

Renta Variable

Renta Variable, buscando lo extraordinario

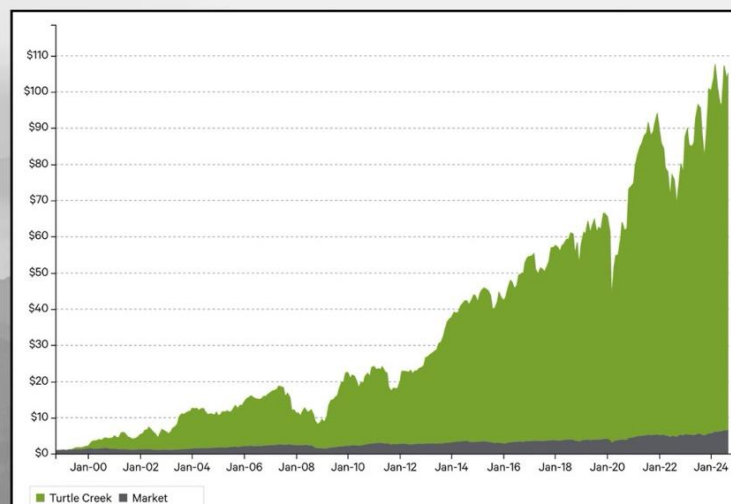
Fondos de difícil acceso para el cliente retail, por mínimos o por ser de perfil institucional.

Por lo tanto, fondos, que en su mayoría, no podrías invertir en libre.



Resultados Extraordinarios

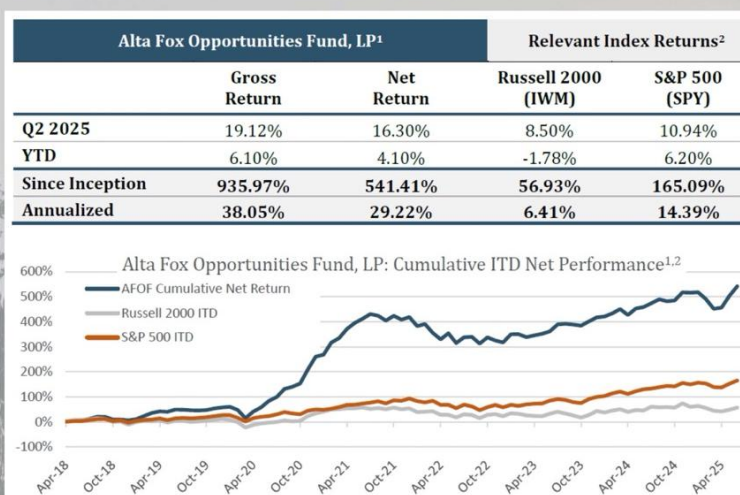
ICARIA



Fuente: Presentación comercial Turtle Creek Equity Fund

Resultados Extraordinarios

ICARIA



Resultados Extraordinarios

Period	Partnership Returns ^{1,2}	S&P 500 Returns ^{1,3}	Russell 2000 Returns ^{1,3}
2021	24.5%	10.0%	1.0%
2022	(17.0%)	(18.1%)	(20.4%)
2023	82.0%	26.3%	16.9%
2024	(10.9%)	25.0%	11.5%
Q1 2025	0.4%	(4.3%)	(9.5%)
Q2 2025	16.4%	10.9%	8.5%
2025	16.9%	6.2%	(1.8%)
Annualized Return Since Inception	18.6%	11.0%	0.7%
Cumulative Return Since Inception	96.0%	51.1%	2.9%

The below table highlights the partnership's key portfolio composition metrics as of June 30, 2025:

Key Portfolio Composition Metrics ⁴			
Number of Holdings:	15	Average Market Cap ⁵ :	\$239MM
Top 5 Holdings Concentration:	58.6%	Investments Non-U.S. ⁶ :	85.7%

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

Fuente: Presentación comercial Sohra Peak

La parte de renta variable la voy a pasar rápido. Os traía fondos que lo han hecho muy bien. Turtle Creek, Alta Fox, Sohra Peak... todos comparten que invierten en small caps y que no son UCITS, por lo que tienen más flexibilidad para invertir.

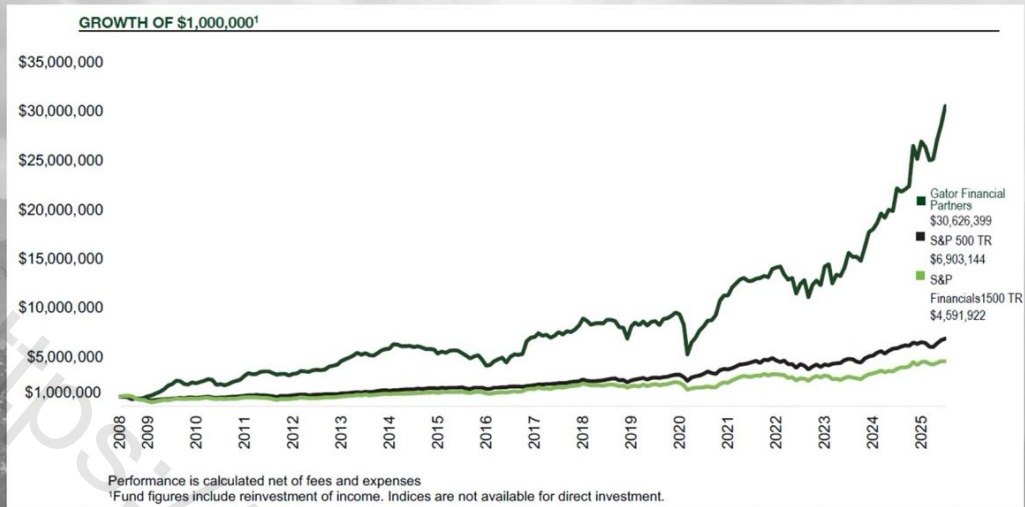


Salvo este, que sí que lo es, el fondo de Indépendance. Una de mis gestoras favoritas. Son franceses, e invirtiendo sólo en francia consiguieron desde el año 94 un 12,7% anualizado. Es una barbaridad.



Voss Capital, contra el S&P500.

Resultados Extraordinarios



Este es Gator Financial Partners. Invierte sólo en financiero. Desde el año 2008, la línea negra es el S&P500.

CONCLUSIÓN

Conclusión

- ❖ Binomio Rentabilidad-Riesgo
- ❖ Estabilidad
- ❖ Diversificación
- ❖ Tranquilidad
- ❖ Acceso a fondos endowment, fondos de pensiones y equivalente
- ❖ Sencillez

En conclusión; el modelo endowment es utilizar el sentido común para invertir en toda la tipología de activos que hemos visto. Mejora el binomio rentabilidad-riesgo, es decir, tienes un comportamiento menos volátil y más tranquilo a lo largo del tiempo. Al mismo tiempo, da una estabilidad mayor al patrimonio con una diversificación mayor. La realidad es que tienes una diversificación superior, que hace que cometas menos errores. Es un comportamiento muchísimo más plano. Es incluso más sencillo, porque si tienes una cartera realmente diversificada, te ciñes a tu plan, no te sales del guión y no estás haciendo movimientos. Es lo que hacen la mayor parte de los inversores y es donde se cometen los errores. La mayor parte de los inversores salen en el peor momento posible porque la parte emocional de la inversión es la más complicada.

Críticas

- ❖Liquidez
- ❖Riesgo gestor
- ❖Demasiado trabajo para un gestor
- ❖Costes
- ❖Sesgo de supervivencia al escoger fondos
- ❖Frente a MSCI World
- ❖Demasiado complejo

Y por último, las críticas que se suelen hacer son; la iliquidez. En mi opinión, si inviertes en renta variable deberías de hacerlo un plazo de 5 o 10 años, si no estás dispuesto a invertir a trimestres vista no deberías invertir. Riesgo gestor, cuando diversificas en muchos vehículos, se mitiga totalmente y sobre todo si son casas de primer nivel.

Los costes, se habla mucho de los costes y muchos de los fondos que hemos visto tienen costes incluso inferiores que los comparables en su categoría. Nosotros tenemos un fondo de Deuda Privada que tiene una comisión del 0,5% y hay fondos de renta fija con comisiones infinitamente superiores. Incluso fondos que buscan replicar a monetarios y te cobran más de un 0,5%.

Se puede hablar de que en estos fondos hay sesgo de supervivencia. En mi opinión no tiene lógica, cuando son gestoras de primer nivel, no es que estos fondos lo hayan hecho bien, sino que el agregado de sus fondos lo ha hecho bien, es un poco el razonamiento.

Tampoco consiste en batir al MSCI World, simplemente es tener un camino muchísimo más tranquilo con resultados parecidos. ¿Se puede batir al MSCI World? Sí, yendo hacia el lado menos conservador de lo que hemos visto, se puede batir, pero no vas a tener un comportamiento tan estable, que es lo que buscan los endowments, un camino tranquilo.

Y demasiado complejo; cuando lo razonas, como decía yo al principio, tierras, dinero y negocios, pues no dista tanto.

ICARIA PATRIMONIO FIL

Estrategia del fondo



Objetivo

Foco centrado en la gestión del riesgo, por lo tanto la prioridad será maximizar el Ratio de Sharpe, es decir, el retorno obtenido por unidad de riesgo.



Estrategia

Inversión global con enfoque en el modelo endowment, en el que seremos propietarios de activos clave para el mundo con una tendencia clara a largo plazo. Empresas, infraestructuras, inmuebles, etc...



Cartera

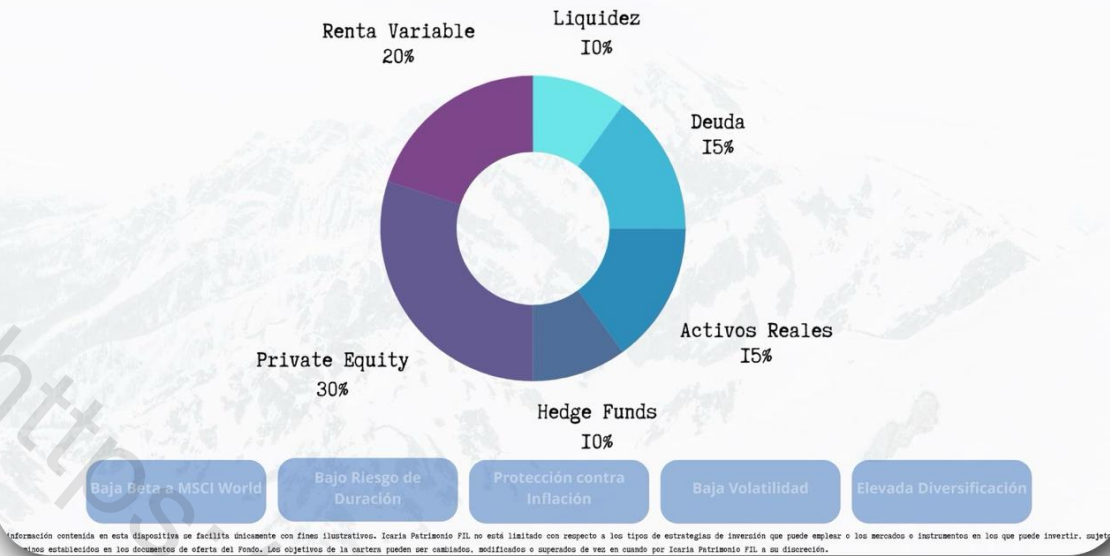
Sobre 20 fondos de acceso institucional
Exposición a los mismos sin apalancamiento
Más de doscientos subyacentes componen la cartera final

Información contenida en esta dispositiva se facilita únicamente con fines ilustrativos. Icaria Patrimonio FIL no está limitado con respecto a los tipos de estrategias de inversión que puede emplear o los mercados o instrumentos en los que puede invertir, sujetos a los límites establecidos en los documentos de oferta del Fondo. Los objetivos de la cartera pueden ser cambiados, modificados o superados de vez en cuando por Icaria Patrimonio FIL a su discreción.

Y por último, el vehículo a través del que estamos haciendo todo esto desde hace unos tres meses, es Icaria Patrimonio FIL

En esos tres meses, consiguió un 2,6% de rentabilidad, creo, porque salió el último liquidativo hoy, y tiene unos 17 millones de euros bajo gestión.

Estrategia del FIL



Con este Asset Allocation. Entre un 10-15% en deuda, un 10-15% en activos reales, un 10-15% en Hedge-Funds, un 20-30% en Private Equity y un 20-30% en renta variable.

Es decir, todo lo que hemos visto agrupado en un único lugar, en este caso hay unos 23 fondos y miles de activos por debajo.

Dos Clases

Frecuencia de suscripción: Mensual

Frecuencia de reembolso: Trimestral

Frecuencia de valor liquidativo: Mensual

Clase A

- Mínimo 100.000€
- Comisión 0.99%

Clase I

- Mínimo 500.000€
- Comisión 0.69%

ANDBANK
Private Bankers

Con frecuencia de suscripción mensual, frecuencia de reembolso trimestral, valor liquidativo mensual y dos clases. La clase A y la clase I.

Las clases son elevadas, por la tipología de activo que es. Es más, todos los partícipes que tenemos en el fondo, los conozco, me he reunido con absolutamente todos, porque queremos que la gente que entre sea gente con vocación de largo plazo al 100%.

Solo está en un banco. No queremos que esté en ningún otro lugar, porque es la forma de reunirnos con todo aquel que entra.

Quien Soy

Carlos Santiso es Gestor Senior en Andbank Wealth Management, siendo el gestor de cuatro vehículos de inversión colectiva. En total gestiona más de cien millones de euros para Andbank. También es consejero y ha desempeñado el rol de Director de Inversiones (CIO) en varios Family Office.

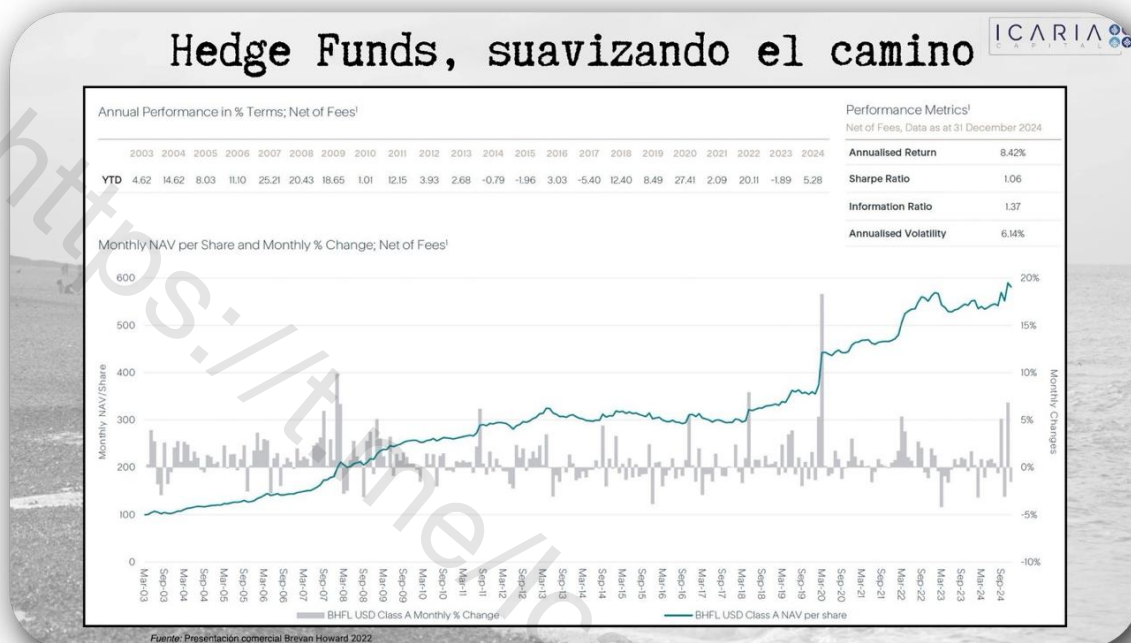
Profesor por vocación, habiendo diseñado un curso de opciones para Value School con 500 alumnos, un programa sobre Value Investing para el IEB, y docente de los Máster en IEB, VIBE y OMMA.



Preguntas de los asistentes

¿Por qué no invertir todo en esos Hedge-Fund que mencionas?

Es buena pregunta. La respuesta la voy a enseñar con el gráfico rápido los Hedge-Funds.



Los hedge-funds de Icaria Patrimonio son maravillosos, a mí me encantan. Pero como decía, el motivo principal tiene que ser que cuando los activos de riesgo caen, esto suba. Pero cuando los activos de riesgo suben, esto puede estar haciéndolo mal durante un periodo largo. Si os fijáis en la imagen, desde el año 2011 hasta el año 2017, una travesía por el desierto para luego en el año 2020 te pega un subidón y en el año 2022 que fue incluso un año más complicado en su vida, igual. Eso para mí es excepcional, porque porque el equivalente sería comprar una cobertura. Y comprar una cobertura tiene coste todos los años. Si compramos una cobertura todos los años estaríamos perdiendo dinero. Aquí tenemos un fondo que gana dinero, y que en los momentos que más lo necesitamos, suele responder muy bien. Esa es la clave. Yo no lo invertiría todo ahí porque pasar este periodo del año 2012 al 2017 plano mientras todo sube, psicológicamente es durísimo. Visto en el gráfico es muy sencillo, pero vivido es terrorífico.

Cuando se habla de la volatilidad del Private Equity, se omite que muchas veces los valores equitativos no existen, no hay una contrapartida entre muchas empresas que, si hubieran estado cotizadas, bajarían un montón. No se ve ese reflejado en el gráfico. Desde tu parte de gestión, ¿cómo valoras esto?



Nosotros en la parte de Private Equity no invertimos nada en fondos de Private Equity tradicionales, en los cerrados. Sólo invertimos en *evergreen*. Entonces, un *evergreen* como por ejemplo Partners Group que existe desde el año 2007, hace reembolsos trimestrales. Por lo tanto, para darte tu capital, las valoraciones tienen que ser realistas. En mi opinión hay mucho ruido injustificado. Yo lo vivo desde dentro, desde el Family-Office porque estamos participados por un Private Equity, y porque también llevo muchos años invertido en Private Equity y es bastante más racional de lo que es el mercado de renta variable. El fondo de Partners Group desde el año 2022, donde la macroeconomía en el mundo anda un poco renqueante, ha hecho un underperformance respecto al MSCI World brutal. Es totalmente racional y es lo que veo en los fondos que escojo. Es más, las *Due Diligence* que tienen que hacer los equipos que tienen que entrar dentro para valorar, etcétera, es muchísimo más complicado de lo que se vende. En un fondo como el de Partners Group que te tiene que reembolsar el capital en un periodo de tres meses, la valoración tiene que ser totalmente fina.

En estos Private Equity agregados, ¿estás incluyendo solamente aquellas empresas que están dentro de fondos Private Equity?

Sí, estoy incluyendo las valoraciones medias de todos los fondos de Private Equity de la muestra en activo

Está ocurriendo que los fondos de Private Equity cotizan a múltiplos que no deberían cotizar. Hay un factor ahí de sesgo del retail frente al institucional.

Ha habido mucha racionalización a partir del año 2022 en Private Equity. Antes del año 2022 las valoraciones estaban muy elevadas. De hecho la valoración que nos daban a la empresa de la que hablo era 20 veces EBITDA. Es una empresa en crecimiento, pero ahora no se valora esas 20 veces. Entonces entre la macroeconomía, que no ha sido la mejor, y que las expectativas de los que querían salir y los que querían comprar se han ido estrechando, ha llegado a estar ya en un punto que es bastante coherente. Pero antes del año 2022 no estaban ahí, las expectativas eran bastante más irracionales de lo que son ahora. Y en cambio, antes del año 2022 no escuchabas a nadie decir que Private Equity era una burbuja, cuando en aquel momento lo era bastante más de lo que es ahora.

¿A cuánto ascienden los costes de Icaria Patrimonio FIL, sin incluir la comisión de gestión?

Hay fondos de infraestructura que tenemos en cartera que son más baratos que fondos de renta variable, lo cual me parece excepcional porque estamos hablando de gestionar las infraestructuras. Hablamos del 1,4% anual. Hay fondos de Deuda Privada, tenemos un compromiso para entrar en uno que dentro de dos años el mínimo va a ser 100 millones para entrar y nos van a dejar entrar ahora, y la comisión va a ser de 0,8% anual, pero es un fondo con una expectativa de rentabilidad en torno al 8%, tiene un perfil de rentabilidad más elevado que el que comentaba antes del 0,5%. Y luego hay fondos como por ejemplo el de Brevan Howard. Los más caros son los de renta variable, ya lo digo ahora, esos son los más caros, contrariamente a lo que piensa la gente, que cataloga a todos mercados privados de la misma forma. Pero en la parte de Hedge-Funds, el más caro es Brevan Howard, con una estructura el 2/20. Es decir, un 2% de comisión de gestión y 20% sobre los resultados, es el más caro, pero luego por contra

tienes muchos otros como los que decía antes. Todas las rentabilidades de las imágenes son netas de comisiones. La suerte que tenemos nosotros es que prácticamente todos los fondos en los que entramos, entramos en las Clases Institucionales. Este fondo de Brevan Howard, el mínimo de inversión es 10 millones y nosotros lo tenemos desde el primer día. Y en muchos otros también. Eso es porque nos permiten agrupar el capital que tiene invertido el Family-Office con el capital que invertimos para el fondo, que ahora mismo, pues como decía, son unos 17 millones. Así que estamos en las clases baratas.

¿Cuál es la rentabilidad y la volatilidad media esperada del fondo de cara al futuro?

Esperamos una volatilidad en torno al 5% o 6%, más o menos la misma que la de la Cartera Permanente. Y la renta variable, si comparamos con volatilidades mensuales, tiene una volatilidad entre el 11 y el 12% en el mismo periodo.

¿Cómo es posible recabar información adicional del fondo y quiénes son los gestores?

El gestor soy yo, Carlos Santiso. Se puede contratar a través de Andbank, que llevo muchos años trabajando con ellos. Ahora mismo tengo unos 150 millones bajo gestión y obviamente no estoy yo solo. Hay un equipo que me ayuda. Lo importante es que yo hago la *Due Diligence* y profundizo en todo lo que hemos visto, pero realmente quien invierte son las gestoras de los fondos que hemos visto. Es decir, que no es lo mismo que un vehículo de renta variable cuya evolución dependa al 100% del gestor, para bien y para mal. El riesgo gestor está mucho más mitigado, en mi opinión, porque es diversificar en muchas categorías que tienen baja relación entre sí.

¿Sólo se puede contratar desde Andbank?

Eso es, como decía al principio, todos los partícipes que hay dentro del FIL los conozco. Es la forma de tener algo que no queremos vender como mayoritario, ni que inviertan miles de personas, como tenemos en MyInvestor Cartera Permanente, con más de 5.000.

No queremos eso en ningún caso. Es más, cuando el fondo alcance un volumen inferior al de los 100 millones, bastante por debajo, se cerrará. Porque no buscamos eso. Buscamos una base de inversores a largo plazo que prácticamente ni miren lo que pasa.