

Julio de 2026

Estimado/a inversor/a:

Esta carta semestral es más extensa de lo habitual, ya que la utilizo para informarle sobre algunos cambios en la forma en que gestionamos Fundsmith Sustainable Equity Fund, un subfondo de Fundsmith SICAV («Fondo»).

Sin embargo, la tabla siguiente muestra el rendimiento de nuestro Fondo y otros comparadores durante el primer semestre de 2026 y desde su inicio.

% de rentabilidad total	Del 1 de enero al 30 de junio de 2026	Creación hasta el 30 de junio de 2026	
		Acumulada	Anualizada
Fundsmith Sustainable Equity Fund EUR T Class ¹	-1,5	+16,2	+2,9
MSCI World Index EUR ²	+12,7	+103,4	+14,2
Bonos europeos ³	+2,2	-27,6	-5,9
Efectivo ⁴	+1,0	+9,8	+1,8
Fundsmith Sustainable Equity Fund CHF I Class ¹	-2,7	-2,1	-0,4
MSCI World Index CHF ²	+12,1	+74,9	+11,0
Fundsmith Sustainable Equity Fund USD I Class ¹	-4,4	+10,9	+2,0
MSCI World Index USD ²	+9,7	+91,6	+13,0
Fundsmith Sustainable Equity Fund GBP I Class ¹	-2,8	+16,8	+2,9
MSCI World Index GBP ²	+11,2	+101,9	+14,1

¹ Acciones de capitalización, netas de comisiones, cotizadas a las 13:00 h CET, con fecha de lanzamiento 01/03/2021, fuente: Bloomberg

² MSCI World Index cotizado al cierre de las actividades comerciales en EE. UU., fuente: Bloomberg

³ Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond Index, fuente: Bloomberg

⁴ Tipo de interés en €, fuente: Bloomberg

El Fondo no se gestiona basándose en ningún índice de referencia; los comparadores anteriores se proporcionan únicamente con fines orientativos.

Las acciones de capitalización de clase T en euros cayeron un 1,5 % en los primeros seis meses del año, 14,2 puntos porcentuales menos que el que quizás sea el comparador más evidente: el índice MSCI World (€ netos). (Téngase en cuenta que no cubrimos la exposición a divisas, por lo que la principal diferencia de rentabilidad entre las diferentes clases de acciones de divisas se debe a los movimientos de divisas en el periodo. Estos movimientos de las divisas también afectan a la rentabilidad del comparador, MSCI World Index). He trasladado el análisis habitual de atribución de ese rendimiento a un apéndice de esta carta, ya que hay otro asunto que deseo tratar primero, a saber, qué vamos a hacer respecto a este rendimiento.

El trasfondo sigue siendo un mercado dominado por los llamados fondos pasivos o indexados, la mayoría de ellos ETF, y por el auge en torno a la IA, que juntos han dado lugar a un mercado impulsado por el momentum más que por factores fundamentales como la rentabilidad, la rentabilidad sobre el capital y el crecimiento; en otras palabras, los factores en los que nosotros nos centramos.

Ya he escrito sobre el efecto de esto, pero agradezco a Simon Evan-Cook, que escribió en abril en una publicación en Substack llamada *Wealth Yourself*, algunas observaciones adicionales en un texto titulado *Victory for Passive!. 22 thoughts and questions*, con el subtítulo *Passive has conquered the world. What could possibly go wrong? Quite a lot.* (22 pensamientos y preguntas. La pasividad ha conquistado el mundo. ¿Qué podría salir mal? Unas cuantas cosas.)

Evan-Cook señala que un argumento original para cambiar a la inversión pasiva era que «es difícil superar al mercado, y el inversor medio fracasará (debido a los costes)». Entonces, ¿por qué no ahorrar tiempo y dinero comprando todo el mercado a través de un fondo índice de bajo coste, y obtener un rendimiento ligeramente mejor que el del gestor activo medio como resultado de las comisiones ahorradas?

En el reciente y sorprendente rendimiento superior de los fondos índice frente a los gestores activos, esta justificación ha sido convenientemente olvidada. En el Reino Unido, por ejemplo, el fondo índice Vanguard UK All Share ha obtenido un 66 % en los últimos cinco años, superando con creces el rendimiento medio de los fondos de renta variable del Reino Unido, que es de solo un 32 %. Esto se considera una razón para transferir aún más dinero de la gestión activa a la pasiva y así reforzar el ciclo de retroalimentación.

Si el fondo activo promedio cobra un 1 % y devolvió un 32 % después de esos cargos, y el índice se supone que es la suma de esos gestores activos, ¿no debería el fondo índice haber obtenido alrededor de un 37 %? ¿Cómo logró un 66 %?

Para citar Evan-Cook: "Esto está muy bien si ha invertido en el fondo indexado, pero convierte en un sinsentido aquel argumento original de conformarse con la media. Otra pregunta que se plantea es: Si el fondo indexado puede rendir un 29 % mejor que el gestor activo medio, ¿por qué no puede hacerlo un 29 % peor?

Una observación asociada es que los fondos pasivos están empezando a parecerse a los fondos activos.

Los fondos indexados ahora dominan las tablas de rendimiento de los fondos. En 2018, el cuartil superior estaba ocupado por fondos activos de crecimiento de calidad, en 2022 por fondos activos de alto crecimiento y en 2026 por fondos indexados: 12 de los 20 mejores rendimientos en cinco años son fondos indexados.

Además, los fondos indexados están adoptando posiciones más concentradas que muchos gestores activos. La mitad del fondo índice FTSE 100 de Vanguard está concentrada en solo 10 acciones, y tiene apuestas sectoriales significativas en bancos, productores de petróleo y compañías mineras. Los fondos indexados ya no son las carteras diversificadas y de bajo riesgo que solían ser.

Evan-Cook se centra en el Reino Unido, pero estas estadísticas y argumentos son aún más pertinentes para el mercado estadounidense, donde las acciones de IA dominan los índices y el rendimiento del mercado. El mercado estadounidense ofreció una rentabilidad total del 83 % durante los cinco años hasta finales de mayo en USD (la rentabilidad por precio fue del 71 %). Mientras tanto, el fondo de renta variable abierta promedio que invierte en EE. UU. (3107 con registros de 5 años) obtuvo un rendimiento del 59 % en USD. Los fondos indexados superaron a los fondos activos en promedio en un 24 %.

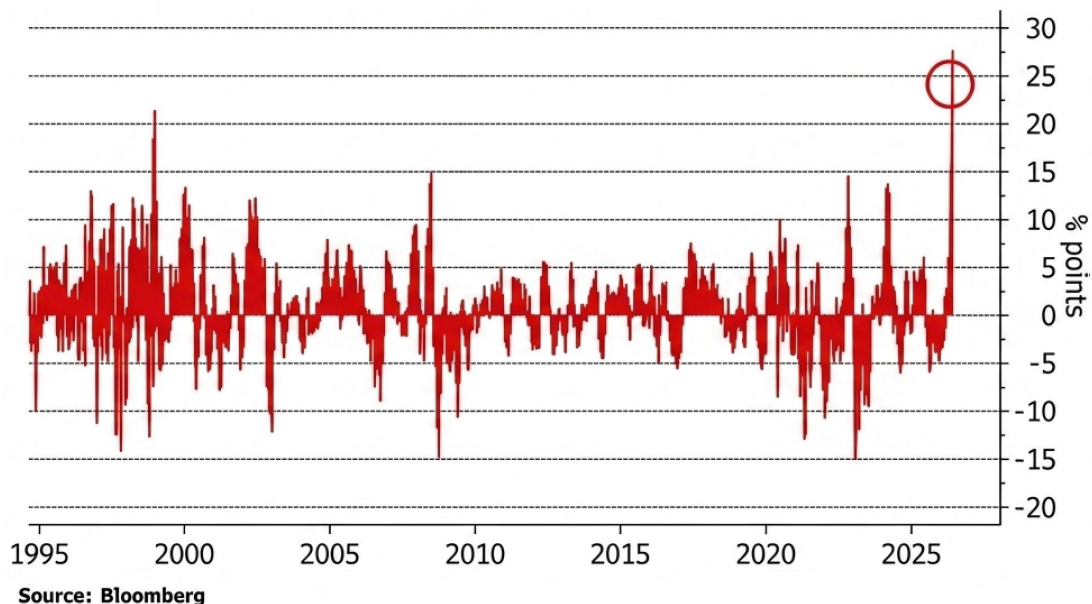
Además, aunque el patrimonio gestionado en fondos indexados supera ahora el 60 %, en términos de volumen de operaciones, los gestores de fondos activos son una minoría aún más pequeña de lo que esto implica. Según Cboe Global Markets, habiendo representado el 80 % de las operaciones en la década de 1990, la participación de los fondos activos en las operaciones ha disminuido ahora a solo el 10 %. La actividad de compraventa que impulsa ahora los precios ya no viene determinada por decisiones de gestión

activa, sino por el bucle de retroalimentación del momentum: el trasvase de fondos desde la gestión activa hacia la pasiva y los reajustes de ponderación dentro de los propios fondos pasivos.

He leído comentarios sobre estos argumentos que sugieren que esta explicación de lo que está ocurriendo es incorrecta. Sin embargo, el rendimiento de la inversión basada en el momentum es claro, como ilustra este gráfico de Bloomberg:

Momentum Is Showing Record Outperformance

■ MSCI US Momentum QoQ vs MSCI US QoQ



Está en un máximo de 30 años y es más extremo que a finales de 1999, justo antes de que estallara la burbuja puntocom. A medida que el rendimiento de los fondos activos continúa empeorando, más personas los abandonan, generando un círculo vicioso pernicioso.

Otra ilustración más de que la inversión indexada no es realmente "pasiva" se dio en una entrevista con David Booth, cofundador de Dimensional Fund Advisors (que ahora gestiona más de 1 billón de dólares en activos) publicada en Barron's el 18 de junio. Al comentar los cambios normativos que permitieron que SpaceX se incorporara a los índices más rápidamente de lo habitual (para facilitar la OPV de SpaceX de junio de 2026, los principales índices flexibilizaron sus criterios de inclusión: el Nasdaq-100 eliminó su periodo de carencia de 3 meses, es decir, la acción tenía que cotizar durante tres meses antes de su inclusión, y su requisito de un 10 % de capital flotante, de modo que pudiera incluirse pese a tener menos de un 10 % libremente negociable), Booth dijo: "Creo que estás señalando un problema mayor." Supongamos que no le gusta la gestión activa y opta por un índice. Bueno, alguien está gestionando esa cartera; no es el gestor del fondo, sino el proveedor del índice. Si el proveedor del índice lo modifica, el fondo tiene que cambiar, así que los fondos indexados son, en realidad, mesas de

negociación. Los proveedores de índices son gente sensata, pero no son fiduciarios que velen por mis intereses. Velan por los suyos... Eso no los convierte en malos, pero es imperativo entender lo que está pasando.

Lo que sin duda estamos viendo es que los fondos indexados, como otras innovaciones financieras, empiezan con una buena lógica, pero inevitablemente acaban llevándose al extremo y, en última instancia, con consecuencias nefastas. El desarrollo de los derivados de crédito en la década de 1990 y la posterior gran crisis financiera de 2007-08 son un ejemplo reciente de ello.

En cuanto a lo que está provocando esta huida desenfrenada de la gestión activa hacia los fondos indexados, dejo aquí mi alegato, al menos por ahora.

Es importante señalar en este punto que seguimos firmemente convencidos de que una cartera de acciones con mejores características fundamentales que el índice acabará ofreciendo una rentabilidad superior a la del mercado a largo plazo. Nos referimos a empresas con rentabilidades sobre el capital empleado más altas y más sostenibles, y con capacidad de reinvertir al menos parte del efectivo que generan en nuevas vías de crecimiento. Si además se compran a una valoración razonable, creemos que el resultado será mejor, especialmente si se tiene en cuenta la volatilidad.

Cada día parece que se nos presentan ejemplos de lo que el auge de la inversión pasiva está suponiendo para el mercado en términos de volatilidad. El miércoles 27 de mayo, Snowflake (SNOW US), una empresa de bases de datos, cerró la sesión bursátil como una compañía valorada en 60 000 millones de dólares y abrió el jueves con una valoración de 82 000 millones de dólares. Aquel jueves, el relevo de la volatilidad pasó a Dell Technologies (DELL US), la empresa de hardware informático. Su cotización cerró con una valoración de la empresa en 205 000 millones de dólares y el viernes abrió con una valoración de 273 000 millones. Ese aumento inicial del 33 % se produce después de que las acciones ya se hubieran duplicado desde principios de marzo.

Haría varias observaciones al respecto. Es una historia que podríamos contar casi a diario, como espero que ilustre la secuencia anterior.

1. No conozco ninguna metodología fundamental de inversión que pueda ayudar a predecir o capturar estos movimientos.
2. Esos movimientos sin duda se explican, al menos en parte, porque hoy una proporción muy pequeña de las operaciones

la realizan fondos de gestión activa. Antes, sus gestores podían pensar: "Este movimiento es absurdo; voy a vender una parte". Ahora, cada vez menos pueden permitirse hacerlo, porque los procesos de inversión que intentan ir contra el momentum suelen poner en riesgo la carrera de quien los aplica.

3. Puede considerar que puede cambiar al índice y aprovechar los beneficios de este impulso para luego volver a cambiar si o cuando los acontecimientos hacen que este impulso se revierta. Sin embargo, si acciones con una capitalización bursátil de 200 000 millones de dólares se mueven un 33 % en un solo día en un mercado alcista, es razonable preguntarse qué ocurrirá si, o cuando, la tendencia sea la contraria. Puede hacer que los años 2000–03 y 2007–08 parezcan un simple paréntesis. En 2007–08, el S&P cayó un 57 % en cinco meses. La próxima vez, no me sorprendería si sucediera en cinco días. Entre 2000 y 2003, incluso ganadores eventuales como Amazon tardaron 10 años en recuperar su precio máximo por acción.

Tenemos muy presente una máxima del automovilismo, atribuida a menudo a leyendas como Rick Mears o Charles Jarrott en relación con las 500 millas de Indianápolis: "Para llegar primero, primero hay que terminar". Esto enfatiza que la resistencia y la fiabilidad son tan cruciales como la velocidad en la carrera de 500 millas.

Podría decirse (y de hecho nosotros diríamos) que eso es exactamente lo que estamos intentando hacer al centrarnos en invertir en empresas con buenas características fundamentales de negocio y financieras y con valoraciones al menos razonables o mejores. Sin embargo, hay otro factor en juego aquí: los flujos de fondos. Gestionamos fondos abiertos, y puede retirar su dinero, y cada vez se hace más, probablemente, sospechamos, para sumarse al éxodo de la gestión activa hacia la pasiva, o quizá para invertir con gestores que aseguran entender la calidad mejor que nosotros. Pueden tener razón, o simplemente pueden ser inversores de impulso encubiertos, lo cual estará bien hasta que deje de estarlo. Sin embargo, de poco servirá que acabemos teniendo razón sobre los peligros de la inversión pasiva o impulsada por el momentum si para entonces nuestro fondo ya ha cerrado.

En este contexto estamos implementando algunas adaptaciones en nuestro proceso de gestión de fondos.

Pero permítame comenzar enfatizando lo que no cambiará. Nuestro mantra de inversión es buscar:

1. Comprar buenas empresas
2. Filtro de sostenibilidad
3. No pagar en exceso
4. No hacer nada

No tenemos intención de invertir en nada que no sean buenas empresas cuyas características sean tales que deberían aumentar su valor con el tiempo mejor que la media del mercado y a valoraciones razonables, además de proporcionar algún soporte fundamental para el valor de nuestra inversión en caso de una dislocación del mercado.

Sin embargo, parece claro que la cuarta parte de nuestra estrategia, que probablemente necesite más cambios, y la rotación de nuestra cartera alcanzaron un máximo del 39 % en el primer semestre de este año, ya que hicimos cambios significativos en la cartera. Sin embargo, no debería esperarse que ese nivel de rotación se convierta en la norma.

En un mercado en el que movimientos del 33 % en un solo día ya no son raros ni siquiera en valores de gran tamaño, una estrategia de comprar y mantener solo puede funcionar si no estás expuesto a entradas y salidas de capital. Y nosotros sí lo estamos. Mantener nuestro enfoque actual bien podría acabar chocando con ese viejo adagio de que el mercado puede seguir siendo ilógico durante más tiempo del que nosotros podemos seguir en activo. Por lo tanto, cabe esperar que seamos más activos en el futuro. Sigo esperando que nuestra rotación y su coste estén significativamente por debajo de los de la mayoría de los fondos activos, pero bien podrían ser superiores a nuestra media histórica.

Tendremos en cuenta con mayor peso el momentum, tanto fundamental como del precio de la acción, en nuestras decisiones de inversión. En particular, estaremos mucho menos dispuestos a emplear la técnica consagrada de comprar buenas empresas cuando sufran un contratiempo. Esto lo utilizaron con gran acierto, por ejemplo, Warren Buffett para comprar la participación de Berkshire Hathaway en American Express durante el escándalo del aceite de ensalada (*salad oil scandal*), y también nosotros, por ejemplo, al comprar Microsoft al final de la etapa de Steve Ballmer como consejero delegado. Pero, en el mercado actual, dominado por el momentum, comprar acciones de empresas que han sufrido

un tropiezo es como intentar atrapar el proverbial cuchillo que cae. Lo único que estamos consiguiendo son dedos cortados, porque esa espiral a la baja en el precio de las acciones se ve aún más agravada por el efecto de refuerzo del momentum de los índices. Cabe destacar que Buffett ejecutó esta estrategia en un fondo cerrado que él controlaba, no en un fondo abierto.

No tenemos ningún deseo de aferrarnos al índice. Puede invertir en fondos indexados mucho más baratos que nosotros, o que cualquier otro gestor activo, así que ¿qué sentido tendría?

No pretendo tener ninguna idea sobre cómo o cuándo terminará este mercado impulsado por el momentum pasivo, salvo decir que será de forma negativa. Puede que la realización de que la enorme inversión en IA no pueda producir un retorno adecuado ni un claro ganador desvíe su curso. O que los efectos destructivos de la IA sobre otros sectores acaben siendo de tal magnitud que pinchen la narrativa del mercado y/o incluso que los despidos de trabajadores sustituidos por la IA, que hoy están alimentando el auge de la gestión pasiva con sus aportaciones a planes de pensiones 401(k), hagan que ese flujo, y el mercado, se den la vuelta. Es más probable que sea algo que no podemos prever. Después de todo, una crisis no sería una crisis si pudiéramos preverla. Pero sabemos que los árboles no crecen hasta el cielo.

Durante los 6 meses finalizados el 30 de junio ejecutamos una serie de operaciones que reflejan este intento de adaptar nuestra estrategia para adecuarla a las condiciones actuales y esperadas del mercado: Comenzamos a acumular participaciones en las marcas AppLovin, GE Vernova, Legrand, Mastercard, Netflix, Nextpower, O'Reilly Automotive, Sage, The TJX Companies, Uber, Veeva Systems, y Yum! .

Hemos abandonado o hemos empezado a abandonar: Atlas Copco, Coloplast, EssilorLuxottica, Greggs, Home Depot, Intuit, Magnum Ice Cream, Mettler-Toledo, Novo Nordisk, Otis, Unilever, Wolters Kluwer y Zoetis.

La justificación de cada venta y compra se detalla en el Apéndice 2 de esta carta. Las ventas solían estar impulsadas por una combinación compleja de factores, entre ellos la falta de impulso en los fundamentales, una mala gestión y, sencillamente, la valoración.

Somos plenamente conscientes de que en algunos casos hemos vendido acciones con pérdidas y/o después de haberlas comprado recientemente. También somos conscientes de que algunas de las acciones que estamos comprando han sido compradas y vendidas por nosotros anteriormente o podrían haberse adquirido a precios

mucho más bajos en los últimos años. Pero esas acciones no se mueven en función de si las poseemos o no.

Una rápida instantánea de las características fundamentales de la cartera resultante es la siguiente:

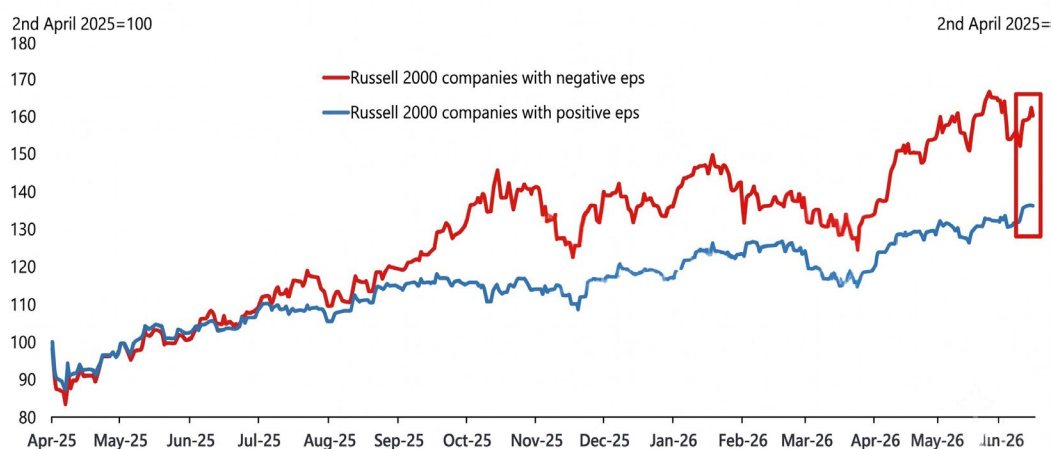
ROCE	32 %
Margen bruto	61 %
Margen operativo	27 %
Conversión de efectivo	96 %
Cobertura de intereses	41,0x
Rendimiento FCF	4,4 %

Fuente: Fundsmith, a 30 de junio de 2026

Esperamos que esto refuerce la sugerencia de que no hemos abandonado nuestra estrategia de buscar poseer buenas empresas a valoraciones justas o mejores, sino que más bien hemos intentado refinarla.

Cabe destacar el rendimiento medio ponderado del flujo de caja libre (FCF, por sus siglas en inglés) del 4,4 %. Se estima que el rendimiento del FCF del S&P 500 ha caído por debajo del 2 %, principalmente debido a que los flujos de efectivo de sus principales componentes, las principales empresas tecnológicas, han sido absorbidos por el gasto en la «carrera de las armas» de la IA. Aunque esta valoración relativa normalmente sería motivo de optimismo, dadas las tendencias recientes del mercado, podría ser un motivo de preocupación. El gráfico a continuación (índice Russell 2000) muestra que las empresas con resultados negativos —o pérdidas, como suelen denominarse— han estado superando a aquellas que son rentables y continúan haciéndolo.

Rendimiento relativo de empresas rentables frente a las no



- Fuente: Bloomberg

La película que esto evoca es *El mundo está loco, loco, loco, loco* (1963, protagonizada por Spencer Tracy, Sid Caesar, Mickey Rooney, Phil Silvers y Terry-Thomas).

La valoración relativamente baja de nuestra cartera es una fuente de tranquilidad para quienes, como nosotros, nos preocupamos por los fundamentos de una empresa en lugar de seguir una estrategia de momentum.

Además, estimamos que estas empresas aumentarán su flujo de caja en aproximadamente un 14 % anual durante los próximos 3-5 años. Si es así —y muchas de ellas son relativamente predecibles— o bien serán valoradas aún más a la baja o sus precios de las acciones habrán subido para reflejarlo. Esperamos que sigan con nosotros para que podamos verlo suceder. Y lo veremos.

Un cordial saludo,

A handwritten signature in dark ink that reads "Terry Smith". The script is cursive and fluid, with the first name "Terry" and last name "Smith" clearly distinguishable.

Terry Smith,
CEO
Fundsmith LLP

APÉNDICE 1 - Atribución

¿Qué ha ido bien en los primeros seis meses de 2026? Estos son los cinco factores positivos más importantes que contribuyen al rendimiento:

Acción	Atribución
Fortinet	+3,4 %
Texas Instruments	+1,6 %
Marriott	+1,2 %
Church & Dwight	+0,8 %
Alphabet	+0,8 %

Fuente: Northern Trust

Fortinet y Texas Instruments son obviamente empresas tecnológicas, pero ninguna está directamente involucrada en el fenómeno de la IA.

Los cinco detractores más importantes de la rentabilidad de nuestro fondo durante el periodo fueron:

Acción	Atribución
Zoetis	-1,6 %
Coloplast	-1,1 %
Microsoft	-1,0 %
IDEXX	-0,9 %
EssilorLuxottica	-0,9 %

Fuente: Northern Trust

Coloplast, EssilorLuxottica y Zoetis han sido vendidos por las razones indicadas en el Apéndice 2. Hemos reducido nuestra participación en Microsoft.

La facturación de nuestra cartera en el primer semestre fue del 38,9 %. Las operaciones voluntarias (no causadas por reembolsos o suscripciones) tuvieron un coste de 25 837 € durante el semestre (0,044 %). La cifra de gastos corrientes de las acciones de acumulación de la clase T fue del 1,17 % y con el coste de todas las operaciones añadido, el coste total de la inversión fue del 1,29 %.

APÉNDICE 2 - Ventas y Compras Ventas

Atlas Copco. El crecimiento orgánico ha sido anémico durante los últimos dos años, lo que en nuestra opinión no justifica un rendimiento de FCF inferior al 3 % que ha resultado del fuerte aumento de las acciones en el último año.

Coloplast. El crecimiento orgánico ha caído de una media a largo

plazo del 8 % al 6 %. No es casualidad que también haya habido un par de errores muy sonados relacionados con adquisiciones.

EssilorLuxottica. Los márgenes más bajos en gafas inteligentes obligaron a la empresa a abandonar sus objetivos de beneficio a largo plazo. Sigue siendo una empresa muy interesante con el auge de los dispositivos wearables y las gafas inteligentes, pero el aumento de la competencia en este segmento es inevitable.

Greggs. Aunque las acciones son objetivamente baratas, nos hemos frustrado con el bajo ritmo de ventas de la misma tienda y el crecimiento del EBIT. Esto se debió en parte a un entorno económico más difícil para los consumidores, que ha reducido los ingresos disponibles de los compradores y la cantidad de viajes y comidas que comen, ambos factores que son importantes impulsores de las ventas de Greggs. Los beneficios de Greggs también han tenido dificultades debido a la mayor inflación de sus materias primas y al aumento de los costes de personal debido al aumento de los seguros nacionales y el salario mínimo del año pasado. Sin signos de que esto mejorara a corto plazo, pensamos que era mejor utilizar el capital en otro lugar.

Home Depot. Vendimos Home Depot porque, a pesar de ser un minorista de alta calidad y seguir teniendo la oportunidad de expandirse en el mercado profesional, creemos que existe una gran probabilidad de que los tipos de interés aumenten a medida que continúe la guerra en Irán, y esto reducirá la rotación de hogares, que es el mayor desencadenante de las mejoras en el hogar.

Intuit. Aunque solo hemos recomprado Intuit recientemente, fuimos sensibles a la forma en que han reaccionado ante la mala adquisición de Mailchimp, ya que esta es la razón por la que vendimos las acciones en primer lugar. El hecho de que ahora hayan empezado a dar resultados ex Mailchimp muestra lo mala que fue la adquisición, pero también nos preocupa un estado continuo de negación.

Magnum Ice Cream Co. La empresa es demasiado pequeña y poco líquida para que podamos construir una posición significativa.

Mettler-Toledo. El crecimiento subyacente hasta ahora este año es solo del 1 %, lo que no es suficiente para justificar su valoración tradicionalmente premium.

Novo Nordisk. Convirtió una posición líder en el mercado en el mayor descubrimiento farmacéutico en décadas en un desastre de inversión.

Otis. El crecimiento en el mantenimiento y modernización de

ascensores no ha sido lo suficientemente rápido para compensar la caída en la nueva construcción procedente de China.

Unilever. Cuando Hein Schumacher fue nombrado CEO, suspiramos aliviados tras los años de Polman/Joep y su enfoque woke. Dijo que no tenía intención de dedicarse a adquisiciones o desinversiones hasta que todas las empresas estuvieran produciendo los resultados que deberían ser capaces de alcanzar, comparados con los mejores de su competencia. Aplaudimos ese enfoque.

Después de 18 meses fue despedido y el director financiero Fernando Fernandez fue nombrado director ejecutivo. Pensamos que Fernandez era muy capaz tanto como director de operaciones como director financiero. Sin embargo, su nombramiento fue seguido rápidamente por la desvinculación del negocio de helados como Magnum Ice Cream Company, supuestamente porque su cadena de distribución independiente no encajaba con el resto de Unilever. En ese momento preguntamos si esas eran todas las desinversiones previstas para el futuro cercano y nos dijeron que sí.

A esto le siguió el anuncio de la intención de transferir el resto del negocio alimentario a McCormick.

Aparte de que esto contradice lo que nos dijeron y lo que nos gustaba del enfoque de Hein Schumacher, tiene todas las características de Nelson Peltz, el inversor activista que forma parte del consejo. Hemos visto a Nelson en acción desde los años 80. No somos partidarios de la idea de que la actividad corporativa resuelva problemas fundamentales. Tampoco somos partidarios de los consejos que escuchan a activistas que no son inversores a largo plazo.

Además, aunque la dirección de Unilever se deshará del negocio alimentario, los accionistas de Unilever seguirán siendo sus propietarios y será gestionado por la dirección de McCormick. Los conocemos bien, ya que hemos tenido las acciones, y no estamos convencidos de que sean lo suficientemente buenos para el negocio existente, y mucho menos para uno enormemente ampliado. McCormick tiene un ROIC que se mantiene consistentemente en cifras individuales.

Ah, y la estructura del acuerdo significa que no podemos votar sobre él.

Wolters Kluwer. Aunque seguimos pensando que este es un negocio que no se verá tan afectado por la IA como sugiere la valoración actual, creemos que hay un mejor valor en otros negocios que sí han sido afectados por el SaaSapocalipsis, como Sage y Veeva Systems, que tienen tasas de crecimiento más altas y/o

valoraciones más bajas.

Zoetis. No estamos impresionados con la dirección. No han sido capaces de responder eficazmente a los nuevos genéricos que se lanzan en competencia con sus principales franquicias ni siquiera de expresarse con claridad.

Compras

Productos industriales:

GE Vernova. GE Vernova fabrica y da servicio a las turbinas de gas y al equipo de la red eléctrica que alimentan el mundo moderno. Su "foso" competitivo proviene de la escala y los altos costes de cambio de la infraestructura energética: una vez instaladas sus turbinas, los clientes quedan vinculados a contratos de servicio de alto margen y protegidos contra la inflación durante décadas.

A diferencia de los ascensores y escaleras mecánicas, estos generadores no pueden ser mantenidos por proveedores independientes porque toda la tecnología y los materiales son propietarios. El equipo de GE Vernova genera aproximadamente un tercio de la electricidad total mundial. El crecimiento futuro depende de la actualización de las redes eléctricas envejecidas para manejar los altos voltajes necesarios para transportar la energía desde donde se produce hasta donde se necesita, y de una generación de energía cada vez más "detrás del contador" en los centros de datos de IA. Ese crecimiento también es bastante previsible, ya que el actual volumen de pedidos pendientes es de 163 000 millones de dólares (4 veces los ingresos previstos para 2025). También son líderes mundiales en reactores nucleares modulares pequeños (SMR). Actualmente tienen el único proyecto comercial de SMR (BWRX-300) en construcción en el mundo occidental, con la primera implantación en Canadá que se espera esté terminada para 2030. ROIC: ~20 % pero en rápido aumento, rendimiento FCF: 2,6 %.

Legrand. Legrand es un fabricante francés de la infraestructura física detrás de los sistemas eléctricos y digitales de los edificios. Su ventaja competitiva se basa en una red de distribución consolidada y una profunda lealtad de marca entre los electricistas que se niegan a arriesgar su reputación con componentes desconocidos. Hace que las cosas mundanas en los edificios, desde las señales de salida de emergencia hasta los enchufes eléctricos y los conductos que transportan cables en los centros de datos, sean posibles. Legrand posee casi un 20 % de cuota de mercado global en dispositivos de cableado, lo que significa que aproximadamente 1 de cada 5 interruptores y enchufes eléctricos en todo el mundo son fabricados por esta empresa. Las oportunidades de crecimiento se encuentran en la creciente demanda de edificios inteligentes energéticamente

eficientes y sistemas especializados de distribución eléctrica para centros de datos. ROIC: bajo 20, rendimiento de FCF: 4,4 %.

Nextpower. Nextpower fabrica sistemas mecánicos y software que permiten a los paneles solares a escala industrial seguir el movimiento del sol a lo largo del día. Su "foso" competitivo combina una configuración flexible de fabricación externalizada que mantiene bajos los costes fijos con un software de seguimiento propietario que dificulta el cambio a un sistema de la competencia una vez instalado. La tecnología Nextpower aumenta el rendimiento energético de una instalación solar entre un 20 % y un 30 % en comparación con los paneles tradicionales fijados en una posición fija. El crecimiento está directamente vinculado a la creciente demanda global de energía renovable, especialmente a la generación de energía limpia que puede construirse junto a los centros de datos. Para expandirse aún más en centros de datos, Nextpower adquirió el fabricante de baterías Prevalon Energy por 365 millones de dólares en mayo de 2026. ROIC: ~50 %, rendimiento FCF: 3,2 %.

Uber. Uber opera una plataforma que conecta a los usuarios con conductores de servicios de transporte y entrega de comida. Se basa en un efecto de red bidireccional: más conductores significan tiempos de espera más cortos, lo que atrae a más pasajeros, haciendo que la plataforma sea altamente atractiva y difícil de desbancar para los competidores locales. Ahora que la mayoría de estos competidores (Karhoo, Sidecar, Juno, Fasten, Hailo, etc.) han desaparecido y Uber ha sobrevivido, los efectos de red se vuelven muy atractivos. Esto se refleja en el efectivo de la empresa procedente de las operaciones, que pasó de -4300 millones de dólares en 2019 a -445 millones de dólares en 2021 (último año negativo) a 3600 millones de dólares en 2023 y más de 10 000 millones de dólares en 2025. La red logística de Uber es enorme, coordinando aproximadamente 42 millones de viajes y pedidos de entrega cada día a nivel mundial. Las oportunidades de crecimiento futuro incluyen expandirse al reparto de comestibles y paquetes y, eventualmente, integrar vehículos autónomos (de conducción autónoma) (VA) en su flota para reducir drásticamente los costes. Algunos ven los vehículos autónomos (VA) como una amenaza para Uber, pero creemos que es más probable que Tesla, Waymo, etc., utilicen la distribución y las licencias globales de Uber para llegar a los clientes y maximizar el uso de sus activos, en lugar de tener que obtener licencias, desarrollar una aplicación y conseguir que decenas de millones de personas la descarguen. ROIC: mediados de los veinte, rendimiento de FCF: 7,4 %.

Productos financieros:

Mastercard. Mastercard opera una red de pagos digitales que

conecta a consumidores, comerciantes y bancos en todo el mundo. Se beneficia de un efecto de red clásico: cuantos más consumidores utilizan la tarjeta, más comerciantes se ven obligados a aceptarla, lo que dificulta que un nuevo competidor pueda replicarla. Un nuevo participante necesitaría negociar acuerdos e integrar su tecnología con la mayoría de las instituciones financieras globales. Aunque los pagos digitales parecen omnipresentes en los países desarrollados, aproximadamente 1400 millones de adultos en todo el mundo siguen sin tener acceso a servicios bancarios. El crecimiento futuro depende de incorporar a esta población no bancarizada al sistema financiero, trasladar las transacciones en efectivo restantes a pagos digitales y expandirse en los pagos entre empresas, un mercado mucho más grande que los pagos de consumidor a consumidor o de consumidor a empresa. Ahora poseemos tanto Visa como Mastercard en la cartera, ya que los pagos son uno de los pocos sectores que esperamos que crezcan independientemente de lo que ocurra con la IA, y Mastercard y Visa son negocios igualmente buenos. Esto nos ofrece una forma de lograr una exposición >6 % a pagos sin un riesgo excesivo específico de acciones ni infringir las normas de concentración de UCITS. Además, con el 46 % de todas las transacciones globales aún realizadas en efectivo y los pagos B2B que representan el 85 % del valor total de los pagos globales, hay mucho espacio para que dos empresas crezcan y se potencien mutuamente. ROIC: >75 %, rendimiento FCF: 4,5 %.

Atención sanitaria:

Veeva Systems. Veeva ofrece software especializado basado en la nube diseñado específicamente para las industrias farmacéutica y de ciencias de la vida. Su software rastrea todo el ciclo de vida de un medicamento desde los ensayos clínicos hasta la fabricación y las ventas finales. Por ejemplo, durante un ensayo clínico para un nuevo medicamento, se utiliza Vault eTMF (archivo maestro electrónico del ensayo) de Veeva para mantener los miles de documentos críticos (protocolos del ensayo, cualificaciones de los investigadores, aprobaciones del comité de ética). El eTMF es la bóveda digital que organiza estos documentos para que la FDA o la EMA puedan auditarlos en cualquier momento y garantizar que el ensayo es seguro y cumple con la normativa. QMS de Vault de Veeva (Sistema de gestión de calidad) se utiliza en la planta de fabricación. Si un lote de medicamentos se fabrica a una temperatura incorrecta, Vault QMS es el software utilizado para registrar la desviación, iniciar una investigación y realizar un seguimiento de la CAPA (acción correctiva y preventiva) para garantizar que no vuelva a ocurrir.

Su ventaja competitiva se basa en costes de cambio extremadamente altos: una vez que una empresa farmacéutica integra Veeva para gestionar estrictos ensayos clínicos y el

cumplimiento normativo, resulta arriesgado y costoso reemplazarlo. Las compañías farmacéuticas rara vez cambian de Veeva porque reemplazar el software implica el riesgo de detener los ensayos clínicos o la fabricación de medicamentos, lo que costaría mucho más que cualquier ahorro que pudiera ofrecer un proveedor más barato. Además, pasar a un nuevo sistema requiere un esfuerzo masivo y costoso para obtener aprobaciones regulatorias estrictas y transferir datos sensibles sin romper las trazas de auditoría legalmente requeridas. Veeva posee aproximadamente el 80 % de la cuota de mercado en software de gestión de relaciones con clientes farmacéuticos, lo que significa que casi toda la industria depende de su plataforma. El crecimiento se impulsa mediante la venta adicional de nuevos módulos de software a clientes existentes y mediante el uso de agentes de IA para gestionar el trabajo administrativo de los ensayos clínicos, que actualmente requiere mucha mano de obra. ROIC: el titular es aproximadamente del 15 %, pero eso se debe a un saldo de efectivo muy elevado. Excluyendo el efectivo, está muy por encima del 100 %; rendimiento FCF: 5,7 %.

Tecnologías de la información:

AppLovin. AppLovin proporciona software e inteligencia artificial que ayuda a las aplicaciones móviles a encontrar nuevos usuarios y vender espacio publicitario. Es la empresa que te muestra un anuncio entre niveles en Candy Crush o juegos móviles similares que no puedes saltarte. Su "foso" es AXON, un avanzado motor de recomendación basado en inteligencia artificial. AXON crea un potente efecto de red al emparejar los anuncios adecuados con los usuarios correctos, generando mejores retornos para los anunciantes y mayores pagos para los desarrolladores de aplicaciones, lo que dificulta mucho que cualquiera de las partes se retire. AXON puede aumentar los ingresos de AppLovin en un 20 % anual durante el futuro previsible simplemente mejorando la segmentación de clientes. La plataforma de AppLovin atiende a más de 1000 millones de usuarios activos diarios y genera ingresos publicitarios que superan la suma total combinada de Snap, Pinterest, Reddit y X. El crecimiento futuro depende de expandir esta tecnología altamente rentable de emparejamiento de anuncios basada en IA más allá de la publicidad de nuevos juegos móviles hacia el comercio electrónico y, potencialmente, el mercado de publicidad en televisión conectada (CTV). A diferencia de Alphabet y Meta, que fijan el precio de la publicidad en función del número de personas que ven o hacen clic en el anuncio, AppLovin obtiene un porcentaje del gasto que genera el anuncio, por lo que obtiene ingresos significativamente mayores de los artículos de mayor valor vendidos a través de sus anuncios (una habitación en un hotel Marriott o cosméticos frente a un juego móvil de 5 dólares). También están lanzando una plataforma de autoservicio para que las

pequeñas y medianas empresas compren espacio publicitario. ROIC: >100 %, rendimiento FCF: 3,6 %.

Sage. Cambiamos nuestra posición de Intuit a Sage, el otro operador principal en software de contabilidad. Sage depende mucho menos de la compensación basada en acciones, tiene una calificación inferior y no cuenta con el historial de adquisiciones perjudiciales de Intuit. ROIC: 18 %, rendimiento de FCF: 6,0 %.

Artículos de consumo discrecional:

O'Reilly Automotive. Como incorporación reciente al IU, aunque llevamos tiempo siguiéndola, O'Reilly Automotive es un importante minorista de recambios, herramientas y accesorios para automóviles, dirigido tanto a quienes prefieren hacer por sí mismos las reparaciones de su coche como a talleres de reparación profesionales. Su "foso defensivo" se basa en una sofisticada red de distribución de tipo *hub-and-spoke* que garantiza la entrega rápida de piezas especializadas a los mecánicos locales: una ventaja de infraestructura física que a los gigantes del comercio electrónico les resulta difícil de replicar. A pesar de generar actualmente casi 18 000 millones de dólares de ingresos anuales, O'Reilly apenas controla alrededor del 10 % del muy fragmentado mercado estadounidense de recambios para automóviles, valorado en 160 000 millones de dólares. Su crecimiento futuro dependerá de la construcción de nuevas tiendas para consolidar la cuota de mercado de los distribuidores más pequeños e independientes y continuar su expansión en Norteamérica. Esto podría verse favorecido por los recientes rumores de que está adquiriendo la división de recambios para automóviles de Genuine Parts Company por 10 000 millones de dólares, lo que consolidaría aún más el mercado y combinaría dos de los mayores canales de distribución de recambios de Estados Unidos. ROIC: ~40 %, rendimiento: ~3 %.

Las empresas TJX. TJX es la empresa matriz de minoristas de descuento «off-price» como TJ Maxx (TK Maxx en el Reino Unido) y Marshalls. Cuenta con una cadena de suministro altamente ágil y relaciones de décadas con marcas de ropa premium, lo que le permite comprar inventario excedente con grandes descuentos. TJX se apoya en una red de más de 1400 compradores especializados que adquieren productos de 21 000 proveedores globales diferentes, y crea una experiencia impredecible de "búsqueda del tesoro" para los compradores que el comercio electrónico tiene dificultades para replicar. El crecimiento proviene de la expansión de tiendas físicas y de la captación de cuota de mercado a los grandes almacenes tradicionales. ROIC: 33 %, rendimiento FCF: 3,1 %.

Yum! Brands. Yum! Brands es la empresa matriz de las principales

franquicias de comida rápida, incluyendo KFC, Taco Bell y Pizza Hut. Sin embargo, finalmente está vendiendo Pizza Hut, que ha sido un lastre significativo para los resultados generales. Cuenta con reconocimiento global de marca, franquicias y economías de escala en marketing y compra de alimentos, que los restaurantes independientes no pueden igualar. La velocidad de su expansión global es un punto clave de venta: Yum! Brands abre un nuevo restaurante en algún lugar del mundo aproximadamente cada dos horas, los 365 días del año. El crecimiento futuro depende de continuar con esta agresiva expansión de franquicias en mercados emergentes y de mejorar los sistemas digitales de pedidos y entregas. También existen oportunidades significativas a corto plazo para KFC en EE. UU., donde ha tenido un rendimiento inferior, y para Taco Bell fuera de EE. UU. ROIC: 50 %, rendimiento FCF: 4,0 %.

Servicios de comunicación:

Netflix. Netflix es el pionero del entretenimiento en streaming basado en suscripción. Cuenta con una enorme base de suscriptores que financia un presupuesto anual de contenido de más de 17 000 millones de dólares, que los competidores más pequeños simplemente no pueden permitirse igualar sin perder dinero. Netflix ahora ostenta el 8 % de todo el tiempo de pantalla televisiva en Estados Unidos, más que cualquier cadena tradicional de emisión individual, pero también subrayando su potencial de crecimiento. El crecimiento futuro estará impulsado por su nueva categoría publicitaria, la lucha contra el uso compartido de contraseñas y la expansión de contenido local en mercados internacionales emergentes. La versión con publicidad cuenta con 250 millones de usuarios activos mensuales, de los cuales el 45 % se encuentran en Estados Unidos. Después de detener el uso compartido de contraseñas en 2024, Netflix añadió 41 millones de nuevos suscriptores (frente a un total de 325 millones). Cada vez se están orientando más hacia los deportes en directo, con partidos de la NFL en Navidad y combates de "boxeo" como Mike Tyson contra Jake Paul. ¿Por qué ahora? Cuando Netflix estaba creciendo, había muchos competidores (Hulu, Discovery+, Tubi, Disney+, HBO Max, etc.), por lo que los efectos de red del streaming y la producción de contenido no funcionaban tan bien, ya que tenía que competir tanto por los clientes como por el contenido. Ahora, muchos de estos rivales han fracasado o están perdiendo usuarios, lo que resalta la calidad del "foso" de Netflix, pero también presenta una oportunidad a medida que esos clientes regresan a Netflix. ROIC: >30 %, rendimiento FCF: 3,8 %.

APÉNDICE 3 - Sostenibilidad

A estas alturas de 2025, el 73 % de la cartera contaba con objetivos

de reducción de emisiones aprobados externamente por la iniciativa Science Based Targets (SBTi), alineados con el objetivo de limitar el calentamiento global a 1,5 °C respecto a los niveles preindustriales, también conocido como «Business Ambition for 1.5°C». Este año, nos complace informar que más del 80 % de la cartera está alineada con ese objetivo. Esto se compara con tan solo el 19 % de las empresas cotizadas en todo el mundo¹. Además, el 69 % de las emisiones del Fondo están cubiertas por un compromiso de alcanzar las cero emisiones netas a más tardar en 2050, todos ellos validados por la SBTi. Seguimos realizando un seguimiento de los progresos que las empresas de la cartera hacen hacia sus objetivos de cero emisiones netas e interactuamos con aquellas que aún realizan una contribución material cuando es necesario.

Descargo de responsabilidad:

La presente es una comunicación comercial. Fundsmith SICAV (el «Fondo») es una sociedad de inversión constituida con en virtud de las leyes del Gran Ducado de Luxemburgo como société d'investissement à capital variable (sociedad de inversión de capital variable). El Fondo se rige por la Parte I de la Ley OIC y se considera un organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios («OICVM»). El folleto del Fondo y los informes anuales y semestrales están disponibles en inglés, mientras que los documentos de información clave («KID») están disponibles en danés, neerlandés, inglés, francés, alemán, italiano, noruego, portugués, español y sueco. El folleto del Fondo no está disponible en francés. El folleto del Fondo, los informes anuales y semestrales y los DDF están disponibles en www.fundsmith.eu. Un resumen de los derechos de los inversores en relación con su inversión en el Fondo está disponible en www.fundsmith.eu/investor-rights en inglés, alemán, italiano, español, francés y holandés. Consulte el folleto del Fondo y el DDF antes de tomar cualquier decisión de inversión final.

FundRock Management Company S.A. es una sociedad gestora de OICVM en el sentido de la Directiva sobre OICVM, y está autorizada a ofrecer acciones del Fondo a inversores transfronterizos.

Las rentabilidades pasadas no garantizan necesariamente rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y los ingresos derivados de las mismas pueden tanto aumentar como disminuir y verse afectados por la fluctuación de los tipos de cambio, de manera que es posible que no recupere el importe de su inversión original. Este documento no debe interpretarse como asesoramiento de inversión y no hace ninguna recomendación con respecto a la idoneidad del Fondo. La decisión de invertir en el Fondo debe tener en cuenta todas las características u objetivos del Fondo descritos en su folleto. Para evitar cualquier duda, si decide invertir, comprará participaciones/acciones del Fondo y no invertirá directamente en los activos subyacentes del Fondo.

Fundsmith SICAV - Fundsmith Sustainable Equity Fund, que es el objeto de este documento, no hace referencia a un plan de inversión colectiva autorizado en virtud del artículo 286 de la Ley de Valores y Futuros (Securities and Futures Act, «SFA»)), capítulo 289, de Singapur, ni reconocido en virtud del artículo 287 de la SFA. El presente documento no se ha registrado como folleto ante la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore, «MAS»). Por consiguiente, este documento y cualquier otro documento o material relacionado con la oferta o venta, o la invitación a la suscripción o compra, de participaciones en el Fondo no podrán ser distribuidos, ni podrán ofrecerse o venderse participaciones, ni ser objeto de una invitación a la suscripción o compra, ya sea directa o indirectamente, a personas en Singapur distintas de

1.A un inversor institucional en virtud del artículo 304 de la SFA; o 2.A una persona relevante en virtud del artículo 305(1) de la SFA o a cualquier persona en virtud del artículo 305(2) de la SFA (y dicha distribución se realiza de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA); o 3.De lo contrario, de conformidad con las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. En particular, para los fondos de inversión no autorizados o reconocidos por la MAS, las participaciones en dichos fondos no se pueden ofrecer al público minorista. Este documento y cualquier otro documento o material emitido en relación con la oferta o venta no son un folleto como se define en la SFA. En consecuencia, no se aplica la responsabilidad legal en virtud de la SFA en relación con el contenido de los folletos, y los inversores deben considerar cuidadosamente si la inversión es adecuada para ellos.

El representante en Suiza es Zeidler Regulatory Services (Switzerland) AG, Stadthausstrasse 14, 8400 Winterthur, Suiza, y el agente de pagos es Helvetische Bank AG, Seefeldstrasse 215, CH-8008 Zúrich, Suiza. El folleto, los documentos de datos fundamentales (DDF), la escritura de constitución y la memoria anual y semestral pueden obtenerse de forma gratuita a través del representante en Suiza.

Las opiniones y los puntos de vista expresados en el presente documento son los de Fundsmith a la fecha del mismo, y están sujetos a cambios según las condiciones de mercado y económicas vigentes, y no serán actualizados ni complementados.

Fuentes: Fundsmith LLP y Bloomberg a menos que se indique lo contrario.

* <https://substack.com/@simonevancook>

Los datos corresponden al 30 de junio de 2026, a menos que se indique lo contrario.

La rotación de la cartera es una medida de la actividad comercial del fondo, y se ha calculado tomando el total de compras y ventas de acciones menos el total de creaciones y liquidaciones dividido por el valor neto medio del fondo.

Los ratios PER y los rendimientos de flujo de caja libre se calculan en virtud de los últimos doce meses y con referencia al 30 de junio de 2026, salvo que se indique lo contrario. El cambio porcentual no se calcula si el periodo TTM (últimos doce meses) contiene una pérdida neta.

MSCI World Index es un índice mundial desarrollado de renta variable mundial de todos los sectores y, como tal, constituye una comparación justa teniendo en cuenta el objetivo y la política de inversión del fondo.

Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ Yr Bond Index muestra lo que podría haber ganado si hubiera invertido en deuda pública.

El tipo de interés en € muestra lo que podría haber ganado si hubiera invertido en efectivo.

MSCI World Index es propiedad exclusiva de MSCI Inc. MSCI no ofrece garantías ni declaraciones explícitas o implícitas, ni asume ninguna responsabilidad en relación con los datos de MSCI contenidos en este documento. Los datos de MSCI no podrán redistribuirse ulteriormente ni utilizarse como base para otros índices, valores ni productos finales. El presente informe no ha sido aprobado, revisado ni elaborado por MSCI. El Global Industry Classification Standard (GICS) ha sido desarrollado por y es propiedad exclusiva de MSCI y Standard & Poor's, y «GICS®» es una marca de servicio de MSCI y Standard & Poor's.

¹ Representado por el MSCI ACWI IMI. <https://www.msci-institute.com/transition-finance-tracker/>