

Enero de 2025

Estimado/a inversor/a:

La siguiente tabla muestra las cifras de rentabilidad del último año natural y la rentabilidad acumulada y anualizada del Fundsmith Equity Fund, un subfondo de la Fundsmith Sicav («Fondo» o «Sicav») y varios comparadores. Tenga en cuenta las diferentes fechas de inicio para las diferentes clases de acciones, indicadas a continuación de la tabla.

% de rentabilidad total	1 de enero al 31 de diciembre de 2024	Creación hasta el 31 de diciembre de 2024		Ratio de Sortino ⁵
		Acumulada	Anualizada	
Fundsmith Equity Fund EUR T Class ¹	+13,6	+541,8	+15,2	0,79
MSCI World Index EUR ²	+26,6	+432,7	+13,5	0,65
Bonos europeos ³	+0,3	+57,8	+3,5	
Efectivo ⁴	+3,7	+5,5	+0,4	
Fundsmith Equity Fund CHF I Class ¹	+15,7	+336,1	+12,2	
MSCI World Index CHF ²	+29,0	+284,9	+11,2	
Fundsmith Equity Fund USD I Class ¹	+6,9	+278,1	+11,9	
MSCI World Index USD ²	+18,7	+219,3	+10,3	
Fundsmith Equity Fund GBP I Class ¹	+8,7	+324,6	+14,4	
MSCI World Index GBP ²	+20,8	+263,5	+12,8	

¹ Acciones de capitalización, netas de comisiones, cotizadas a las 13:00 h CET, fechas de lanzamiento, **EUR T**: 2.11.11, **CHF I**: 5.4.12, **USD I**: 13.3.13,

GBP I: 15.4.14, fuente: Bloomberg. Nota: Antes de marzo de 2019, la rentabilidad se refiere a Fundsmith Equity Fund Feeder

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

³ Bloomberg/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr., fuente: Bloomberg

⁴ Tipo de interés en €, fuente: Bloomberg

⁵ El ratio de Sortino es desde su creación el 2/11/11 hasta el 31/12/24, con un ratio sin riesgo del 3,5 %, fuente: Análisis de Financial Express

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

Dado que no cubrimos la exposición a divisas, la principal diferencia de rendimiento entre las clases de acciones en divisas son los movimientos relativos de las divisas en el año. Por lo tanto, la rentabilidad relativa en comparación con el índice MSCI World ("Index") es similar para cada clase de acciones. El Fondo obtuvo una rentabilidad inferior a la de este comparador en 2024, pero una perspectiva a más largo plazo puede ser útil y, sin duda, es más coherente con nuestros objetivos y estrategia de inversión. Desde su creación, las clases de acciones que se muestran en la tabla han superado con buenos resultados. Las acciones de la clase T de acumulación han generado una rentabilidad anual de un 1,7 % más que el MSCI World Index desde su creación, y con una volatilidad de precios significativamente menor, como muestra el ratio de Sortino de 0,79, frente a 0,65 para el Índice. Esto significa que el Fondo ha obtenido una rentabilidad aproximada del 22 % $((0,79 \div 0,65) - 1) \times 100$, superior a la del Índice por cada unidad de volatilidad del precio.

Superar la rentabilidad del mercado o incluso obtener una rentabilidad positiva no es algo que debería esperar de nuestro Fondo en cada año o periodo de notificación, y superar la rentabilidad del mercado volvió a ser más difícil de lo habitual en 2024. Solo cinco acciones (¿las "Cinco Fabulosas"?) Nvidia, Apple, Meta, Microsoft y Amazon proporcionaron el 45 % de las rentabilidades del índice S&P 500 («S&P 500») en 2024. Este dato es similar a la concentración de rentabilidades proporcionadas por los llamados Siete magníficos en 2023. Además, un único valor, Nvidia, generó más del 20 % de las rentabilidades del S&P 500 en 2024.

Esta concentración de rentabilidades en algunas empresas tecnológicas tampoco es un fenómeno puramente estadounidense. En Alemania, el 41 % de la rentabilidad del índice DAX provenía de una sola acción: SAP, la empresa de software cuyas acciones aumentaron de precio un 69 %, por lo que ahora cotiza con unos beneficios tan solo 97 veces superiores.

Nuestro fondo posee algunas, pero no todas, de estas acciones, y ha sido difícil lograr un rendimiento incluso en línea con el índice a menos que se tuvieran en cartera al menos en proporción a su peso en el índice. No pretendo explicar por qué no poseemos todas ellas, pero proporcionaré más detalles sobre este punto más adelante en esta carta.

Al analizar la contribución individual de las acciones al rendimiento, prefiero empezar por los problemas.

Los cinco principales detractores de la rentabilidad del Fondo en 2024 fueron:

Acción	Atribución
L'Oréal	-1,6 %
IDEXX	-1,1 %
Nike	-0,7 %
Brown-Forman	-0,7 %
LVMH	-0,5 %

Fuente: Northern Trust

L'Oréal y LVMH se vieron afectadas negativamente por los acontecimientos en China, donde la economía tiene dificultades debido al peso de un sector inmobiliario residencial estancado y los problemas de crédito asociados. En ninguno de los dos casos cambia nuestra opinión de que se trata de empresas fundamentalmente muy sólidas. Además, la buena noticia sobre los segmentos de negocio con un rendimiento deficiente es que su importancia disminuye con el tiempo. China fue el país o la región más grande en ventas de bienes de lujo a nivel mundial, pero su desempeño reciente la ha relegado detrás de Estados Unidos e incluso, posiblemente, de Europa, por lo que el impacto de sus problemas podría reducirse con el tiempo.

IDEXX, que fabrica equipos y suministros para pruebas de diagnóstico veterinario, está sufriendo una desaceleración en la frecuencia de visitas al veterinario tras el auge de adopciones de mascotas durante la pandemia. Como líder del sector en un área con sólidas perspectivas de crecimiento a largo plazo, y dado que probablemente nos resultaría difícil volver a adquirir nuestra posición si la vendiéramos, nuestra intención es seguir manteniendo IDEXX y tratar de sobrellevar el mal momento de su rendimiento.

Nike es una acción que adquirimos tras la caída que su precio sufrió durante la pandemia, cuando los inversores parecían convencidos de que habría muchos menos compradores de zapatillas deportivas. En realidad, Nike había logrado grandes avances en marketing y distribución online. Sin embargo, lo que no anticipamos fue que la dirección de aquel momento convertiría este éxito en un problema al ignorar el canal tradicional de tiendas físicas, el cual ha experimentado una recuperación tras la pandemia, abriendo así literalmente la puerta a la competencia. Es justo decir que han surgido otros problemas, como una creciente dependencia de la moda en lugar de los usos tradicionales relacionados con el ejercicio. No obstante, la buena noticia es que este año ha habido un cambio en la dirección ejecutiva. Muchos analistas se preguntan por qué la economía estadounidense goza de tanto éxito, y quizás una de las razones sea la rapidez con la que se toman decisiones cuando los altos ejecutivos no cumplen

con las expectativas. En este contexto, cabe destacar que las acciones de Unilever subieron un 20 % en 2024. Estamos a la espera de lo que haga la nueva dirección de Nike, que ha heredado una empresa que sigue teniendo la mayor cuota de mercado en el sector.

Brown-Forman, una de las cinco principales compañías de bebidas del mundo y productora del whiskey Jack Daniel's Tennessee, ha sufrido una caída en el consumo tras los máximos alcanzados durante la pandemia, y probablemente ya esté experimentando los primeros efectos adversos de los medicamentos para la pérdida de peso. Durante el año vendimos nuestra participación en Diageo, lo cual abordaré más adelante, pero mantener Brown-Forman nos permite conservar una presencia en un sector que tradicionalmente ha mostrado características empresariales favorables. Además, cuenta con las ventajas potenciales del control familiar, que puede fomentar una toma de decisiones a largo plazo más eficaz, y una mayor orientación hacia bebidas premium que Diageo, lo que podría mitigar el impacto de los medicamentos para la pérdida de peso bajo el lema "beber menos, pero de mejor calidad"). Es una empresa que sobrevivió a la Ley seca, por lo que esperamos que tenga, literalmente, algo en su ADN que le ayude a afrontar estas circunstancias adversas.

Durante el año, los cinco principales contribuyentes a la rentabilidad del Fondo fueron:

Acción	Atribución
Meta Platforms	+4,5 %
Microsoft	+1,9 %
Philip Morris	+1,7 %
Stryker	+1,6 %
Procesamiento automático de datos	+1,5 %

Fuente: Northern Trust

En cuanto a Meta y Microsoft, voy a repetir lo que mencioné en la carta del año pasado, actualizando solo las cifras:

El rendimiento de Meta Platforms (antes Facebook) me hace plantearme si no sería buena idea tener un fondo que invierta únicamente en la acción de nuestra cartera que más críticas ha recibido cada año. Meta aparece *por tercera* vez en nuestra lista de principales contribuyentes, mientras que Microsoft lo hace por *novena* vez, tras haber sido duramente cuestionada cuando empezamos a comprarla a unos 25 dólares por acción en 2011 (cerrando 2023 en 376 dólares). Al cierre de 2024, el precio fue de 422 dólares.

Philip Morris también hace su tercera aparición, demostrando una

vez más los beneficios de su liderazgo en la transición hacia los productos de riesgo reducido (RRP, por sus siglas en inglés), como los dispositivos de tabaco que se calienta en lugar de quemarse, además de su adquisición de Swedish Match y su negocio de bolsas de nicotina. A veces, las críticas pueden ser un buen indicio de que las cosas van por buen camino. Los gobiernos y ciertas organizaciones de salud, que han decidido oponerse a estos productos a pesar de su eficacia para reducir el riesgo en fumadores, son una señal más de que Philip Morris está avanzando en la dirección correcta.

Stryker, que ya aparece por quinta vez, sigue beneficiándose de la reactivación de procedimientos quirúrgicos electivos que se acumularon durante la pandemia.

ADP, que aparece por segunda vez, mantiene su rendimiento constante. No suele destacar de manera espectacular, pero tampoco decepciona, lo que la convierte en una acción sólida para nuestra estrategia.

Dado que varios nombres se repiten en nuestra lista de mayores contribuidores, me viene a la mente una de nuestras frases habituales: «Los viejos amigos siempre te hacen ganar dinero». Sin embargo, dos de esos viejos amigos, L'Oréal e IDEXX, han tenido un papel menos positivo este año. Aun así, lo consideramos solo un bache en su trayectoria a largo plazo y pensamos que lo mejor es esperar con paciencia a que vuelvan a rendir como esperamos. Creemos que son empresas demasiado buenas como para venderlas y arriesgarnos a quedarnos fuera cuando el mercado gire a su favor.

Seguimos aplicando una sencilla estrategia de inversión en tres pasos:

- Comprar buenas empresas
- No pagar en exceso
- No hacer nada

Revisaré cómo estamos haciendo frente a cada uno de ellos a su vez.

Como de costumbre, tratamos de darle una idea de la primera y más importante de ellas (si tenemos buenas empresas) ofreciéndole la siguiente tabla que muestra cómo sería Fundsmith Equity Fund si, en lugar de ser un fondo, fuera una empresa, teniendo en cuenta las participaciones que posee en la cartera sobre una base de «revisión» y comparando con el mercado, en este caso el FTSE 100 y el S&P 500. También le muestra cómo ha evolucionado la cartera a lo largo del tiempo.

Fin del año	Cartera de fondos subordinados/sicav de Fundsmith Equity								S&P 500	FTSE 100
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024	2024
ROCE	28 %	29 %	29 %	25 %	28 %	32 %	32 %	31 %	16 %	17 %
Margen bruto	63 %	65 %	66 %	65 %	63 %	63 %	63 %	64 %	45 %	42 %
Margen operativo	26 %	28 %	27 %	23 %	26 %	27 %	29 %	30 %	16 %	15 %
Conversión de efectivo	102 %	95 %	97 %	101 %	96 %	88 %	91 %	86 %	85 %	90 %
Cobertura de intereses	17x	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	9x	9x

Fuente: Fundsmith LLP/Bloomberg

El ROCE (rentabilidad sobre el capital empleado), el margen bruto, el margen operativo y la conversión de efectivo son la media ponderada de las empresas subyacentes en las que invierte el Fundsmith Equity Fund Feeder/Sicav y la media de los índices FTSE 100 y S&P 500. Los números del FTSE 100 y del S&P 500 excluyen las acciones financieras. La cobertura de intereses es una mediana.

Los ratios 2017-2019 se basan en las últimas cuentas del ejercicio fiscal reportado al 31 de diciembre, y para 2020-24 son Doce meses posteriores y según lo definido por Bloomberg.

La Conversión de efectivo compara el Flujo de efectivo disponible por Acción con los Ingresos netos por Acción.

En 2024, los márgenes de beneficio operativo fueron más altos en las empresas de la cartera que en el pasado. Los márgenes brutos y la rentabilidad del capital se mantuvieron estables. Es importante destacar que todas estas métricas siguen siendo significativamente mejores que las empresas de los principales índices (que incluyen a nuestras empresas). Además, si posee acciones de empresas durante un periodo de inflación, es mejor poseer aquellas con altas rentabilidades y márgenes brutos.

Una rentabilidad del capital alta y constante es un signo que buscamos cuando buscamos empresas en las que invertir. Otra es una fuente de crecimiento: los altos rendimientos no son muy útiles si la empresa no es capaz de crecer e implementar más capital a estos altos índices. ¿Cómo han ido nuestras empresas en este sentido en 2024? El flujo de caja libre medio ponderado (el efectivo que generan las empresas después de pagar todo excepto el dividendo y nuestra medida preferida) aumentó un 15 % en 2024.

La única métrica que sigue retrasándose en su rendimiento histórico es la conversión de efectivo, el grado en que los beneficios se entregan en efectivo. Aunque en 2023 se recuperó ligeramente hasta el 91 %, este nivel sigue estando por debajo de su promedio histórico de alrededor del 100 % y volvió a descender en 2024 hasta el 86 %. Esta caída se debió a un fuerte aumento del gasto de capital en un pequeño grupo de empresas: Alphabet, Microsoft, Meta y Novo Nordisk. Novo está incrementando rápidamente su capacidad de producción para satisfacer la creciente demanda de su medicamento para la pérdida de peso, Wegovy, y cerró el año con una inversión de 10 000 millones de euros en la adquisición de tres plantas de fabricación. Por su parte, las empresas tecnológicas están en una carrera por aumentar su capacidad en el ámbito de la inteligencia artificial (IA), centrada en chips GPU y centros de datos. La cuestión de si esta carrera armamentista generará beneficios y retornos adecuados en relación con las inversiones realizadas sigue abierta, y volveré

sobre este punto más adelante. Al menos Novo está aumentando su capacidad para producir un medicamento con una demanda y rentabilidad ya consolidadas, en el que actualmente cuenta con una ventaja competitiva.

El año medio de fundación de nuestras empresas en cartera a finales de año fue 1920. En conjunto, tienen más de un siglo.

La segunda parte de nuestra estrategia se centra en la valoración. El rendimiento medio ponderado del flujo de efectivo libre («FCF») es decir, el flujo de caja libre generado como porcentaje del valor de mercado de la cartera, era del 3,0 % a principios de 2024 y cerró el año en el 3,1 %. El rendimiento medio del FCF a finales de año en el S&P 500 fue del 3,7 %.

Nuestra cartera está compuesta por empresas que son fundamentalmente mucho mejores que la media de las del S&P 500, por lo que no es de extrañar que estén valoradas más que la media de las empresas del S&P 500. En sí mismo, esto no hace necesariamente que las acciones sean caras, ya que una calificación más baja hace que una acción sea barata. Sin embargo, esperamos que parte de esta disparidad de valoración se elimine en 2025 si, como esperamos, mejora la conversión de efectivo de nuestras empresas en cartera.

Volviendo a la tercera parte de nuestra estrategia, que describimos brevemente como «No hacer nada», minimizar la rotación de la cartera sigue siendo uno de nuestros objetivos y esto se ha conseguido de nuevo con una rotación de la cartera del -1,2 % durante el periodo. Quizás sea más útil señalar que destinamos un total de solo el 0,004 % (menos de la mitad de un punto básico) del valor medio del fondo durante el año a operaciones voluntarias, excluyendo los costes de transacción relacionados con suscripciones y reembolsos, ya que estos son involuntarios. Vendimos tres empresas y compramos dos. Al igual que el año pasado, esto puede parecer un número elevado de movimientos para una tasa de rotación tan baja, ya que en algunos casos el tamaño de las posiciones vendidas o adquiridas fue pequeño. Cabe destacar que hemos mantenido siete de las empresas en cartera desde el inicio del fondo en 2011, nueve durante más de diez años y 15 durante más de cinco años.

¿Por qué es tan importante? Ayuda a minimizar los costes y minimizar los costes de inversión es una contribución vital para lograr un resultado satisfactorio como inversor. Con demasiada frecuencia, los inversores, los comentaristas y los asesores se centran, o en algunos casos se obsesionan con, la Comisión Anual de Gestión («CGA») o la Cifra de Gastos Corrientes («CCO»), que incluye algunos costes por encima de la CGA, que se cargan al

Fondo. El OCF para 2024 para las acciones de la Clase T de Acumulación fue del 1,08 % (acciones de la Clase I del 0,94 %). El problema es que el OCF no incluye un elemento importante de costes: los costes de negociación. Cuando un gestor de fondos negocia comprando o vendiendo, el fondo suele incurrir en el coste de la comisión pagada a un corredor, en el diferencial de oferta y oferta de las acciones negociadas y, en algunos casos, en impuestos sobre transacciones como el derecho de sello en el Reino Unido. Esto puede aumentar significativamente los costes de un fondo, pero no está incluido en el OCF.

Proporcionamos nuestra propia versión de este coste total, incluidos los costes de negociación, que hemos denominado Coste Total de Inversión («CIT»). Para las acciones de la Clase T de Acumulación en 2024, el TCI fue del 1,09 % (acciones de la Clase I del 0,95 %), incluidos todos los costes de negociación de los flujos que entran y salen del Fondo, no solo nuestras operaciones voluntarias. Nos complace que nuestro TCI es de tan solo un 0,01 % (1 punto básico) superior a nuestro OCF si se tienen en cuenta los costes de transacción. Sin embargo, volvemos a tener cuidado de no obsesionarnos con los cargos hasta tal punto que pierda el enfoque en la rentabilidad de los fondos. Cabe señalar que la rentabilidad de nuestro Fondo que se presenta al principio de esta carta es después de cobrar todas las comisiones, lo que sin duda debería ser el objetivo principal.

Durante el año vendimos nuestras participaciones en Diageo, McCormick y Apple.

Diageo, que formaba parte de nuestra cartera desde el inicio, ha presentado problemas con su nueva dirección, evidenciados por la falta de información sobre su negocio en América Latina, cuyos resultados fueron considerablemente peores que los del sector en esa región. Además, sospechamos que todo el sector de bebidas está en las primeras etapas de un impacto negativo debido a los medicamentos para la pérdida de peso. De hecho, es probable que estos fármacos terminen utilizándose también para tratar el alcoholismo, dada su influencia en el consumo.

Vendimos nuestra participación en McCormick porque nos decepcionó la lenta respuesta de la empresa ante el aumento de los costes de insumos, lo que puso presión sobre sus márgenes, además de su exposición a la competencia de marcas blancas, que se ha intensificado a medida que la inflación ha llevado a los consumidores a optar por opciones más económicas.

Comenzamos a adquirir acciones de Apple hace dos años, a un precio aproximado de 156 dólares por acción, cuando su relación precio-beneficio (P/E) estaba por debajo de la media del S&P 500, y el crecimiento de sus ingresos por servicios nos convenció en

parte de la existencia del tan cacareado ecosistema que fideliza a sus usuarios. Anticipamos correctamente que la empresa afrontaría varios períodos con un crecimiento de ventas discreto, por lo que compramos una pequeña participación con la intención de ampliarla a medida que el desempeño se estancara. Si bien acertamos en nuestra previsión sobre las ventas —que crecieron apenas un 2 % el año pasado —nos equivocamos en cuanto al precio de las acciones, que subió significativamente, situándose en un nivel un 50 % superior al del S&P 500. En este contexto, no íbamos a aumentar nuestra posición y decidimos vender nuestra participación, ya que ocupaba un espacio en nuestra cartera.

Por otro lado, iniciamos la compra de participaciones en Atlas Copco y Texas Instruments durante el año.

Atlas Copco es una empresa industrial sueca que fabrica compresores, equipos de vacío, y herramientas eléctricas y neumáticas, y que presenta tres características que consideramos atractivas:

- Externaliza gran parte de su producción, lo que la hace poco intensiva en capital y mejora los rendimientos.
- Tiene una estructura altamente descentralizada con más de 600 unidades operativas que disfrutan de una considerable autonomía para abordar sus respectivos mercados locales.
- Existe una participación de control en manos del vehículo de inversión de la familia Wallenberg, lo que debería favorecer una toma de decisiones a largo plazo, dado que este año cumplen 151 en el negocio.

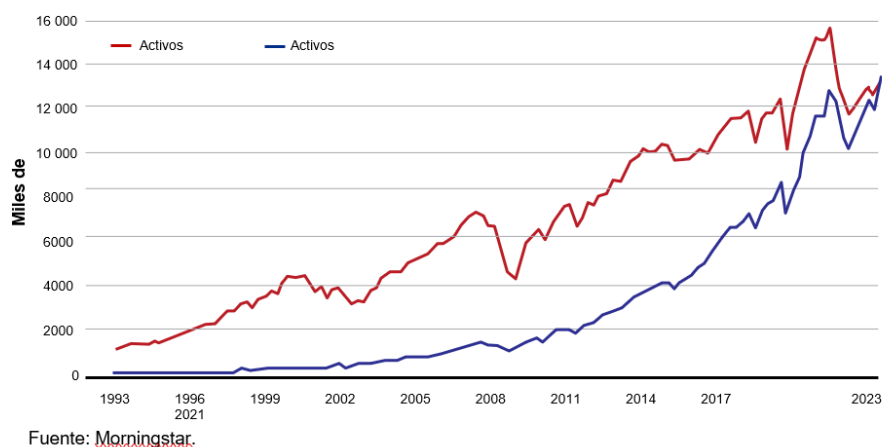
Texas Instruments es un fabricante de microprocesadores analógicos e integrados que se utilizan en una amplia gama de dispositivos de consumo e industriales, automóviles y equipos de comunicaciones. Está invirtiendo con anticipación a una probable recuperación del ciclo de semiconductores, aunque hoy en día está claro que no existe un único ciclo. La demanda de GPUs como las que produce Nvidia, lejos de estar en un ciclo a la baja, ha seguido una trayectoria de fuerte crecimiento. Además, existen diferencias marcadas entre los ciclos de los chips para automoción convencional y los destinados a vehículos eléctricos, así como entre los chips para otros dispositivos y entre distintas regiones. Sin embargo, Texas Instruments tiene una larga trayectoria de inversión anticipada a las fases de aumento de demanda, logrando rendimientos considerables. También se beneficia de la relocalización de la producción de semiconductores, una medida adoptada para mitigar los riesgos geopolíticos asociados con Taiwán y China.

El año pasado dediqué parte de esta carta a analizar el creciente interés por la inteligencia artificial (IA) como uno de los principales impulsores del alza en la mayoría de las acciones del grupo conocido como los «Siete magníficos», especialmente Nvidia. Esta fiebre o moda (según como se quiera ver) continuó en 2024, aunque con algunas características cambiantes. Una de las razones es que puede haberse vuelto más específica. Se había considerado un impulsor de los precios de las acciones de empresas que habíamos tenido en cartera, como Adobe e Intuit, las cuales empañaron su historial con nosotros involucrándose en adquisiciones o intentos de adquisición sobrevaloradas y aparentemente mal concebidas. Ambas tuvieron un rendimiento significativamente inferior al del mercado en 2024, ya que los inversores parecieron darse cuenta de que la IA podría no aportar beneficios inmediatos y/o universales, e incluso podría resultar perjudicial. Por el contrario, esto ha tenido el efecto de centrar la atención de los inversores en un menor número de beneficiarios reales e inmediatos del auge de la IA, como Nvidia.

Durante este periodo, los analistas han planteado con frecuencia la cuestión de si el auge de la IA es comparable con la era del puntocom y, por ende, si tendrá un desenlace similar. Ante esto, me siento tentado a citar a Mark Twain: «La historia no se repite, pero a menudo rima». Sin duda, parte del entusiasmo por la IA es exagerado, al igual que lo fue la fiebre del puntocom, pero existen algunas diferencias clave:

1. La empresa líder en el auge de la IA, Nvidia, es altamente rentable, aunque con un historial de algunos periodos de bajada, mientras que durante el auge del puntocom, gran parte del rendimiento de las acciones se basaba en métricas como visitas y clics, sin la presencia de beneficios o incluso ingresos reales. Hasta empresas que resurgieron de sus cenizas tras el colapso del puntocom, como Amazon, aún no eran rentables en ese momento.
2. El auge de los llamados fondos pasivos o indexados.

El auge de los fondos indexados



A finales de 2023, la inversión pasiva a través de fondos indexados superó por primera vez el valor de los activos gestionados en fondos activos. Actualmente, representan más de la mitad de los activos bajo gestión (AUM). Sin embargo, durante el auge del puntocom, solo alrededor del 10 % de los AUM estaban en fondos indexados. Como siempre, las etiquetas que utilizamos en la inversión no siempre ayudan a comprender la realidad. Los fondos indexados no constituyen una estrategia realmente pasiva. Si bien no hay un gestor tomando decisiones de inversión, la inversión indexada es, en realidad, una estrategia basada en la inercia del mercado.

La gran mayoría de los fondos indexados están ponderados por capitalización de mercado, al igual que los índices en los que se basan. La proporción de las empresas en el fondo indexado se determina por su valor de mercado en relación con el valor total del índice. Así, cuando hay entradas de capital en fondos indexados, la mayor parte se destina a las empresas más grandes, y viceversa cuando hay salidas.

El resultado es que, a medida que el dinero fluye desde los fondos gestionados activamente hacia los fondos indexados, como ha venido ocurriendo, se impulsa el rendimiento de las empresas más grandes, cuyas acciones ya han tenido un buen rendimiento, lo que les ha permitido convertirse en las compañías de mayor valor de mercado.

Se trata de un bucle de retroalimentación que continuará hasta que deje de hacerlo. Por ejemplo, si se produjera una recesión económica que redujera el gasto en tecnología —una categoría que ya representa una parte considerable del gasto total—, un área vulnerable podría ser la inversión en IA, ya que actualmente no genera ingresos significativos. Si las empresas más grandes llegaran a presentar resultados decepcionantes, es probable que el precio de sus acciones reaccione negativamente, lo que afectaría el rendimiento del índice en mayor medida que a los gestores

activos con una menor exposición a estas acciones. Pero incluso si un escenario como este nos espera en el futuro, determinar exactamente qué lo provocará y cuándo ocurrirá es difícil o incluso imposible de prever.

Esto nos lleva nuevamente al tema de la volatilidad, mencionado al inicio de esta carta. No creemos que la volatilidad real se mida únicamente mediante ratios como el de Sharpe o Sortino, que se centran en la fluctuación de los precios de los fondos o las acciones, pero son métricas ampliamente aceptadas. Los inversores deberían centrarse en la volatilidad del valor fundamental de las empresas en las que invierten y aceptar una mayor volatilidad de precios si esta conlleva mayores retornos. Sin embargo, esto es más fácil de decir que de hacer. El problema es que resulta difícil mantener la calma y centrarse en los fundamentos cuando la volatilidad de precios es marcadamente negativa. Tomemos como ejemplo Nvidia, cuya evolución ha sido espectacular en los últimos dos años. Sin embargo, su precio cayó en más de dos tercios entre 2021 y 2022. ¿Nos sentiríamos cómodos manteniendo la inversión en una situación similar? Y si no, ¿podría esa caída llevarnos a tomar decisiones precipitadas? Hemos tenido experiencia con este tipo de acciones, como lo demuestra el caso de Meta, pero dado lo difícil que puede ser mantenerlas, quizás una sea suficiente en nuestra cartera en un momento dado. En 2021–2022, el precio de Meta cayó un 76 %, pero continuamos manteniéndola, lo que ahora mismo resulta beneficioso. Hay varias diferencias clave entre la situación de Meta entonces y la de Nvidia ahora:

- Meta cuenta con aproximadamente 3300 millones de usuarios y varios millones de anunciantes, mientras que la demanda de Nvidia está dominada por un pequeño número de grandes empresas tecnológicas que escalan rápidamente y construyen centros de datos para gestionar modelos extensos de lenguaje (LLM) de IA.
- A menudo nos preguntan si es arriesgado poseer acciones de empresas de consumo en una recesión económica. Nuestra respuesta es que sí, pero no tanto como estar alejados del consumidor en esos momentos. Si el rendimiento de las empresas de consumo es una preocupación en una recesión, la situación de sus proveedores, especialmente aquellos de bienes de capital como maquinaria industrial, puede ser aún peor. Una caída del 5-10 % en los ingresos de las empresas de consumo puede traducirse en la cancelación total de pedidos para algunos proveedores. Nvidia vende bienes de capital —su servidor GPU de última generación cuesta alrededor de 3 millones de dólares por unidad—, y una disminución

significativa de la demanda sería un fenómeno interesante de observar desde una distancia segura.

- Antes de su caída, Meta tenía una relación precio-beneficio (P/E) de 28x, mientras que Nvidia actualmente tiene una P/E de 54x.

Todo esto nos lleva a recordar nuestro objetivo con el Fundsmith Equity Fund, que es lograr una alta probabilidad de obtener un retorno satisfactorio, en lugar de la posibilidad de un rendimiento espectacular, que tanto podría ser extraordinariamente bueno como extraordinariamente malo.

Por último, una vez más, le deseo un feliz Año Nuevo y le agradezco su continuo apoyo a nuestro Fondo.

Un cordial saludo,



Terry Smith,
CEO
Fundsmith LLP

Descargo de responsabilidad: Hay disponible un documento de datos fundamentales y un folleto en inglés para Fundsmith Equity Fund (Sicav) en la web de Fundsmith o bajo previa solicitud, y los inversores deberían consultar estos documentos antes de comprar acciones del fondo. 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 los cambios en los tipos de cambio, y es posible que no recupere el importe de su inversión original. Fundsmith LLP no ofrece asesoramiento de inversión ni hace recomendaciones sobre la idoneidad de su producto. Este documento es transmitido por Fundsmith LLP, que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera.

FundRock Management Company S.A. es una sociedad gestora de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios («OICVM») en el sentido de la Directiva sobre OICVM, y está autorizada a ofrecer acciones de la SICAV de Fundsmith a inversores transfronterizos.

Fundsmith Equity Fund (Sicav), 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, «la SFA»), capítulo 289, de Singapur ni reconocido en virtud del artículo 287 de la SFA. Este documento no se ha registrado como folleto ante la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore, «la MAS»). En consecuencia, ni este documento ni cualquier otro documento o material relacionado con la oferta o venta, o invitación a la suscripción o compra de las participaciones del Fondo podrá distribuirse ni distribuirse, ni podrán ofrecerse o venderse las participaciones, ni tampoco podrán ser objeto de una invitación a la suscripción o compra, ya sea directa o indirectamente, a personas en Singapur que no sean 1. un inversor institucional en virtud del artículo 304 de la SFA; o 2. una persona relevante de conformidad con la sección 305(1) de la SFA o a cualquier

persona de conformidad con la sección 305(2) de la SFA (y dicha distribución se realiza de acuerdo con las condiciones especificadas en la sección 305 de la SFA); o 3. en otro caso de conformidad con, y cumpliendo 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. 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.

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, Bloomberg y FE Analytics, a menos que se indique lo contrario. Los datos corresponden al 31 de diciembre de 2024, 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.

La relación precio-beneficio (P/E) y los rendimientos del flujo de caja libre se basan en datos de los últimos doce meses y a 31 de diciembre de 2024, a menos 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/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr 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.