

MARANGO EQUITY FUND, FI

CARTA ANUAL A INVERSORES 2026

Invertir en los pasos inevitables de la economía

*“No intentamos predecir el futuro.
Invertimos en aquello que lo hace posible.”*

Francisco Pinillos · Julio de 2026

Índice

1. Resumen del ejercicio
 2. Qué buscamos en un negocio
 3. La inelasticidad: el foso que no aparece en los estados financieros
 4. Lo que nos recordó el año
 5. Qué nos enseñan nuestros aciertos y errores
 6. Cambios en la cartera
 7. Hacia dónde movimos el capital
 8. La estructura actual de la cartera
 9. Qué podría salir mal
 10. Nuestras comisiones
 11. Mirando hacia adelante
- Anexo.** La cartera a 30 de junio de 2026

Estimados coinversores,

El 23 de marzo de 2021, un golpe de viento empujó al Ever Given —un portacontenedores de cuatrocientos metros, más largo que la Torre Eiffel tumbada— contra las orillas del Canal de Suez. El barco quedó encajado de proa a popa, atravesado como una llave rota dentro de una cerradura. Durante seis días no se movió.

Detrás de él se formó una cola de más de cuatrocientos buques. Por esa franja de agua, de poco más de doscientos metros de ancho, pasa cerca del 12% del comercio mundial. Mientras el Ever Given estuvo encallado, el mundo recordó que miles de millones de dólares en mercancías pasan cada día por un pequeño punto del mapa.

Lo importante no fue el accidente. Fue lo que dejó al descubierto.

El Canal de Suez no es la parte más grande del comercio global, ni la más visible, ni la más moderna. Es algo más valioso: es difícil de evitar. Cuando se cerró, la alternativa no era inmediata ni barata. Había que rodear África, añadir días de navegación y asumir más coste e incertidumbre. Durante casi una semana, una parte del comercio mundial tuvo que esperar a que un paso inevitable volviera a funcionar.

Esta carta trata precisamente de eso: de los pasos inevitables de la economía.

Una carta anual no debería limitarse a comentar la rentabilidad de un ejercicio. Debe ser, ante todo, un ejercicio de responsabilidad: explicar qué hemos hecho con el capital que nos habéis confiado, dónde hemos acertado, dónde nos hemos equivocado, qué hemos aprendido.

La idea central de esta carta cabe en una frase:

Las narrativas cambian. Los negocios esenciales permanecen.

El mercado siempre encuentra una nueva historia dominante. Un año es la inflación; otro, los tipos de interés; después, los aranceles; hoy, la inteligencia artificial. Esas narrativas mueven precios, alteran expectativas y, durante un tiempo, parecen explicarlo todo. Pero rara vez explican lo que realmente importa a largo plazo.

Nuestro trabajo no consiste en adivinar qué titular dominará el próximo trimestre, sino en identificar qué empresas seguirán siendo necesarias cuando ese titular haya desaparecido. **No intentamos predecir el futuro. Invertimos en aquello que lo hace posible.**

Por eso, una de las preguntas que más utilizamos en nuestro proceso es deliberadamente sencilla: si esta compañía desapareciera mañana, ¿qué parte del sistema funcionaría peor, más lento o con mayor coste? A esta pregunta la llamamos internamente *la prueba de la ausencia*.

Es nuestra versión empresarial del Canal de Suez: no preguntamos solo cuánto crece una compañía, sino cuánta fricción generaría su desaparición.

Es una forma simple de separar lo interesante de lo esencial. Muchas compañías crecen, innovan o atraen la atención del mercado durante un tiempo; solo unas pocas ocupan posiciones cuya sustitución sería difícil, lenta y costosa. Esas son las que buscamos.

Durante siglos, algunos de los mejores negocios no fueron los que producían los bienes, sino los que controlaban los pasos inevitables: puertos, canales, aduanas. Quien controlaba el paso no necesitaba poseer la mercancía.

La economía moderna ha cambiado de forma, pero no de lógica. Hoy esos pasos también son redes de pagos, agencias de calificación, litografía avanzada, fabricación de semiconductores, motores aeronáuticos, infraestructura eléctrica y plataformas de computación. Puentes invisibles por los que la economía tiene que pasar.

Muchos no ocuparán titulares, pero comparten un rasgo: participan de forma pequeña, recurrente y necesaria en una parte importante de la actividad económica, y harían mucho daño si desaparecieran.

■ *Ese es el tipo de negocio que queremos poseer.*

1. Resumen del ejercicio

Primero, los números.



Rentabilidad neta de comisiones en los doce meses cerrados a 30 de junio de 2026. Fuente: Bloomberg, MSCI y Renta 4.

Evolución del valor liquidativo



Evolución del valor liquidativo del Fondo desde su inicio (01/06/2018 = 10 €) hasta el 30 de junio de 2026.

Contribuyentes y detractores del año

Mayores contribuyentes		Mayores detractores	
Alphabet	+4,2%	Novo Nordisk	-1,2%
TSMC	+3,4%	S&P Global	-1,0%
ASML	+3,2%	Microsoft	-1,0%
Eli Lilly	+1,3%	Hermès	-0,9%
Tesla	+1,1%	Meta	-0,7%

Contribución aproximada a la rentabilidad del ejercicio, en puntos porcentuales.

Más allá del resultado de un año concreto, creemos que el ejercicio fue especialmente útil por tres razones.

Primero, porque volvió a recordarnos que la calidad no evita la volatilidad, pero sí ayuda a distinguir entre el ruido del mercado y el deterioro real de una tesis.

Segundo, porque nos obligó a revisar con disciplina qué compañías seguían superando la prueba de la ausencia y cuáles dependían demasiado de narrativas, valoraciones exigentes o ventajas competitivas menos duraderas de lo que pensábamos.

Y tercero, porque nos permitió avanzar hacia la cartera que queremos que sea Marango: concentrada en compañías con peso estructural, alta rentabilidad económica, ventajas defendibles y capacidad de componer valor durante muchos años.

2. Qué buscamos en un negocio

Nuestro proceso parte de una intuición sencilla, pero exigente: queremos invertir en empresas que el sistema necesita seguir utilizando. La prueba de la ausencia nos ayuda a encontrarlas; el análisis económico nos dice si merecen capital.

En Marango, la calidad no es un adjetivo. Es una prueba, y tiene tres preguntas: *¿puede crecer?, ¿gana dinero de verdad?, ¿está protegida?*

¿Puede crecer?

No cualquier crecimiento: el que crea valor por acción sin consumir capital en exceso. Subir precios al ritmo de la inflación lo consigue casi cualquiera; hacerlo por encima sin destruir demanda, solo unos pocos. Y cuando esa subida no exige capital adicional, casi todo el incremento fluye directo al beneficio. Es una de las fuerzas más poderosas del interés compuesto.

¿Gana dinero de verdad?

La pregunta no es solo cuánto crece una empresa, sino cuánto capital necesita para lograrlo y qué retorno obtiene. El ROIC delata una ventaja competitiva real, pero lo decisivo no es el dato histórico, sino el retorno incremental: la capacidad de reinvertir cada euro retenido a tasas altas durante muchos años. Ahí nacen las grandes máquinas de interés compuesto.

¿Está protegida?

En tres planos. El primero, las barreras de entrada, que defienden frente a los dos peligros que de verdad acaban con un negocio: la erosión de márgenes —un competidor que imita y rebaja precios— y la disrupción —un cambio tecnológico que vuelve irrelevante aquello en lo que eras el mejor—. La erosión se ve llegar; la disrupción, casi nunca. Por eso es la más peligrosa, y ninguna defensa la neutraliza del todo.

El segundo, el balance. Una ventaja competitiva protege en los buenos tiempos; un balance sano, en los malos. Quien no depende del crédito no se ve forzado a vender en el peor momento, y puede invertir o comprar cuando sus rivales solo pueden defenderse.

El tercero pertenece menos al análisis del negocio que al análisis de la inversión: el precio. Hasta una empresa extraordinaria puede ser una mala inversión si el mercado ya descuenta un futuro perfecto. Las barreras de entrada protegen los márgenes; el balance protege la supervivencia; el precio protege la rentabilidad futura del accionista. La calidad no elimina la disciplina de valoración: la vuelve más importante.

Cuando las tres respuestas son afirmativas, el siguiente paso no es actuar de prisa, sino con convicción: no por la intensidad de una opinión, sino por el peso que merece dentro de la cartera.

Preferimos perder el primer titular y capturar el valor de toda una década.

3. La inelasticidad: el foso que no aparece en los estados financieros

Detrás de la prueba de la ausencia hay un mecanismo económico que rara vez aparece de forma explícita en las cuentas: la inelasticidad.

Un negocio es inelástico cuando sus clientes no pueden dejar de usarlo con facilidad, aunque suba el precio o empeore el entorno. No porque estén satisfechos, sino porque prescindir de él cuesta más que seguir pagándolo.

Es una de las formas más poderosas de ventaja competitiva.

Ocurre con las redes de pagos. Un comercio puede discutir las comisiones de **Visa** o **Mastercard**, pero difícilmente puede renunciar a ellas sin perder el acceso a millones de consumidores. Ocurre con las agencias de calificación. Un emisor puede cuestionar el coste de un rating, pero sin esa calificación buena parte del mercado institucional simplemente no puede comprar sus bonos. En ambos casos, el servicio no es un accesorio. Es la puerta de entrada al sistema. Capturan una pequeña parte del valor que ayudan a coordinar.

Esa es la primera forma de inelasticidad: la de la demanda. Pero existe otra, menos visible y a veces igual de poderosa: la inelasticidad de la oferta. Para entenderla, conviene mirar de cerca la máquina más extraordinaria de nuestra cartera.

ASML fabrica los equipos de litografía ultravioleta extrema con los que se imprimen los chips más avanzados del mundo. Cada máquina funciona de una forma que parece ciencia ficción: dispara gotas de estaño fundido y las golpea con un láser unas cincuenta mil veces por segundo, vaporizándolas en un plasma que emite luz a 13,5 nanómetros. Esa luz se guía con espejos —no con lentes— que figuran entre los objetos más precisos jamás fabricados por el ser humano. Una sola máquina reúne cientos de miles de piezas y necesita varios aviones para transportarse.

Lo extraordinario no es solo que la demanda de estas máquinas sea altísima. Es que la oferta no puede ampliarse a voluntad. No hay un segundo proveedor al que recurrir. Levantar esta capacidad ha exigido décadas de conocimiento acumulado y una cadena de suministro irreplicable. Cuando la demanda se dispara, ASML no puede duplicar su producción de un trimestre a otro. Y nadie más puede hacerlo por ella.

Esa limitación no es una debilidad. Es el foso.

Safran responde a una lógica parecida. Una aerolínea que opera motores LEAP no cambia de proveedor de mantenimiento a mitad de la vida del motor. La seguridad, la certificación, la compatibilidad técnica y la base instalada crean una relación que puede durar décadas. Diseñar y certificar un motor nuevo exige inversiones enormes y plazos larguísimos. La oferta, de nuevo, es inelástica por diseño.

La inelasticidad no aparece como una línea en la cuenta de resultados ni tiene un ratio en el balance, pero está detrás de casi todo lo que valoramos: márgenes sostenibles, poder de fijación de precios, ingresos recurrentes, altos retornos sobre el capital y capacidad de atravesar ciclos adversos. Por eso ocupa el centro de nuestro análisis: mide, mejor que casi cualquier ratio, cuánto le costaría al sistema prescindir de una compañía.

4. Lo que nos recordó el año

Cada ejercicio deja una lección. Este año nos recordó una de las más importantes: una tesis no se defiende por orgullo, sino por evidencia. Una de las disciplinas más difíciles en inversión es cambiar de opinión sin cambiar de principios: la filosofía debe ser estable; las tesis, no necesariamente.

La paciencia es una virtud solo mientras los hechos siguen respaldando la tesis. Cuando dejan de hacerlo, la paciencia se convierte en obstinación. Y la obstinación es una de las formas más caras de tener razón demasiado tarde.

Durante el año vimos las dos caras. En algunas compañías, la caída de la cotización fue una oportunidad. En otras, fue una advertencia. La diferencia lo es todo. Cuando una empresa cae pero sus ventajas, su rentabilidad y su capacidad de reinversión siguen intactas, la volatilidad juega a favor del inversor paciente. Cuando cae porque la tesis empieza a romperse, sostenerla por inercia es negar la realidad a un precio elevado. **Alphabet** y **ASML** fueron buenos ejemplos del primer caso.

En Alphabet, el mercado volvió a preguntarse hasta qué punto la inteligencia artificial podía amenazar su dominio en búsqueda. No negamos ese riesgo; lo incorporamos al análisis. Pero la compañía seguía creciendo con fuerza, con márgenes extraordinarios y una posición difícil de replicar en datos, distribución, talento e infraestructura de cómputo. La tesis estaba siendo puesta a prueba, no destruida.

En ASML, las dudas se centraron en la normalización del ciclo de semiconductores y en la ralentización de algunos pedidos. Pero su lugar dentro de la cadena global de fabricación avanzada seguía siendo único. El ciclo podía moverse; el cuello de botella permanecía. Mantuvimos la convicción en la tesis, aunque sí ajustamos el tamaño de la posición cuando su valoración se volvió más exigente: mantener una idea no obliga a no reequilibrarla.

En ambos casos, los hechos seguían apuntando en la misma dirección. Y la misma disciplina que nos llevó a mantenerlas nos llevó a vender otras compañías donde la visibilidad se había reducido o el precio exigía demasiada certidumbre. Mantener no es aguantar: es seguir distinguiendo entre la volatilidad del precio y el deterioro de la tesis.

5. Qué nos enseñan nuestros aciertos y errores

Además del último año, hemos revisado de forma agregada toda nuestra historia para entender dónde hemos creado valor y dónde lo hemos destruido. No por autocomplacencia, sino para identificar patrones: en inversión no basta con saber qué funcionó, sino por qué y si es repetible.

Sobre 98 posiciones analizadas, aproximadamente dos tercios generaron un resultado positivo. Y, más importante: **por cada euro perdido en las que no funcionaron, el fondo generó cerca de 3,86 euros en las ganadoras**. Esa asimetría no es un accidente: es el resultado de intentar que las mejores tesis pesen, permanezcan y compongan durante muchos años, y de cortar aquellas en las que los hechos dejan de acompañar.

La rentabilidad a largo plazo no exige acertar siempre. Como resumió George Soros, en inversión no basta con acertar; lo importante es cuánto se gana cuando se tiene razón y cuánto

se pierde cuando uno se equivoca. Importa, sobre todo, cuánto capital tenemos invertido cuando acertamos y con qué rapidez reconocemos que una tesis ha cambiado.

El patrón es nítido. Hemos creado más valor en negocios con fosos reales y estructurales — infraestructura tecnológica, semiconductores, pagos y datos financieros: **Alphabet, Microsoft, TSMC, NVIDIA, ASML, Visa, Mastercard**—. Muchas de esas compañías siguen en cartera. En cambio, buena parte de las tesis que más valor destruyeron en el análisis histórico ya no forman parte del fondo.

Los errores tampoco fueron aleatorios: siguieron tres patrones. Primero, compañías de consumo donde la marca resultó ser notoriedad, no protección; el poder de fijación de precios no estaba donde lo asumíamos, y el mercado lo descubrió antes que nosotros. Segundo, negocios que parecían líderes, pero cuyo foso no era lo bastante profundo: su terreno competitivo se erosionó más rápido de lo previsto. Y tercero, el coste de esperar: posiciones cuya tesis se había deteriorado y que debimos revisar con mayor rapidez.

También aprendimos que vender exige el mismo rigor que comprar. En **Marvell** actuamos demasiado deprisa y no cerramos con suficiente profundidad el análisis de su papel en la cadena de infraestructura para centros de datos. La lección no está solo en el resultado posterior de la acción, sino en el proceso: una venta también es una decisión de inversión.

La conclusión es sencilla: no basta con que una compañía parezca de calidad. Una marca conocida no es un foso. Una narrativa convincente no es un foso. Un crecimiento elevado no es un foso. Un foso es aquello que impide que un competidor te quite el cliente, el precio o el margen durante muchos años. Y la disciplina no termina en la compra: también hay que saber vender.

Estos datos no cambian nuestra filosofía. La refinan.

6. Cambios en la cartera

Una cartera no debe cambiar por impulso, pero sí debe adaptarse cuando cambian las probabilidades. Durante el año, el movimiento principal fue claro: reducir la exposición a negocios cuya valoración exigía demasiada certidumbre y reforzar compañías más difíciles de reemplazar.

En una cartera concentrada, vender no siempre significa que una compañía sea mala. A menudo significa que otra merece más capital. No todas las ventas responden al mismo motivo. Las agrupamos en tres categorías.

1. Ventas por menor visibilidad de la tesis

Salimos de **Novo Nordisk** tras siete años en cartera. El año anterior habíamos interpretado su caída como una oportunidad. Pero la persistencia de la presión regulatoria, el aumento de la incertidumbre competitiva y las dudas sobre la dirección de la compañía redujeron la visibilidad de la tesis. Vender no fue un juicio sobre la calidad absoluta de la compañía, sino sobre la relación entre calidad, incertidumbre, precio y coste de oportunidad.

2. Ventas por valoración y cambio tecnológico

Durante los últimos años, el software y los modelos SaaS han sido de los segmentos más favorecidos por el mercado. Muchos de estos negocios son extraordinarios: escalables, rentables y beneficiarios de la digitalización. Pero, en algunos casos, el precio empezó a incorporar escenarios de crecimiento muy exigentes.

A eso se suma la inteligencia artificial: cuando cambia la interfaz dominante, parte del valor económico se desplaza dentro de la cadena tecnológica.

En ese contexto salimos de **Adyen**, **Palantir**, **ServiceNow**, **Topicus** y **Palo Alto Networks**. No porque fueran malos negocios —que no lo son—, sino porque algunas de estas plataformas empezaban a incorporar un grado de incertidumbre tecnológica superior al que sus valoraciones parecían reflejar.

La diferencia frente a **Alphabet** o **Microsoft**, que mantenemos pese a estar expuestas a la misma fuerza disruptiva, es doble: por un lado, el tamaño de su infraestructura subyacente —datos, distribución, capacidad de cómputo, talento e integración empresarial— hace mucho más costoso reemplazarlas; por otro, su valoración ya descuenta una parte más razonable del riesgo.

Mantener una compañía no es un acto de fe en su invulnerabilidad. Es un juicio sobre cuánta incertidumbre está incorporada en el precio.

3. Ventas para concentrar capital en mejores ideas

También cerramos posiciones como **Apple**, **IDEXX**, **MSCI**, **Apollo**, **Airbnb**, **Hims & Hers** o **Uber**. En varios casos seguíamos reconociendo cualidades en los negocios. Pero gestionar una cartera concentrada obliga a comparar sin descanso: cada posición compete con las demás por el capital.

La concentración no consiste en tener pocas posiciones por estética. Consiste en que cada posición importe.

Esa misma disciplina funciona también a la inversa. Vendimos **Micron** cuando su cotización superó ampliamente nuestra estimación de valor: cuando el precio se aleja tanto de lo razonable, reducir no es pesimismo sobre el negocio, sino coherencia con el proceso. Parte de ese capital volvió a la misma cadena, un eslabón más arriba: **Applied Materials**, los equipos con los que se fabrican los chips.

7. Hacia dónde movimos el capital

Al mismo tiempo que reducíamos la exposición a negocios cuyo precio dependía de expectativas demasiado exigentes, fuimos encontrando oportunidades en compañías menos visibles, pero más esenciales. Muchas de las empresas más resistentes de la economía global no están en la capa que captura los titulares, sino en la infraestructura física, industrial y financiera que permite que esa capa exista.

Incorporamos o reforzamos **Safran** y **GE Aerospace**: la inelasticidad de oferta de la que hablábamos al principio, aplicada a los motores aeronáuticos.

Añadimos **Vinci** y **Ferrovial**, propietarias de autopistas y aeropuertos difíciles de replicar, con valor estratégico y exposición a flujos económicos de muy largo plazo.

Reforzamos **Schneider Electric** por su papel en electrificación, eficiencia energética y suministro eléctrico para centros de datos. La inteligencia artificial necesita energía, refrigeración, redes, capacidad eléctrica y equipamiento físico. **Necesita átomos, no solo bits.**

La economía de la inteligencia artificial no la decide la narrativa, sino una métrica muy concreta: cuánta computación útil se obtiene por cada vatio de electricidad y a qué ritmo se deprecia el hardware que la produce. Por eso buena parte de nuestra exposición a la IA está en el coste real de hacerla funcionar: chips, energía, refrigeración, redes y capacidad eléctrica.

Reforzamos también la cadena de suministro de semiconductores más allá de la fabricación. A **TSMC** y **ASML** sumamos **Applied Materials**, **Broadcom** y **Cadence**: los equipos con los que se fabrican los chips, los componentes que los conectan y el software con el que se diseñan. Son eslabones distintos de una misma cadena crítica, y comparten el rasgo que buscamos: sin ellos, el chip no llega a existir.

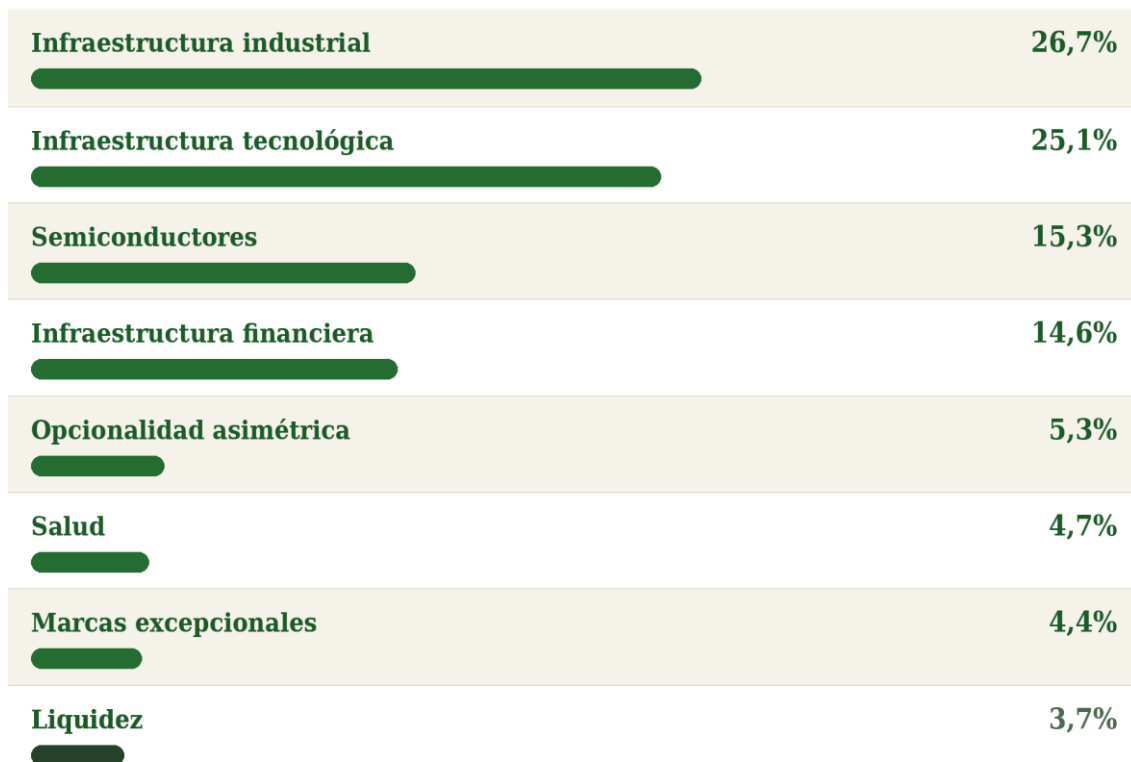
Incorporamos también **Linde**, líder mundial en gases industriales. Es un insumo silencioso, presente en la fabricación de semiconductores, la sanidad y la industria, con contratos de largo plazo y una posición muy difícil de reemplazar.

Por último, mantuvimos acotada la opcionalidad asimétrica con un pequeño grupo de posiciones —**Tesla**, **AST SpaceMobile**, **Bloom Energy** e **IREN**— en infraestructuras que todavía no son inevitables, pero podrían llegar a serlo: electrificación del transporte, conectividad espacial, energía distribuida y computación. No queremos que la opcionalidad defina el fondo, pero sí que aporte convexidad cuando el precio, el tamaño y la asimetría lo justifican. En conjunto, estas posiciones se mantienen por debajo del **6%** de la cartera.

El resultado es una cartera más anclada en activos reales, infraestructuras críticas y negocios difíciles de reemplazar: compañías que no solo se benefician de las grandes tendencias, sino que ayudan a hacerlas posibles.

8. La estructura actual de la cartera

La cartera se organiza hoy alrededor de siete motores de valor. No son sectores tradicionales. Son funciones económicas. La pregunta no es «¿en qué sector opera esta compañía?», sino «¿qué papel cumple dentro del sistema?».



La cartera vista por sus siete motores de valor, a 30 de junio de 2026. Pesos en porcentaje de la cartera; pueden no sumar 100 por redondeo.

Dos de estos motores responden a una lógica distinta, y conviene decirlo con claridad. La salud y las marcas excepcionales no son pasos inevitables en el sentido del Canal de Suez. Nadie necesita a **Hermès** para que la economía siga funcionando. Pero comparten con el resto de la cartera el rasgo que de verdad perseguimos: una demanda que no se apaga.

En salud, **Eli Lilly e Intuitive Surgical** ocupan lugares difíciles de rodear dentro de su terreno: un fármaco que redefine el estándar de tratamiento, unos sistemas quirúrgicos sobre los que se forma a generaciones de cirujanos, una base instalada que va creando sus propios costes de cambio. Cuando lo que está en juego es la salud de una persona, el precio deja de ser la primera pregunta. Es otra forma de inelasticidad.

En consumo, **L'Oréal y Hermès** demuestran que una gran marca también puede ser una forma de infraestructura. No de acero, sino mental. El deseo que sostiene a Hermès no se compra con capital ni se replica con publicidad: se construye durante décadas y se protege limitando la oferta a propósito. Es el mecanismo de ASML expresado en otro idioma. Cuando la oferta no puede ampliarse a voluntad, el poder de fijar precios se vuelve estructural.

La clasificación no es rígida: algunas compañías podrían aparecer en más de un motor. **ASML** es tecnología, industria crítica y cuello de botella digital a la vez; **Schneider** combina infraestructura industrial, electrificación y centros de datos; **Brookfield** participa en activos

reales, infraestructuras y capital privado. Lo que importa no es encajar cada nombre a la perfección, sino mostrar cómo pensamos la cartera: no como una colección de nombres, sino como un sistema de negocios esenciales con distintos motores de crecimiento.

Completamos la cartera con una posición de liquidez. No la entendemos como una renuncia a invertir, sino como capacidad de actuación para aprovechar oportunidades cuando el mercado ofrece grandes negocios a precios razonables.

Una nota sobre la divisa. En torno a tres cuartas partes de la cartera cotizan en dólares. No pretendemos eliminar esa exposición: a largo plazo, creemos que la calidad de los negocios y su crecimiento en valor pesan más que las oscilaciones de la divisa. Aun así, cubrimos en torno a una cuarta parte de esa exposición con derivados, para suavizar su impacto en los momentos de mayor volatilidad.

9. Qué podría salir mal

Invertir en negocios difíciles de reemplazar no es invertir en negocios invulnerables.

La distinción importa. En 2007, una sola compañía vendía más del 40% de los teléfonos del mundo; su marca era sinónimo de teléfono móvil y parecía una posición imposible de rodear. Se llamaba Nokia. Ese mismo año, Apple presentó el iPhone con apenas un 5% de cuota. Nokia miró la pantalla táctil con escepticismo, se aferró a lo que la había hecho grande y en seis años quedó reducida a algo marginal. El paso que parecía inevitable tenía un desvío, y el mundo lo tomó en cuestión de meses.

La lección no es que los fosos no existan, sino que no son eternos: se ensanchan o se estrechan con la tecnología, la regulación, los hábitos de los clientes y la gestión. Una de las trampas más peligrosas en inversión es seguir llamando «calidad» a lo que ya ha empezado a erosionarse.

Por eso no confundimos calidad con ausencia de riesgo. Los peligros que más nos preocupan no ocupan titulares, y son siempre los mismos: pagar de más por un gran negocio, subestimar un cambio tecnológico, aferrarnos a una ventaja que ya se erosiona o equivocar el tamaño de una posición.

Hay, además, un riesgo específico que preferimos nombrar con claridad: la exposición al ciclo de inversión en inteligencia artificial. En torno al 20% de la cartera son semiconductores e infraestructura de cómputo —los picos y palas de la IA: **NVIDIA, TSMC, ASML, Broadcom, Applied Materials y Cadence**—, cuyo valor descuenta en buena medida que ese ciclo de inversión continúe. No incluimos aquí a nuestras grandes plataformas: se benefician de la IA, pero nuestra tesis no depende exclusivamente de que el ciclo de inversión en IA continúe. Creemos que se trata de infraestructura crítica y duradera, no de una moda; pero somos conscientes de la concentración y la gestionamos con límites por tesis y por motor de valor.

La irreemplazabilidad no sustituye al análisis. Lo orienta.

10. Nuestras comisiones

Toda esta carta habla de compañías capaces de capturar una pequeña parte del valor que ayudan a crear. A nosotros nos corresponde aplicar el mismo principio: si el fondo gana escala, parte de esa eficiencia debe volver a los coinversores que la hacen posible.

Por eso, a principios de año, redujimos nuestras comisiones: **la comisión de gestión pasó al 1,25% anual y la comisión de éxito al 7%**. La reducción ya se aplica al fondo y se reflejará en la documentación correspondiente conforme a los procedimientos aplicables.

No es un gesto comercial. Es coherencia. Pedimos a las empresas en cartera que creen valor sin consumir capital en exceso; sería incoherente no exigirnoslo a nosotros. La mejor forma de alinear intereses no es escribirla en una carta. Es reducir lo que cuesta estar dentro.

11. Mirando hacia adelante

No sabemos qué narrativa dominará los mercados dentro de diez años, ni qué tecnología concentrará el entusiasmo. Pero sabemos una cosa: la economía seguirá necesitando mover dinero y crédito, fabricar chips, procesar información, electrificar infraestructuras, transportar personas y mercancías, mantener aviones en el aire y coordinar sistemas cada vez más complejos. Seguirá habiendo pasos inevitables. Y alguien cobrará el peaje.

Nuestra tarea es sencilla de enunciar y difícil de ejecutar: identificar esos pasos, comprarlos a precios razonables, dimensionarlos con disciplina y dejar que el valor se acumule. No acertaremos siempre —ningún proceso elimina la incertidumbre—, pero un buen proceso inclina las probabilidades a nuestro favor: nos aleja de lo sustituible, lo frágil y lo caro, y nos acerca a compañías cuya importancia puede perdurar décadas.

El Ever Given se liberó al sexto día. Los barcos volvieron a pasar y el comercio mundial siguió su curso. Pero durante esos seis días, el mundo entero recordó algo que en los buenos tiempos se olvida: que la economía no descansa sobre lo más grande ni lo más nuevo, sino sobre un puñado de puntos por los que todo tiene que pasar.

En esos puntos queremos seguir invirtiendo vuestro capital.

Y también el nuestro. Una parte importante de nuestro patrimonio está invertida en este mismo fondo, en las mismas posiciones y a los mismos precios que el vuestro. Ganamos y perdemos a vuestro lado. No conocemos mejor manera de alinear intereses.

Gracias, como siempre, por vuestra confianza.

Francisco Pinillos

Managing Partner | Marango Capital EAFN
fpinillos@marangofund.com

Anexo. La cartera a 30 de junio de 2026

Infraestructura industrial	26,7%
Safran	5,8%
Brookfield	5,4%
Ferrovial	3,8%
Schneider Electric	3,7%
GE Aerospace	3,6%
Vinci	2,3%
Linde	2,1%
Infraestructura tecnológica	25,1%
Alphabet	7,3%
Amazon	5,8%
NVIDIA	4,8%
Microsoft	3,7%
Meta	3,4%
Semiconductores	15,3%
TSMC	5,6%
ASML	2,7%
Applied Materials	2,5%
Broadcom	2,4%
Cadence	2,2%
Infraestructura financiera	14,6%
Visa	4,9%
S&P Global	3,7%
Moody's	3,3%
Mastercard	2,7%
Opcionalidad asimétrica	5,3%
Tesla	2,3%
Bloom Energy	1,4%
AST SpaceMobile	0,9%
IREN	0,7%
Salud	4,7%
Eli Lilly	3,1%
Intuitive Surgical	1,6%
Marcas excepcionales	4,4%
Hermès	2,6%
L'Oréal	1,8%
Liquidez	3,7%

Pesos en porcentaje de la cartera a 30 de junio de 2026; pueden no sumar 100 por redondeo. Fuente: Renta 4.

El presente documento tiene carácter informativo y no constituye una oferta, solicitud o recomendación personalizada de inversión. Marango Equity Fund, FI es un fondo de inversión registrado en la CNMV, gestionado por Renta 4 Gestora, S.G.I.I.C., S.A. y asesorado por Marango Capital EAFN. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras. La inversión en fondos está sujeta a riesgos, incluida la posible pérdida del capital invertido. Antes de invertir, consulte el folleto y el documento de datos fundamentales, disponibles en www.cnmv.es y en la web de la gestora.