

30 de junio de 2026

Amigo/a Owner,

Esta fue la rentabilidad de los fondos en 2025:

Fondo	Rentabilidad 2025	Potencial 5 años anualizado	
Conviction F	21,81%	Focus, Conviction →	>20%
Conviction V	23,65%	Resilience →	15-20%
Resilience	5,42%		10-15%
Focus	12,53%		5-10%
			<5%

Las empresas que más rentabilidad sumaron y restaron a cada fondo fueron:

CONVICTION		RESILIENCE		FOCUS	
Nebius +10,9%	Shift4 -3,0%	Perimeter S +6,3%	RH -3,9%	Nebius +3,7%	ClearPoint -7,2%
Celsius +3,6%	DFH -2,6%	Alibaba +2,8%	Shift -2,5%	Nu Holdings +3,5%	Shift4 -1,8%
Nu Holdings +2,9%	Clearpoint -2,0%	Medpace +2,7%	Ryman Hc -1,4%	StoneCo +2,6%	DF Homes -1,1%

Por qué nos centramos en la cultura

“Apuesta por personas, no por empresas. Las empresas pueden tener buenos o malos momentos durante ciertos períodos, pero las personas excepcionales siempre permanecen excepcionales.” Dara Khosrowshahi, CEO de Uber sobre lo que aprendió de su mentor Herbert Allen.

Hay dos motivos por los que **la cultura** (personalidad) de una empresa es **la pieza fundamental de nuestra forma de invertir** en Rolnik. El primero es porque **es lo más fácil de predecir**. Invertir junto a fundadores y equipos únicos nos da tranquilidad, ya que la gente excepcional nunca cambia. Por el contrario, **los negocios cambian constantemente** por la entrada de nuevos competidores, la innovación, la regulación, la tecnología, los cambios en los gustos de los consumidores, etc. Sí sólo nos centráramos en los negocios, sería mucho más difícil saber cuáles seguirán dominando sus mercados dentro de 10 años. Nos da seguridad saber que los fundadores junto a los que invertimos son **capaces de navegar todos esos cambios y adaptarse**. Por eso es fundamental estudiarles y entenderles a fondo. Una empresa es esencialmente un grupo de personas utilizando un determinado capital para resolver un problema para la sociedad. Los demás activos importan, pero **las personas son la clave**.

El segundo motivo por el que nos centramos en la cultura es porque **es la ventaja competitiva más defendible**. Es lo último que se puede copiar. La competencia te puede copiar productos, procesos, tecnología o fichar a alguien de tu equipo. Lo que **nunca te pueden copiar son tus principios, valores y formas de actuar**. Muchas veces las empresas excepcionales comentan públicamente los secretos de su éxito y aun así sus rivales no pueden ganarles cuota de mercado. Por mucho que sepan que es lo que hay que hacer y lo que funciona, si no va con su personalidad y su forma de actuar, no van a poder replicarlo.

Segundo acto

Una dinámica que nos gusta es encontrar **fundadores en su segundo acto**. Han tenido éxito en una empresa anterior y ahora van a por más. Estos segundos actos **pueden parecer empresas nuevas**, pero los principios, valores y formas de funcionar ya han demostrado ser efectivas. Esto hace que **la probabilidad de éxito en la segunda etapa sea muy alta**, mucho más que en una empresa realmente nueva. Tienen la fórmula perfeccionada junto con toda la experiencia y lecciones aprendidas de los errores del primer acto.

Un caso de segundo acto es **Nebius** (NBIS, en Conviction y Focus). **Arkady Volozh** fundó **Yandex** en 1997 y pronto se convirtió en el motor de búsqueda online líder en Rusia (“el Google ruso”). La matriz holandesa empezó a cotizar en el Nasdaq en 2011. Con la invasión rusa de Ucrania en 2022, la compañía empezó a recibir mucha presión de los países occidentales para seguir operando en ellos. En 2024 vendieron el negocio ruso a un grupo de inversores locales por 5.000M de USD. El resto de negocios no rusos se quedaron en la matriz holandesa que fue rebautizada como Nebius. Su negocio principal es proveer **infraestructura y centros de datos diseñados específicamente para empresas nativas de inteligencia artificial**.

Hay una diferenciación con AWS, Azure y GCP ya que **la arquitectura y coste necesarios para mantener los clusters de GPUs** (tarjetas gráficas que diseña NVidia y que son esenciales para los modelos de IA) **son muy distintos a los de los clusters de CPUs** (que están en los centros de datos tradicionales). Hasta tal punto que la propia Microsoft (propietaria de Azure) ha firmado un contrato con Nebius por más de 17.000M de USD en 5 años para asegurarse capacidad. Meta también ha firmado otro que puede llegar hasta los 27.000M de USD en los próximos 5 años. La demanda es tan alta que toda la capacidad está vendida antes de terminar de construir un nuevo centro de datos. La compañía tiene también **participaciones relevantes en 4 empresas tecnológicas más pequeñas que puede monetizar** cuando lo necesite para financiar su crecimiento. Volvió a salir a cotizar a finales de 2024. Con las caídas generalizadas de las bolsas en abril del año pasado por los aranceles de Trump, pudimos comprar acciones a 22\$/acción. Hoy cotiza por encima de 200\$.

Otro caso de segundo acto es **Perimeter Solutions** (PRM, en Resilience), fundada por **Nick Howley** y **William Thorndike**. Howley fundó **Transdigm** (TDG), empresa de componentes de aviones, en 1993. Desde que salió a cotizar en 2006, TDG ha compuesto al 28% anualizado, multiplicando el precio por acción **por 150 veces**.

Thorndike es inversor y autor del libro “**The Outsiders**”, una de las mayores referencias sobre buenas culturas y directivos. Los dos socios se han unido para aplicar la **misma estrategia de TDG a empresas industriales** más allá de la industria aeronáutica. El objetivo es ir juntando distintas empresas bajo una estructura descentralizada. Su criterio para las adquisiciones es encontrar negocios que sean esenciales para sus clientes (que a la vez supongan un % pequeño de su estructura de costes), líderes de sus industrias y con crecimiento por delante. Una vez adquiridos, la idea es aplicar sus métodos operacionales, asignar el capital de forma eficiente, descentralizar la gestión y alinear incentivos. Comenzaron con **productos para combatir incendios y lubricantes**. Desde que invertimos en 2024, han adquirido IMS (fabricante de placas de circuito integrado) y MMT (maquinaria de precisión para el sector sanitario). En todos estos negocios, al igual que en TDG, **el mercado de repuestos y recargas es muy importante, lo que aporta estabilidad y convierte el negocio en anticíclico**. La guinda del pastel es que uno de los principios de su cultura es “*Think and act like owners*”. Construimos la posición en torno a 12\$ por acción.

Celsius (CELH, en Conviction)

Es el **tercer grupo de bebidas energéticas de EEUU** por detrás de Red Bull y Monster. Se ha posicionado como la referencia en el segmento **fitness/healthy**. Durante 2025 cerró la **adquisición del 4º player** del sector, Alani Nu. La compañía está ahora mismo en un proceso de **internacionalización**, lo que supone una gran oportunidad. En el sector de bebidas la distribución es fundamental. Es muy difícil crecer si la gente no ve tus productos con recurrencia en los puntos de venta que frecuenta. Por este motivo firmó un acuerdo de distribución con Pepsico en 2022, lo que ha aumentado exponencialmente su visibilidad desde entonces.

Su CEO **John Fieldly** lleva 14 años en la empresa. Aunque no la fundó, la ha hecho suya en este tiempo (Joe Burnett, CEO de Clearpoint es un caso similar). En 2016, el consejo de administración inició la búsqueda de un nuevo CEO. Fieldly, que entonces era el director financiero, pidió que le dieran una oportunidad para explicar su visión y terminó consiguiendo el puesto. Añadimos la mayor parte de la posición en torno a los 22-27\$ por acción. Puedes encontrar sus bebidas en España desde abril gracias a un acuerdo de distribución con Suntory.

Clearpoint Neuro (CLPT, en Conviction y Focus).

Empresa de **equipamiento médico** de la que ya hablamos en la carta anual de 2023. El precio de la acción ha tenido movimientos muy fuertes en los últimos meses. En octubre de 2025, su cliente Uniqure anunció que su fármaco AMT-130 **reduce el avance de la enfermedad de Huntington en un 75% después de 3 años** de tratamiento. Sería **el primer tratamiento disponible** contra una enfermedad genética devastadora que provoca el deterioro de células cerebrales. La FDA, el regulador sanitario americano, dio el visto bueno para una aprobación acelerada y estaba previsto el lanzamiento comercial este año. En marzo de 2026, en un **cambio de opinión bastante polémico**, la FDA requirió a Uniqure la realización de la fase 3 del ensayo clínico, lo que retrasaría bastante el lanzamiento comercial. En junio de 2026, la FDA ha vuelto a cambiar de opinión y parece que finalmente

va a autorizar la aprobación acelerada. Las acciones de CLPT pasaron de 10\$ a 30\$ en octubre con las noticias sobre la eficacia del tratamiento. En marzo de 2026 bajaron otra vez por debajo de 10\$ tras el primer cambio de opinión del regulador y con el segundo en junio subieron otra vez por encima de 18\$.

Esto nos da pistas de **que el mercado está asignando la mayor parte del valor futuro de CLPT a la aprobación del AMT-130**. Es cierto que sería la primera gran aprobación de una terapia de este tipo de uno de sus clientes (en 2024 hubo una aprobación de una indicación menor). Pero esto no asigna prácticamente ningún valor al resto del negocio. CLPT tiene **más de 60 clientes biofarmacéuticos desarrollando fármacos para otras 20 enfermedades con poblaciones afectadas mucho mayores** como Alzheimer, demencia, Parkinson, ELA o glioblastoma. El negocio actual de navegación cerebral, laser y ensayos clínicos sigue creciendo y justifica la valoración actual sin necesidad de ninguna aprobación. La opcionalidad que aportan todas las innovadoras terapias génicas y celulares de sus clientes aporta un **potencial asimétrico enorme** a nuestra inversión en CLPT. Pensamos que la empresa será varios ordenes de magnitud más grande en los próximos 10-20 años.

Medpace (MEDP, Resilience)

Fundada por **August Troendle** en 1992, se dedica a dar **servicios en los ensayos clínicos a empresas de biofarma** (como los clientes de CLPT). Estas empresas centran sus esfuerzos en desarrollar los compuestos necesarios para curar enfermedades. Para navegar un ensayo clínico de principio a fin necesitan apoyarse en una CRO (clinical research organization) con experiencia que les de servicios y les acompañe en el proceso.

MEDP lleva realizando esta labor de forma espectacular **desde hace 34 años**. Desde que salió a cotizar en 2016, sus ventas se han multiplicado por 7, sus beneficios por 25 y **el precio de la acción, que a largo plazo siempre sigue los resultados de la empresa**, por 20. La clave, como siempre, es aprovechar los cambios bruscos de múltiplo (multiplicador que asigna el mercado a los beneficios de la empresa para fijar su precio) que afectan al precio de la acción en el corto plazo. Actuando con convicción cuando se mueven a nuestro favor y teniendo paciencia cuando se mueven en nuestra contra.

El sector de biofarma es cíclico ya que estas empresas dependen en sus inicios de los mercados de capitales para financiarse. Entre mediados de 2024 y de 2025 el precio de la acción cayó por una ralentización de la compañía y del sector. **El valor de MEDP se vio mucho menos afectado de lo que el movimiento de precio sugería**, por lo que aprovechamos para comprar en torno a 300\$ en el 2º trimestre de 2025. Vendimos la posición cuando subió rápidamente a 600\$ a finales de año cuando el precio ya era menos atractivo.

Potencial

Con las caídas de precios que ha habido desde octubre de 2025, hemos podido comprar empresas de mucha calidad que llevamos siguiendo desde hace tiempo. Están a los precios (múltiplos) más bajos que han tenido en los últimos 5-10 años y, en algunos casos, desde que empezaron a cotizar. **El potencial de revalorización de los tres fondos está en el nivel más alto de los últimos 3 años.**

Principios

Hemos añadido al final de la carta nuestros principios. Son la destilación de **nuestra manera de pensar y la forma en la que aspiramos a actuar día tras día** en Rolnik. Las empresas en las que invertimos suelen compartir varias de las ideas en las que se basan los principios.

Ahorra, multiplica, espera y disfruta.



Jaime Carrasco Houston
CEO/CIO

PRINCIPIOS ROLNIK

OWN IT CERO EXCUSAS, SE APRENDE DE LOS ERRORES.

Nos hacemos propietarios de las empresas en las que invertimos y también de lo que somos y hacemos, incluidos nuestros errores y debilidades.

OBSESS LA ÚNICA MANERA.

Hacer algo muy bien requiere la mayor parte de tu tiempo.

PAY THE PRICE ELEGIR IMPLICA DECIR NO A TODO LO DEMÁS.

Cada acción tiene costes de oportunidad de los que somos conscientes y aceptamos.

CARE CUANDO ALGO TE IMPORTA, LO CUIDAS.

Cultura viene del latín “cultus”, que significa “cultivar”. Para que algo crezca y perdure, hay que cuidar cada detalle todos los días.

OPT IN TÚ DECIDES.

Cada uno elige cuanto se quiere involucrar. La dedicación se demuestra haciendo más de lo necesario.

THINK LONG PENSAMOS EN DÉCADAS, NO EN MESES.

La mayor parte de los problemas vienen por dar prioridad a cosas con ventajas a corto plazo, pero con más inconvenientes más adelante.

EAT WHAT YOU COOK NUESTROS AHORROS ESTÁN EN ROLNIK.

Estamos all-in en los fondos por dos motivos: porque tenemos convicción en nuestra forma de invertir y porque queremos estar totalmente alineados con los demás Owners.

SIMPLIFY

Complicar algo es sencillo. Hacerlo fácil requiere creatividad y conocerlo a fondo para poder eliminar lo no esencial.

HUNGER MARCADOR SIEMPRE A CERO.

En el momento en el que estamos satisfechos con lo conseguido y nos confiamos, perdemos.