

Luglio 2026

Gentile investitore,

Questa lettera semestrale è più lunga del solito poiché la utilizzo per informarvi di alcuni cambiamenti nel modo in cui gestiamo il Fundsmith Sustainable Equity Fund – un comparto della Sicav Fundsmith ("Fondo").

Tuttavia, la tabella sottostante mostra innanzitutto la performance del nostro Fondo e di altri comparatori durante il primo semestre del 2026 e dalla data di lancio.

% rendimento totale	Dal 1° gennaio al 30 giugno 2026	Dalla data di lancio al 30 giugno 2026	
		Cumulativo	Annualizzato
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
Obbligazioni europee ³	+2,2	-27,6	-5,9
Liquidità 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 Azioni ad accumulazione, al netto delle commissioni, quotate alle ore 13:00 CET, data di lancio 1.3.21, fonte: Bloomberg

² MSCI World Index alla chiusura del periodo di attività USA, fonte: Bloomberg

³ Indice Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond, fonte: Bloomberg

⁴ € Tasso di interesse euro, fonte: Bloomberg

Il Fondo non è gestito facendo riferimento ad alcun benchmark; i comparatori di cui sopra sono forniti solo a scopo informativo.

Le azioni ad accumulazione di classe T in euro sono scese dell'1,5% nei primi sei mesi dell'anno, 14,2 punti percentuali in meno rispetto a quello che è forse il comparatore più evidente, l'indice MSCI World (net EUR). (Nota: non copriamo l'esposizione valutaria, quindi la principale differenza di performance tra le diverse classi di azioni in valuta è dovuta ai movimenti valutari nel periodo di riferimento. Tali movimenti valutari incidono anche sulla performance del comparatore, l'indice MSCI World.) Ho spostato l'analisi abituale dell'attribuzione di tale performance in un'Appendice a questa lettera, poiché c'è un altro argomento che desidero affrontare prima, vale a dire cosa intendiamo fare riguardo a questa performance.

Lo sfondo di tutto ciò continua a essere un mercato dominato dai cosiddetti fondi passivi o indicizzati (di cui la maggior parte sono ETF) e dal boom legato all'IA, fattori che si sono combinati per produrre un mercato dominato dal momentum più che da fattori fondamentali come la redditività, i rendimenti sul capitale e la crescita — in altre parole, i fattori su cui ci concentriamo.

Ho già scritto sull'effetto di questo, ma devo ringraziare Simon Evan-Cook, che ad aprile ha scritto su una Substack chiamata *Wealth Yourself** alcune ulteriori osservazioni intitolate "Vittoria per il Passivo! 22 pensieri e domande", con sottotitolo "Il passivo ha conquistato il mondo. Cosa mai potrebbe andare storto? Parecchio".

Evan-Cook sottolinea che un argomento originale per il passaggio all'investimento passivo era che "è difficile battere il mercato e l'investitore medio fallirà (a causa delle commissioni). Dunque, perché non risparmiare tempo e denaro acquistando l'intero mercato tramite un tracker a basso costo, e ottenere così una performance leggermente migliore rispetto alla media dei gestori attivi, grazie alle commissioni risparmiate?

Nella recente sorprendente sovraperformance dei fondi indicizzati rispetto ai gestori attivi, questa motivazione è stata opportunamente dimenticata. Nel Regno Unito, ad esempio, il tracker Vanguard UK All Share ha realizzato un rendimento del 66% negli ultimi cinque anni, surclassando il rendimento medio dei fondi azionari britannici, che si attesta a solo il 32%. Questo è visto come un motivo per spostare ancora più denaro da investimenti attivi a passivi e così rafforzare il ciclo di feedback.

Se il fondo attivo medio addebita l'1% e ha reso il 32% dopo tali commissioni, e l'indice dovrebbe essere la somma di quei gestori attivi, il tracker non avrebbe dovuto guadagnare qualcosa come il

37%? Come ha fatto ad arrivare al 66%?

Per citare Evan-Cook: "Questo è fantastico se hai tenuto il tracker, ma rende insensato quell'argomento originale di "accontentarsi della media". E inoltre pone la domanda: "Se il tracker può performare il 29% in più della media dei gestori attivi, perché non può performare il 29% in meno?"

Un'osservazione correlata è che "i fondi passivi iniziano a sembrare fondi attivi".

I fondi indicizzati ora "dominano le classifiche di rendimento dei fondi". Nel 2018 il quartile superiore era composto da fondi attivi "quality-growth", nel 2022 da fondi attivi "high-growth" e nel 2026 è costituito da fondi indicizzati: 12 dei primi 20 performer nell'arco di cinque anni sono tracker.

Inoltre, i fondi indicizzati stanno assumendo posizioni più concentrate rispetto a molti gestori attivi. "Metà del tracker FTSE 100 di Vanguard è detenuta in soli 10 titoli, e presenta significative "scommesse settoriali" su banche, produttori di petrolio e società minerarie. I fondi indicizzati non sono più i portafogli a basso rischio e diversificati che erano un tempo".

Evan-Cook si concentra sul Regno Unito, ma queste statistiche e argomentazioni sono ancora più pertinenti per il mercato USA, dove le azioni legate all'IA dominano gli indici e la performance del mercato. Il mercato statunitense ha registrato un rendimento totale dell'83% in dollari nei cinque anni fino alla fine di maggio (il rendimento del prezzo è stato del 71%). Intanto il fondo azionario aperto medio che investe negli USA (3.107 con record di 5 anni) ha reso il 59% in dollari. Quindi i fondi indicizzati hanno sovraperformato i fondi attivi in media del 24%.

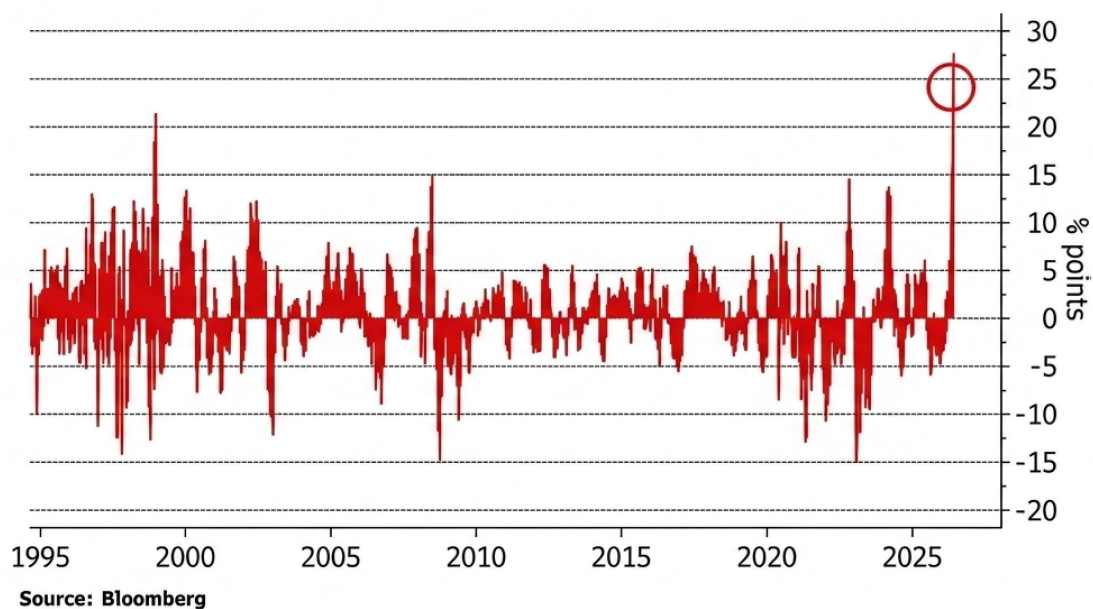
Inoltre, mentre il patrimonio gestito (AUM) nei fondi indicizzati supera ora il 60%, in termini di volume di scambi, i gestori attivi rappresentano una minoranza ancora più ridotta di quanto ciò comporta. Secondo Cboe Global Markets, dopo avere rappresentato l'80% degli scambi negli anni '90, la percentuale di transazioni dei fondi attivi è ora scesa a solo il 10%. L'attività di negoziazione che determina i prezzi non è più guidata dalle decisioni della gestione attiva dei fondi, ma dal ciclo di feedback del momentum derivante dal passaggio dei fondi da gestioni attive a passive e dalla riponderazione all'interno dei fondi passivi.

Ho letto commenti su questi argomenti che suggeriscono che questa spiegazione di ciò che sta accadendo sia errata. Tuttavia, la performance degli investimenti basati sul momentum è chiara, come

illustra questo grafico di Bloomberg:

Momentum Is Showing Record Outperformance

■ MSCI US Momentum QoQ vs MSCI US QoQ



È al massimo da 30 anni ed è più estremo rispetto alla fine del 1999, poco prima dello scoppio della bolla Dotcom. Con il continuo peggioramento delle performance dei fondi attivi, sempre più persone li abbandonano, generando un circolo vizioso pernicioso.

Tuttavia, un'ulteriore dimostrazione che l'investimento indicizzato non è veramente "passivo" è stata fornita in un'intervista a David Booth, cofondatore di Dimensional Fund Advisors (che attualmente gestisce oltre 1.000 miliardi di dollari di asset), pubblicata su Barron's il 18 giugno. Intervistato sulle modifiche alle regole che consentono a SpaceX di essere inclusa negli indici più rapidamente del solito (per agevolare l'IPO di SpaceX prevista per giugno 2026, i principali indici hanno allentato i loro criteri di inclusione, con il Nasdaq-100 che ha eliminato il periodo di maturazione di 3 mesi, il che significa che il titolo va negoziato per tre mesi prima dell'inclusione, e i requisiti di flottante del 10%, in modo che potesse essere inclusa nonostante avesse meno del 10% di azioni liberamente negoziabili), Booth ha detto: "Penso che lei stia toccando un problema più grande. Diciamo che non ti piace la gestione attiva e vai su un indice. Bene, qualcuno sta gestendo quel portafoglio, che non è il gestore del fondo, ma il fornitore dell'indice. Se il fornitore dell'indice modifica l'indice, il fondo deve cambiare, quindi i fondi indicizzati sono in realtà trading desk. [I fornitori di indici] sono persone sensate, ma non sono fiduciari che si prendono cura di me. Si prendono cura di loro... Questo non li rende cattivi, ma le persone devono rendersi conto di cosa sta succedendo.

Quello che stiamo sicuramente osservando è che i fondi indicizzati, come altre innovazioni finanziarie, partono da una buona logica ma

inevitabilmente finiscono per essere portati agli estremi, alla fine con serie conseguenze. Lo sviluppo dei derivati creditizi negli anni '90 e la successiva Grande Crisi Finanziaria del 2007-08 ne sono una dimostrazione recente.

Per quanto riguarda gli effetti della corsa a capofitto dai fondi attivi a quelli indicizzati, non ho altro da aggiungere, almeno per il momento.

È importante precisare a questo punto che rimaniamo fermamente dell'opinione che possedere un gruppo di azioni con caratteristiche fondamentali migliori rispetto all'indice (rendimenti sul capitale impiegato migliori e più difendibili, oltre a una fonte di crescita in cui investire almeno parte del cash generato) a una valutazione ragionevole genererà un rendimento d'investimento superiore al mercato nel lungo termine, e ciò è particolarmente vero se si tiene conto della volatilità.

Ogni giorno ci vengono presentati esempi di ciò che l'ascesa degli investimenti passivi sta facendo al mercato in termini di volatilità. Mercoledì 27 maggio Snowflake (SNOW US), una società di database, ha chiuso la negoziazione come un'azienda da 60 miliardi di dollari di valore e ha aperto giovedì come una da 82 miliardi di dollari. Quel giovedì, il testimone della volatilità è passato a Dell Technologies (DELL US), l'azienda di computer. Le sue azioni hanno chiuso come una società da 205 miliardi di dollari di valore e hanno aperto venerdì come una da 273 miliardi di dollari. Quel primo incremento del 33% è avvenuto dopo che le azioni erano già raddoppiate di valore dall'inizio di marzo.

Vorrei fare diverse osservazioni su questo fatto, che è una storia di cui potremmo scrivere quasi ogni giorno (come la sequenza qui sopra speriamo serva a illustrare):

1. Non sono a conoscenza di alcuna metodologia di investimento fondamentale che possa essere di aiuto nel prevedere o cogliere questi movimenti.
2. Tali mosse sono sicuramente in parte guidate dal fatto che al momento solo una piccolissima percentuale di scambi è condotta da fondi attivi i cui gestori potrebbero pensare "Questa mossa è ridicola, venderò qualcosa", in quanto pochi di questi gestori possono sopravvivere dato che i processi di investimento che tentano di andare contro il momentum mettono a rischio la propria carriera.
3. Potreste considerare l'opzione di passare all'indice per sfruttare i benefici di questo slancio e poi tornare indietro se o

quando gli eventi dovessero far venir meno questo slancio. Tuttavia, se azioni con una valutazione di mercato di 200 miliardi di dollari si muovono del 33% al giorno in un mercato rialzista, si può ragionevolmente speculare su cosa accadrà se o quando le cose si invertiranno. Potrebbe far sembrare solo un contrattempo il periodo 2000–03 e 2007–08. Nel 2007–08, l'indice S&P scese del 57% in cinque mesi. La prossima volta non mi sorprenderebbe se riuscisse a farlo in cinque giorni. Nel periodo 2000-03 anche vincitori finali come Amazon impiegavano 10 anni per tornare al loro massimo prezzo azionario.

Ricordiamo sempre la massima delle corse automobilistiche, di frequente attribuita a leggende come Rick Mears o Charles Jarrott, relativa alla 500 miglia di Indianapolis, che recita: "Per arrivare primi, devi prima arrivare". Questo a sottolineare che nella gara sulle 500 miglia la resistenza e l'affidabilità sono altrettanto cruciali quanto la velocità.

Si potrebbe dire (e infatti lo diremmo) che è esattamente ciò che stiamo cercando di fare concentrandoci sugli investimenti in società con buone caratteristiche fondamentali di business e finanziarie e con valutazioni almeno ragionevoli o anche migliori. Tuttavia, qui c'è un altro fattore in gioco: i flussi di fondi. Gestiamo fondi aperti, e potreste e sempre più spesso avete prelevato denaro, noi sospettiamo principalmente per unirvi all'esodo dall'attivo al passivo, o forse per investire in gestori che professano di comprendere la qualità meglio di noi. Potrebbero avere ragione, oppure potrebbero semplicemente essere investitori di impulso nascosti, il che andrà bene finché non smetterà di esserlo. Tuttavia, non avrà molto senso aver avuto ragione sui pericoli dell'investimento passivo o basato sul momentum dopo che il nostro Fondo ha chiuso .

È in questo contesto che stiamo implementando alcune modifiche al nostro processo di gestione del fondo.

Ma permettetemi di iniziare sottolineando ciò che non cambierà. Il nostro mantra di investimento è cercare di:

1. Acquistare società sane
2. Analisi della sostenibilità
3. Non pagare troppo
4. Non fare nulla

Non abbiamo alcuna intenzione di investire in altro che non siano buone aziende le cui caratteristiche siano tali da far crescere il loro valore nel tempo rispetto alla media di mercato e con valutazioni ragionevoli, oltre a fornire un supporto fondamentale per il valore del nostro investimento in caso di turbative del mercato.

Tuttavia, sembra chiaro che la quarta parte della nostra strategia, che probabilmente necessita dei maggiori cambiamenti, e il turnover del nostro portafoglio hanno raggiunto un massimo del 39% nel primo semestre di quest'anno, avendo noi apportato modifiche significative al portafoglio. Tuttavia, non dovete aspettarvi che quel livello di performance diventi la norma.

In un mercato in cui non sono rare oscillazioni del prezzo azionario del 33% su base giornaliera, anche per titoli ad alta capitalizzazione, una strategia buy and hold può funzionare solo se non si dipende dai flussi, e noi lo siamo. Il fatto di attenersi al nostro attuale approccio potrebbe benissimo infrangere il detto secondo cui il mercato può rimanere illogico più a lungo di quanto noi possiamo restare in attività. Dovete dunque aspettarvi che in futuro saremo più attivi. Mi aspetto sempre che la nostra performance e i costi associati siano di molto inferiori a quelli della maggior parte dei fondi attivi, ma potrebbero benissimo essere superiori alla nostra media storica.

Nelle nostre decisioni di investimento terremo maggiormente conto del momentum, sia fondamentale che del prezzo azionario. In particolare, saremo molto meno propensi a ricorrere al consolidato approccio di acquistare aziende di qualità quando queste sono in difficoltà. Questo approccio venne ad esempio utilizzato con buoni risultati da Warren Buffett per acquistare la quota di Berkshire Hathaway in American Express durante lo scandalo dell'olio per insalate (cercatelo) e da noi, ad esempio, nell'acquisto di Microsoft alla fine del mandato di Ballmer come CEO. Ma nel mercato attuale guidato dal momentum, acquistare azioni di società che hanno qualche problema è come cercare di afferrare il proverbiale coltello mentre cade. Il risultato è quello di tagliarsi le dita, poiché la spirale in discesa del prezzo delle azioni di queste società è aggravata dall'effetto di rafforzamento del momentum dell'indice. Vale la pena notare che Buffett applicò questa strategia in un fondo chiuso da lui controllato, non in un fondo aperto.

Non abbiamo alcun desiderio di abbracciare l'indice. Potete acquistare fondi indicizzati che sono molto più economici di noi o di qualsiasi altro gestore attivo, quindi che senso avrebbe?

Non pretendo di sapere come o quando finirà questo mercato

guidato dal momentum passivo, se non per dire che finirà male. Può darsi che il fatto di essere consapevoli che l'enorme investimento nell'IA non riesca a generare un rendimento adeguato o nessun chiaro vincitore lo faccia fallire. Oppure che gli effetti distruttivi dell'IA su altri settori possano essere tali da smontare la narrativa del mercato e/o che i licenziamenti dei lavoratori resi in esubero dall'IA, che al momento alimentano il boom passivo con i loro contributi al fondo pensione 401(k), invertano quel flusso e il mercato stesso. Più probabilmente è qualcosa che non possiamo prevedere. Dopotutto, una crisi non sarebbe una crisi se potessimo prevederla. Ma sappiamo che gli alberi non crescono fino al cielo.

Durante i 6 mesi terminati al 30 giugno abbiamo eseguito una serie di transazioni che riflettono questo tentativo di adattare la nostra strategia alle condizioni di mercato attuali e previste:

Abbiamo iniziato ad accumulare partecipazioni in AppLovin, GE Vernova, Legrand, Mastercard, Netflix, Nextpower, O'Reilly Automotive, Sage, The TJX Companies, Uber, Veeva Systems e Yum! Brands.

Siamo usciti o abbiamo iniziato a uscire da: Atlas Copco, Coloplast, Essilor Luxottica, Greggs, Home Depot, Intuit, Magnum Ice Cream, Mettler-Toledo, Novo Nordisk, Otis, Unilever, Wolters Kluwer e Zoetis.

La motivazione che sta dietro ogni vendita e acquisto è riportata nell'Appendice 2 di questa lettera. Spesso alla base delle vendite vi è un complesso mix di fattori, tra cui l'assenza di momentum fondamentale, la cattiva gestione e una semplice valutazione.

Siamo ben consapevoli che in alcuni casi abbiamo venduto azioni in perdita e/o dopo averle acquistate di recente. Siamo anche consapevoli che alcune delle azioni che stiamo acquistando sono state da noi comprate e vendute in precedenza o avrebbero potuto essere acquistate a prezzi molto più bassi negli ultimi anni. Ma quei titoli non si muovono sulla base del fatto che li deteniamo o meno.

Quanto segue è una rapida panoramica delle caratteristiche fondamentali del portafoglio risultante:

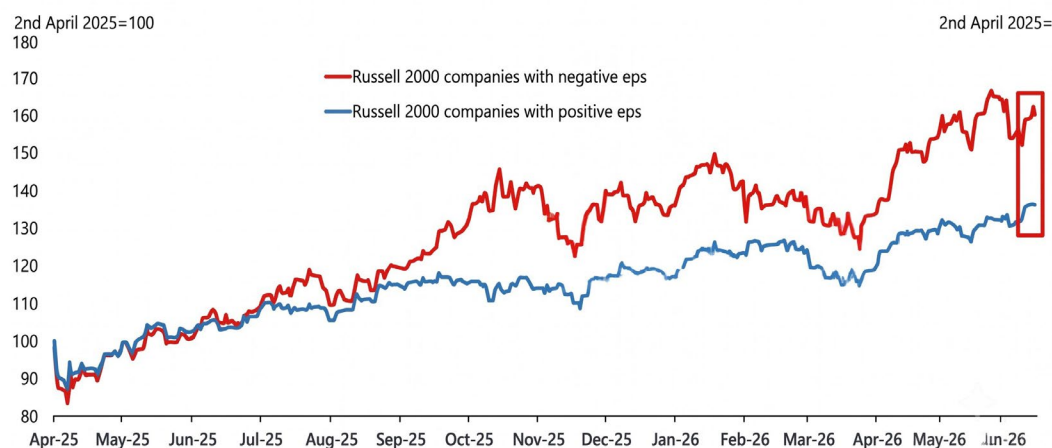
ROCE	32%
Margine lordo	61%
Margine operativo	27%
Conversione liquidità	96%
Copertura interessi	41,0x
FCF yield	4,4%

Fonte: Fundsmith, al 30 giugno 2026

Magari questo rafforzerà l'idea che non abbiamo abbandonato la nostra strategia di ricerca di società sane da rilevare a valutazioni eque o migliori, ma che abbiamo piuttosto cercato di perfezionarla.

Vale la pena menzionare il rendimento medio ponderato del Free Cash Flow ('FCF') del 4,4%. Si stima che l'FCF yield dell'S&P 500 sia sceso al di sotto del 2% principalmente per il fatto che i flussi di cassa dei suoi maggiori componenti, le grandi società tecnologiche, sono stati assorbiti dalla spesa nella "corsa alle armi" basata sull'IA. Mentre questa valutazione relativa normalmente sarebbe motivo di ottimismo, alla luce dei recenti trend di mercato potrebbe essere una fonte di preoccupazione. Il grafico sottostante (che riguarda l'indice Russell 2000) mostra che le aziende con utili negativi, o perdite, come vengono solitamente definite, hanno sovraperformato quelle profittevoli, e questo trend continua.

Performance relativa tra aziende profittevoli e non



Fonte: Bloomberg

Il film che questo fa venire in mente è *Questo pazzo, pazzo, pazzo, pazzo mondo* (realizzato nel 1963, con Spencer Tracy, Sid Caesar, Mickey Rooney, Phil Silvers e Terry-Thomas).

La valutazione relativamente bassa del nostro portafoglio è fonte di conforto per chi, come noi, si preoccupa dei fondamentali di un'azienda, al contrario di chi segue una strategia momentum.

Inoltre, stimiamo che queste aziende incrementeranno il loro cash flow di circa il 14% annuo nei prossimi 3-5 anni. Se così fosse, e per

molte di esse è relativamente prevedibile, o queste saranno valutate ancora più modestamente oppure il prezzo delle loro azioni sarà cresciuto per riflettere questo. Speriamo che rimaniate investiti con noi per vedere ciò che accadrà. Noi lo saremo.

Cordiali saluti,

A handwritten signature in cursive script that reads "Terry Smith".

Terry Smith,
CEO
Fundsmith LLP

APPENDICE 1 - Attribuzione

Cosa è andato bene per noi nei primi sei mesi del 2026? Ecco i cinque principali contributi positivi alla performance:

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

Fonte: Northern Trust

Fortinet e Texas Instruments sono ovviamente aziende tecnologiche, ma nessuna delle due è direttamente coinvolta nel fenomeno IA.

I cinque principali fattori che hanno penalizzato la performance del nostro fondo nel periodo di riferimento sono:

Azioni	Attribuzione
Zoetis	-1,6%
Coloplast	-1,1%
Microsoft	-1,0%
IDEXX	-0,9%
EssilorLuxottica	-0,9%

Fonte: Northern Trust

Coloplast, EssilorLuxottica e Zoetis sono stati venduti per le ragioni indicate nell'Appendice 2. Abbiamo ridotto la nostra partecipazione in Microsoft.

Nel primo semestre la rotazione del nostro portafoglio è stato del 38.9%. La negoziazione volontaria (negoziiazione non causata da riscatti o sottoscrizioni) è costata 25.837 euro nel semestre (0,044%). Il valore OCF, spese correnti, delle azioni ad accumulazione di classe T è stato dell'1,17% e, aggiungendo il costo di tutte le operazioni, il costo totale dell'investimento è stato pari all'1,29%.

APPENDICE 2 - Vendite e Acquisti

Vendite

Atlas Copco – La crescita organica è stata anemica negli ultimi due anni, il che a nostro avviso non giustifica un FCF yield minore del 3% risultato del mercato incremento delle azioni nell'ultimo anno.

Coloplast – La crescita organica è scesa da una media a lungo termine dall'8% al 6%. Non è un caso che ci siano stati anche un paio di clamorosi errori legati alle acquisizioni.

EssilorLuxottica – Margini più bassi sugli occhiali intelligenti hanno costretto l'azienda a mettere da parte i suoi obiettivi di profitto a lungo termine. È sempre un'azienda molto interessante, con la crescita dei dispositivi indossabili e degli occhiali intelligenti, ma una sempre maggiore concorrenza in questo segmento è inevitabile.

Greggs - Sebbene le azioni siano oggettivamente convenienti, siamo frustrati dalle basse vendite a parità di punti vendita e dalla modesta crescita dell'EBIT. Ciò è dovuto in parte a un contesto economico più difficile per i consumatori, che ha ridotto il reddito disponibile degli acquirenti e la quantità di viaggi e pasti fuori, che sono entrambi fattori trainanti delle vendite di Greggs. Anche gli utili di Greggs sono in difficoltà a causa della crescita dell'inflazione delle materie prime e dell'incremento dei costi del personale dovuto all'aumento dell'assicurazione nazionale e del salario minimo dello scorso anno. Non vedendo segni di miglioramento nel breve termine, abbiamo pensato fosse meglio utilizzare il capitale altrove.

Home Depot - Abbiamo venduto Home Depot perché, nonostante sia un retailer di alta qualità e abbia ancora l'opportunità di espandersi nel mercato professionale, riteniamo vi sia una forte probabilità di un rialzo dei tassi di interesse con il perdurare della guerra in Iran, il che ridurrà la disponibilità finanziaria delle famiglie, il principale fattore che traina le ristrutturazioni domestiche.

Intuit – Nonostante abbiamo riacquisito Intuit solo di recente, abbiamo osservato con attenzione il modo in cui l'azienda ha reagito alla deludente acquisizione di Mailchimp, che è il motivo per cui avevamo in primo luogo venduto le azioni. Il fatto che ora abbiano iniziato a fornire risultati ex Mailchimp dimostra quanto sia stata negativa l'acquisizione, ma ci preoccupa anche il continuo stato di negazione.

Magnum Ice Cream Co. – L'azienda è troppo piccola e illiquida per consentirci di costruire una posizione significativa.

Mettler-Toledo – Finora quest'anno la crescita sottostante è solo dell'1%, il che non giustifica la sua valutazione tradizionalmente eccellente.

Novo Nordisk – Ha trasformato una posizione di leadership nel più grande mercato di sviluppo farmaceutico degli ultimi decenni in un disastro d'investimento.

Otis – La crescita nel settore manutenzione e modernizzazione degli

ascensori non è stata abbastanza rapida da compensare il calo delle nuove costruzioni in Cina.

Unilever – Quando Hein Schumacher è stato nominato CEO abbiamo tirato un sospiro di sollievo dopo gli anni "woke" di Polman/Joep. Ha detto che non aveva intenzione di assecondare acquisizioni o disinvestimenti finché non avesse fatto in modo che tutte le attività producessero i risultati che devono essere in grado di raggiungere, confrontati con il meglio della concorrenza. Abbiamo molto apprezzato questo approccio.

Dopo 18 mesi è stato licenziato ed è stato nominato CEO il CFO Fernando Fernandez. Pensavamo che Fernandez fosse molto capace sia come direttore operativo sia come CFO. Tuttavia, alla sua nomina è rapidamente seguito lo spin-out dell'attività gelato rappresentata da Magnum Ice Cream Company, presumibilmente per il fatto che la sua catena di distribuzione separata non si integrava con il resto di Unilever. Allora chiedemmo se quelle fossero tutte le dismissioni previste per il futuro prossimo e ci fu risposto di sì.

A questo fece seguito l'annuncio dell'intenzione di trasferire a McCormick il resto del settore food.

A parte il fatto che ciò contraddice quanto ci era stato detto e quello che ci piaceva dell'approccio di Hein Schumacher, la cosa presenta tutti i tratti distintivi di Nelson Peltz, l'investitore attivista che siede nel consiglio. Abbiamo visto Nelson in azione fin dagli anni '80. Non sosteniamo l'idea che l'attività aziendale risolva problemi fondamentali. Nemmeno supportiamo consigli di amministrazione che ascoltano attivisti che non sono investitori a lungo termine.

Inoltre, mentre il management di Unilever si libererà del settore alimentare, gli azionisti di Unilever ne manterranno la proprietà e sarà gestito dal management di McCormick. Li conosciamo bene avendone posseduto le azioni e non siamo convinti che siano abbastanza validi per il business esistente, figuriamoci per un settore notevolmente ampliato. McCormick ha un ROIC che è costantemente a una sola cifra.

E, in base alla struttura dell'accordo, non possiamo votare su di essa.

Wolters Kluwer – Sebbene noi continuiamo a credere che questa sia una società che non sarà influenzata dall'IA tanto quanto suggerisce la valutazione attuale, riteniamo ci sia più valore in altre aziende che hanno risentito della SaaS apocalypse, come Sage e Veeva Systems, che presentano tassi di crescita più elevati e/o più basse valutazioni.

Zoetis – Non siamo impressionati dal management. Non sono stati in grado di reagire con efficacia al lancio di nuovi farmaci generici in concorrenza con i suoi principali franchise, né di esprimersi chiaramente.

Acquisti

Industriali:

GE Vernova – GE Vernova costruisce e gestisce le turbine a gas e le apparecchiature per la rete elettrica che alimentano il mondo moderno. Il suo vantaggio competitivo deriva dalla scala e dagli elevati costi di cambio dell'infrastruttura energetica: una volta installate le sue turbine, i clienti sono vincolati a contratti di assistenza ad alto margine e protetti dall'inflazione per decenni.

A differenza di ascensori e scale mobili, la manutenzione di questi generatori non può essere affidata a fornitori indipendenti in quanto tutta la tecnologia e i materiali sono di proprietà. Le apparecchiature di GE Vernova generano circa un terzo dell'elettricità totale mondiale. La crescita futura è legata all'aggiornamento delle reti elettriche obsolete per la gestione delle alte tensioni necessarie a trasportare l'energia dal sito di produzione a quello di utilizzo, e alla crescente produzione di energia "behind the meter" nei data center AI. Quella crescita è anche piuttosto prevedibile in quanto l'attuale portafoglio ordini ammonta a

163 miliardi di dollari (4 volte i ricavi del 2025). Loro sono anche il leader mondiale nel settore dei piccoli reattori nucleari modulari (SMR). Attualmente hanno l'unico progetto commerciale di SMR (BWRX-300) in fase di costruzione nel mondo occidentale, con il completamento della prima installazione in Canada previsto entro il 2030. ROIC: ~20% ma in rapido aumento, FCF yield: 2,6%.

Legrand – Legrand è una società francese che produce l'infrastruttura fisica presente negli impianti elettrici e digitali degli edifici. Il suo vantaggio competitivo si basa su una rete di distribuzione consolidata e su una radicata fedeltà al marchio tra gli elettricisti, che si rifiutano di mettere a rischio la propria reputazione utilizzando componenti sconosciuti. Produce le cose comuni presenti negli edifici, dai segnali di uscita antincendio alle prese elettriche fino alle canaline che trasportano i cavi nei data center. Legrand detiene una quota di mercato globale di quasi il 20% nei dispositivi di cablaggio, il che significa che a livello mondiale circa 1 interruttore o presa elettrica su 5 è prodotto da questa azienda. Le opportunità di crescita risiedono nella crescente domanda di edifici intelligenti a basso consumo energetico e di sistemi specializzati di distribuzione dell'energia per i data center. ROIC: poco più del 20%, FCF yield: 4,4%.

Nextpower – Nextpower produce sistemi meccanici e software che consentono ai pannelli solari su scala industriale di seguire il sole durante la giornata. Il suo vantaggio competitivo combina una struttura produttiva flessibile e esternalizzata che tiene bassi i costi fissi con un software di tracciamento proprietario che rende difficile il passaggio a un sistema concorrente una volta installato. La tecnologia Nextpower aumenta la resa energetica di un impianto solare dal 20% al 30% rispetto ai pannelli tradizionali imbullonati in posizione fissa. La crescita è direttamente legata alla crescente domanda globale di energie rinnovabili, in particolare alla produzione di energia pulita che può essere realizzata vicino ai data center. Al fine di espandersi ulteriormente nei data center, nel maggio 2026 Nextpower ha acquisito per 365 milioni di dollari Prevalon Energy, azienda che produce batterie. ROIC: ~50%, FCF yield: 3,2%.

Uber – Uber gestisce una piattaforma che mette in contatto gli utenti con autisti per il servizio di ride-hailing e consegna food a domicilio. Si basa su un effetto rete a due facce: più autisti significano tempi di attesa più brevi, il che attrae più passeggeri, rendendo la piattaforma altamente fidelizzante e difficile da contrastare per la concorrenza locale. Ora che la maggior parte di questi concorrenti (Karhoo, Sidecar, Juno, Fasten, Hailo, ecc.) è scomparsa e Uber è rimasta, gli effetti di rete diventano molto attrattivi. Ciò si riflette nel cash flow operativo dell'azienda, che è passato da -4,3 miliardi di dollari nel 2019 a -445 milioni di dollari nel 2021 (ultimo anno negativo) a 3,6 miliardi di dollari nel 2023 e oltre 10 miliardi di dollari nel 2025. La rete logistica di Uber è enorme, e coordina circa 42 milioni di viaggi e ordini di consegna ogni singolo giorno a livello globale. Tra le opportunità di crescita futura vi sono l'espansione nel settore della consegna a domicilio di generi alimentari e pacchi e, infine, l'integrazione di veicoli a guida autonoma ('AV') nella flotta aziendale, per una drastica riduzione dei costi. Alcuni vedono i veicoli autonomi (AV) come una minaccia per Uber, ma riteniamo più probabile che Tesla, Waymo, ecc., utilizzeranno la distribuzione e le licenze globali di Uber per raggiungere i clienti e massimizzare l'utilizzo dei loro asset, piuttosto che dover ottenere licenze, sviluppare un'app e convincere decine di milioni di persone a scaricarla. ROIC: metà 20%, FCF yield: 7,4%.

Dati finanziari:

Mastercard – Mastercard gestisce una rete di pagamento digitale che collega consumatori, commercianti e banche in tutto il mondo. Beneficia di un classico effetto di rete: più consumatori usano la carta, più sono gli esercenti costretti ad accettarla, rendendo difficile per un nuovo operatore replicare il modello. Un nuovo operatore dovrebbe negoziare accordi e integrare la propria tecnologia con la maggior parte delle istituzioni finanziarie globali. Mentre i pagamenti digitali sembrano essere universalmente utilizzati nei paesi

sviluppati, circa 1,4 miliardi di adulti nel mondo sono del tutto privi di servizi bancari. La crescita futura dipende dal fatto di includere questa fascia di popolazione non bancarizzata nel sistema finanziario, dal passaggio delle restanti transazioni in cash ai pagamenti digitali e dall'espansione nel settore dei pagamenti business-to-business, un mercato molto più grande rispetto ai pagamenti C2C o C2B. Ora possediamo sia Visa che Mastercard nel portafoglio, essendo quello dei pagamenti uno dei pochi settori di cui ci aspettiamo una crescita indipendentemente da ciò che accade con l'IA, e Mastercard e Visa sono aziende ugualmente valide. Questo ci offre un modo per ottenere un'esposizione superiore al 6% ai pagamenti senza rischi eccessivi specifici per le azioni o infrangere le regole di concentrazione UCITS. Inoltre, con il 46% di tutte le transazioni globali ancora effettuate in contanti e i pagamenti B2B che rappresentano l'85% del valore totale dei pagamenti globali, vi è ampio spazio per due aziende per crescere e capitalizzare. ROIC: >75%, FCF yield: 4,5%.

Sanità:

Veeva Systems – Veeva fornisce software specializzati basati su cloud progettati specificamente per l'industria farmaceutica e delle scienze biologiche. Il suo software traccia l'intero ciclo di vita di un farmaco, dalle sperimentazioni cliniche alla produzione e alle vendite finali. Ad esempio, durante una sperimentazione clinica per un nuovo farmaco, Vault eTMF (Electronic Trial Master File) di Veeva viene utilizzato per gestire migliaia di documenti critici (protocolli di sperimentazione, qualifiche degli sperimentatori, approvazioni del comitato etico). Il software eTMF è il deposito digitale che organizza questi documenti affinché la FDA o l'EMA possano esaminarli in qualsiasi momento per garantire che la sperimentazione sia sicura e conforme. Vault QMS di Veeva (Sistema gestione qualità) viene utilizzato nel reparto produzione. Se un lotto di farmaco viene prodotto alla temperatura sbagliata, Vault QMS è il software utilizzato per registrare la deviazione, avviare un'indagine e monitorare la CAPA (azione correttiva e preventiva) per assicurare che l'errore non si ripeta.

Il suo vantaggio competitivo è basato su costi di cambio estremamente elevati: una volta che un'azienda farmaceutica integra i software Veeva per la gestione dei rigorosi trial clinici e la conformità normativa, sostituirli risulta rischioso e costoso. Le aziende farmaceutiche raramente cambiano Veeva poiché sostituire il software rischia di bloccare le sperimentazioni cliniche o la produzione di farmaci, il che costerebbe molto più di qualsiasi risparmio che potrebbe offrire un fornitore più economico. Inoltre, il passaggio a un nuovo sistema richiede un impegno enorme e costoso per ottenere le rigorose approvazioni regolamentari e trasferire dati sensibili senza interrompere le tracce di controllo

richieste dalla legge. Veeva detiene circa l'80% della quota di mercato dei software per la gestione delle relazioni con i clienti nel settore farmaceutico, il che significa che quasi l'intero settore si affida alla sua piattaforma. La crescita è sostenuta dalla vendita aggiuntiva di nuovi moduli software ai clienti esistenti e dall'utilizzo di agenti AI per gestire il lavoro amministrativo delle sperimentazioni farmacologiche, attualmente molto laborioso. ROIC: il dato principale è circa il 15%, ma ciò è dovuto a un saldo di cassa molto elevato. Escludendo il saldo di cassa, è ben oltre il 100%; FCF yield: 5,7%.

Informatica:

AppLovin – AppLovin fornisce software e intelligenza artificiale che aiutano le app mobili a trovare nuovi utenti e a vendere spazi pubblicitari. È l'azienda che ti mostra un annuncio pubblicitario tra i livelli in Candy Crush o videogiochi simili che non puoi saltare. Il suo "moat" è AXON, un avanzato motore di raccomandazione basato sull'intelligenza artificiale. AXON crea un potente effetto rete abbinando le giuste inserzioni ai giusti utenti, generando migliori guadagni per gli inserzionisti e compensi più elevati per gli sviluppatori di app, il che rende molto difficile per entrambe le parti abbandonare il sistema. AXON può aumentare i ricavi di AppLovin del 20% annuo per il prossimo futuro semplicemente migliorando il targeting dei clienti. La piattaforma di AppLovin serve oltre 1 miliardo di utenti attivi giornalieri e genera ricavi pubblicitari che superano il totale combinato di Snap, Pinterest, Reddit e X. La crescita futura dipende dall'espansione di questa tecnologia altamente redditizia di abbinamento degli annunci basata sull'IA oltre la pubblicità di nuovi giochi mobili, estendendola all'e-commerce e potenzialmente al mercato della pubblicità per Connected TV (CTV). A differenza di Alphabet e Meta, che fissano il prezzo della pubblicità in base al numero di persone che vedono o cliccano l'annuncio, AppLovin prende una percentuale della spesa generata dall'annuncio, quindi incamera entrate molto maggiori dagli articoli di valore superiore venduti tramite i suoi annunci (una stanza in un hotel Marriott o cosmetici rispetto a un videogame da 5 dollari). La società inoltre si appresta a lanciare una piattaforma self-service per le piccole e medie imprese per l'acquisto di spazi pubblicitari. ROIC: >100%, FCF yield: 3,6%.

Sage – Abbiamo spostato la nostra posizione da Intuit a Sage, l'altro principale operatore nel settore del software contabile. Sage fa molto meno affidamento sulla remunerazione basata su azioni, ha un rating più basso e non ha il record di acquisizioni pericolose di Intuit. ROIC: 18%, FCF yield: 6,0%.

Beni di consumo voluttuari:

O'Reilly Automotive - Una recente aggiunta al portafoglio ma che

stiamo monitorando da tempo, O'Reilly Automotive è un importante rivenditore di ricambi, utensili e accessori per autoveicoli, che serve sia quelle persone che amano lavorare sulla propria auto sia le officine di riparazione professionali. Il suo "moat" è una rete di distribuzione "hub-and-spoke" altamente sofisticata che garantisce la consegna rapida di ricambi speciali ai meccanici locali, un vantaggio dell'infrastruttura fisica che i giganti dell'e-commerce faticano a replicare. Nonostante generi attualmente quasi 18 miliardi di dollari di ricavi annui, O'Reilly controlla ancora solo circa il 10% del mercato USA dei ricambi auto, un mercato altamente frammentato del valore di 160 miliardi di dollari. La crescita futura dell'azienda è legata alla realizzazione di nuovi punti vendita al fine di consolidare la quota di mercato dei rivenditori più piccoli e indipendenti, continuando ad espandersi nel Nord America. La crescita potrebbe essere supportata dalle recenti voci secondo cui l'azienda starebbe acquistando la divisione ricambi auto di Genuine Parts Company per 10 miliardi di dollari, operazione che consoliderebbe ulteriormente il mercato e unirebbe due dei principali canali di distribuzione aftermarket in America. ROIC: ~40%, FCF yield: ~3%.

La TJX Companies – TJX è la società madre di rivenditori discount off-price come TJ Maxx (TK Maxx nel Regno Unito) e Marshalls. Sfrutta una catena di approvvigionamento molto flessibile e relazioni decennali con marchi di abbigliamento premium, che le consentono di acquistare l'inventario in eccesso a forti sconti. TJX si basa su una rete di oltre 1.400 buyer specializzati che si approvvigionano da 21.000 diversi fornitori globali, offrendo all'acquirente un'imprevedibile esperienza di "caccia al tesoro" che l'e-commerce fatica a replicare. La crescita deriva dall'espansione dei negozi fisici e dalla conquista di quote di mercato ai danni dei grandi magazzini tradizionali. ROIC: 33%, FCF yield: 3,1%.

Yum! Brands – Yum! Brands è la società madre di importanti catene di fast food, tra cui KFC, Taco Bell e Pizza Hut. Tuttavia, si è decisa a vendere Pizza Hut, attività che ha pesato in negativo sui risultati complessivi. Gode di un riconoscimento globale del marchio, un sistema di franchising ed economie di scala nel marketing e nell'approvvigionamento alimentare che i ristoranti indipendenti non possono eguagliare. La velocità della sua espansione globale è un punto di forza chiave: Yum! Ogni due ore, 365 giorni l'anno, Brands apre un nuovo ristorante in qualche posto nel mondo. La crescita futura dipende dal proseguimento di questa aggressiva strategia di espansione del franchising nei mercati emergenti e dal miglioramento dei sistemi digitali di ordinazione e consegna. Ci sono anche significative opportunità a breve termine per KFC negli USA, dove ha sottoperformato, e per Taco Bell fuori dagli USA. ROIC: 50%, FCF yield: 4,0%.

Servizi di comunicazione:

Netflix – Netflix è il pioniere dell'intrattenimento in streaming basato su abbonamento. Ha una base di abbonati enorme che finanzia un budget annuale per i contenuti di oltre 17 miliardi di dollari, che i concorrenti più piccoli semplicemente non possono permettersi di eguagliare senza perdere denaro. Attualmente Netflix rappresenta quasi l'8% del tempo di visione televisiva negli USA, più di qualsiasi singola rete di trasmissione tradizionale, dato che ne evidenzia anche il potenziale di crescita. La crescita futura sarà legata al suo nuovo piano d'abbonamento, al giro di vite contro la condivisione di password e all'espansione dei contenuti locali nei mercati internazionali emergenti. Il piano supportato dalla pubblicità ha 250 milioni di utenti attivi mensili, di cui il 45% si trova negli USA. Dopo aver interrotto la condivisione delle password nel 2024, Netflix ha aggiunto 41 milioni di nuovi abbonati (su un totale di 325 milioni). La piattaforma si sta sempre più orientando verso gli sport dal vivo con partite NFL il giorno di Natale e incontri di boxe come quello di Mike Tyson contro Jake Paul. Perché ora? Quando Netflix stava crescendo, c'erano molti concorrenti (Hulu, Discovery+, Tubi, Disney+, HBO Max, ecc.), quindi gli effetti di rete dello streaming e della produzione di contenuti non funzionavano altrettanto bene, perché Netflix doveva competere sia per i clienti che per i contenuti. Ora, molti di questi concorrenti sono falliti o stanno perdendo utenti, il che evidenzia la qualità del "moat" di Netflix, oltre a rappresentare un'opportunità poiché quei clienti tornano a Netflix. ROIC: >30%, FCF yield: 3,8%.

APPENDICE 3 - Sostenibilità

A questo punto nel 2025, il 73% del portafoglio aveva target di riduzione delle emissioni approvati esternamente dall'iniziativa Science-Based Targets (SBTi) allineati all'obiettivo di mantenere il riscaldamento globale entro 1,5 °C dai livelli preindustriali, noto anche come campagna "Business Ambition for 1,5 °C". Quest'anno siamo lieti di annunciare che oltre l'80% del portafoglio è ora allineato a tale obiettivo. Questo rispetto ad appena il 19% delle aziende quotate in borsa a livello globale¹. Inoltre, il 69% delle emissioni del Fondo sono coperte dall'impegno a raggiungere l'obiettivo di zero emissioni nette entro e non oltre il 2050, il tutto convalidato dalla SBTi. Continuiamo a monitorare i progressi compiuti dalle aziende in portafoglio riguardo ai loro obiettivi di azzeramento delle emissioni e ci confrontiamo con quelle che, quando necessario, forniscono un contributo materiale.

Disclaimer:

Questa è una comunicazione di marketing. La Sicav Fundsmith ("Fondo") è una società di investimento costituita ai sensi delle leggi del Granducato di Lussemburgo come société d'investissement à capital variable. Il Fondo è disciplinato dalla Parte I della Legge OIC e si qualifica come organismo di investimento collettivo in valori mobiliari ("OICVM"). Il prospetto del Fondo e le relazioni annuali e semestrali sono disponibili in inglese, mentre i documenti contenenti le informazioni chiave per gli investitori ("KIID") sono disponibili in danese, olandese, inglese, francese, tedesco, italiano, norvegese, portoghese, spagnolo e svedese. Il prospetto del Fondo non è disponibile in francese. Il prospetto del Fondo, le relazioni annuali e semestrali e i KIID sono disponibili sul sito www.fundsmith.eu. Una sintesi dei diritti degli investitori in relazione all'investimento nel Fondo è disponibile sul sito www.fundsmith.eu/investor-rights in inglese, tedesco, italiano, spagnolo, francese e olandese. Prima di prendere qualsiasi decisione di investimento definitiva, consultare il prospetto del Fondo e il KIID.

FundRock Management Company S.A. è una società di gestione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) ai sensi della Direttiva OICVM ed è autorizzata a offrire azioni del Fondo agli investitori su base transfrontaliera.

Le performance passate non sono necessariamente indicative delle performance future. Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante possono aumentare o diminuire ed essere influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio e l'investitore potrebbe non recuperare l'importo del suo investimento iniziale. Il presente documento non deve essere interpretato come consulenza in materia di investimenti e non fornisce alcuna raccomandazione in merito all'idoneità del Fondo. La decisione di investire nel Fondo deve tenere conto di tutte le caratteristiche e gli obiettivi del Fondo come descritto nel suo prospetto. A scanso di equivoci, se decidete di investire, acquisterete quote/azioni del Fondo e non investirete direttamente nelle attività sottostanti del Fondo.

Fundsmith SICAV - Fundsmith Sustainable Equity Fund, oggetto del presente documento, non è correlato a un organismo di investimento collettivo autorizzato ai sensi della sezione 286 del Securities and Futures Act, Capitolo 289 di Singapore (il "SFA") o riconosciuto ai sensi della sezione 287 del SFA. Il presente documento non è stato registrato come prospetto presso l'Autorità monetaria di Singapore (la "MAS"). Di conseguenza, il presente documento e qualsiasi altro documento o materiale in relazione all'offerta, vendita o invito alla sottoscrizione o all'acquisto di quote del Fondo non possono essere diffusi o distribuiti, né le quote possono essere offerte o vendute, o essere oggetto di un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, direttamente o indirettamente, a persone a Singapore all'infuori di

1. Un investitore istituzionale ai sensi dell'articolo 304 dell'SFA; o 2. Una persona rilevante ai sensi dell'articolo 305 (1) dell'SFA o qualsiasi persona ai sensi dell'articolo 305 (2) dell'SFA (e tale distribuzione è conforme alle condizioni specificate nell'articolo 305 dell'SFA); o 3. Diversamente ai sensi e in conformità con le condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile dell'SFA. In particolare, per i fondi di investimento non autorizzati o non riconosciuti dalla MAS, le quote di tali fondi non possono essere offerte al pubblico al dettaglio. Il presente documento e qualsiasi altro documento o materiale emesso in relazione all'offerta o alla vendita non sono prospetti ai sensi dell'SFA. Di conseguenza, la responsabilità legale ai sensi dell'SFA in relazione al contenuto dei prospetti non si applica e gli investitori devono valutare attentamente se l'investimento è adatto a loro.

Il rappresentante in Svizzera è Zeidler Regulatory Services (Svizzera) AG, Stadthausstrasse 14, 8400 Winterthur, Svizzera, e l'agente per i pagamenti è Helvetische Bank AG, Seefeldstrasse 215, CH-8008 Zurigo, Svizzera. Il prospetto, i KID, lo Statuto e la relazione annuale e semestrale sono disponibili gratuitamente presso il rappresentante svizzero.

I punti di vista e le opinioni espressi nel presente documento sono quelli di Fundsmith alla data del presente documento e sono soggetti a modifiche in base alle condizioni economiche e di mercato prevalenti e non vengono aggiornati o integrati.

Fonti: Fundsmith LLP e Bloomberg, salvo diversa indicazione.

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

I dati sono aggiornati al 30 giugno 2026, salvo diversamente indicato.

La performance del portafoglio è una misura dell'attività di negoziazione del fondo ed è stata calcolata dividendo il totale degli acquisti e delle vendite di azioni meno il totale delle creazioni e liquidazioni per il valore patrimoniale netto medio del fondo.

I rapporti P/E e i free cash flow yields si basano sui dati di dodici mesi consecutivi e sono al 30 giugno 2026, salvo diversamente indicato. La variazione percentuale non viene calcolata se il periodo TTM contiene una perdita netta.

L'Indice MSCI World è un indice di paesi sviluppati di azioni globali in tutti i settori e, in quanto tale, costituisce un confronto equo, considerati gli obiettivi e la politica di investimento del fondo.

L'indice Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond mostra quanto avreste potuto guadagnare se aveste investito nel debito pubblico.

Il tasso d'interesse in euro mostra quanto avreste potuto guadagnare se aveste investito in liquidità.

L'Indice MSCI World è di proprietà esclusiva di MSCI Inc. MSCI non rilascia garanzie o dichiarazioni esplicite o implicite e non ha alcuna responsabilità in merito ai dati MSCI contenuti nel presente documento. I dati MSCI non possono essere ulteriormente ridistribuiti o utilizzati come base per altri indici o per qualsiasi titolo o prodotto finale. La presente relazione non è approvata, rivista o prodotta da MSCI. Il Global Industry Classification Standard (GICS) è stato sviluppato da ed è di proprietà esclusiva di MSCI e Standard & Poor's e "GICS®" è un marchio di servizio di MSCI e Standard & Poor's.

¹ Rappresentato dall'MSCI ACWI IMI. <https://www.msci-institute.com/transition-finance-tracker/>