

Gennaio 2026

Gentile investitore,

La tabella seguente mostra i dati relativi alla performance dell'ultimo anno solare e la performance cumulativa e annualizzata del Fundsmith Sustainable Equity Fund, un comparto della Sicav Fundsmith ("Fondo" o "Sicav"), dalla data di lancio il 1° marzo 2021 e vari comparatori.

% rendimento totale	Dal 1° gennaio al 31 dicembre 2025	Dalla data di lancio al 31 dicembre 2025		Indice di Sortino ⁵
		Cumulativo	Annualizzato	
Fundsmith Sustainable Equity Fund EUR T Class ¹	-10,6	+18,1	+3,5	0,05
MSCI World Index EUR ²	+6,8	+80,5	+13,0	0,63
Obbligazioni europee ³	-3,8	-29,2	-6,9	
Liquidità ⁴	+2,2	+8,7	+1,7	
Fundsmith Sustainable Equity Fund CHF I Class ¹	-11,5	+0,7	+0,1	
MSCI World Index CHF ²	+6,3	+56,1	+9,6	
Fundsmith Sustainable Equity Fund USD I Class ¹	+1,0	+15,9	+3,1	
MSCI World Index USD ²	+21,1	+74,7	+12,2	
Fundsmith Sustainable Equity Fund GBP I Class ¹	-5,8	+20,1	+3,9	
MSCI World Index GBP ²	+12,8	+81,6	+13,1	

¹ Azioni ad accumulazione, al netto delle commissioni, con prezzo alle 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

⁵ Indice di Sortino dalla data di lancio al 31.12.25, tasso risk-free del 3,5%, fonte: Financial Express Analytics

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

Poiché non copriamo l'esposizione valutaria, la principale differenza di performance tra le classi di azioni in valuta è legata ai relativi movimenti valutari nell'anno. La performance relativa confrontata con l'MSCI World Index ("Indice") è pertanto simile per ogni classe di azioni e mostra che il Fondo ha sottoperformato nel 2025.

Sovraperformare il mercato o persino ottenere un rendimento positivo non è qualcosa che ci si deve aspettare dal nostro Fondo ogni anno o in ogni periodo di rendicontazione, e fare meglio del mercato nel 2025 è stato ancora una volta impegnativo.

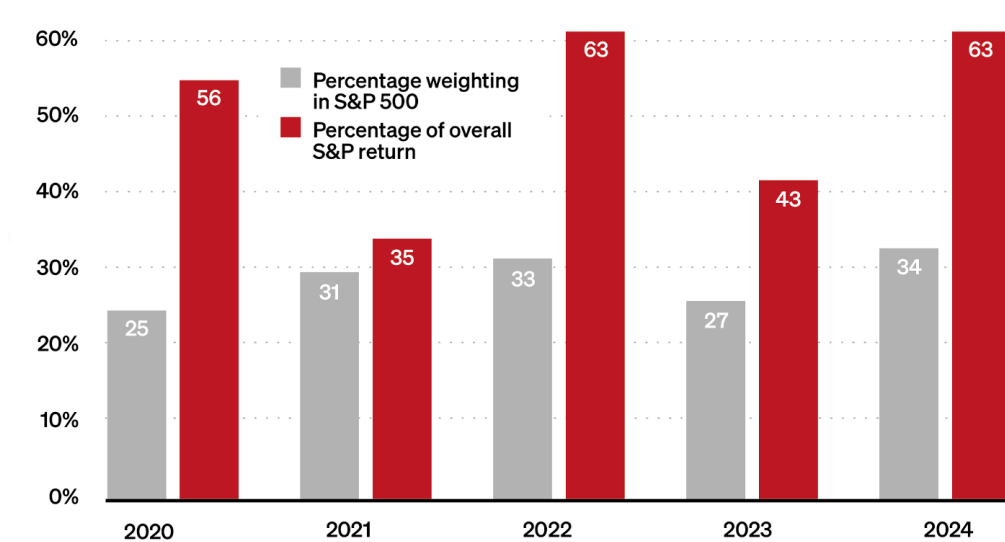
Prima di passare alle ragioni della performance, dovrei spiegare che, contrariamente a quanto suggerito da alcuni commentatori, non cerco di "incolpare" nessuno o nulla per la performance relativa del nostro Fondo. Ciò che cerco di fare è spiegarlo in modo che i nostri investitori abbiano una chiara comprensione di ciò che è accaduto e perché. Una spiegazione non è una scusa. Mi chiedo come questi commentatori o i nostri investitori lo vedrebbero se non offrissimo alcuna spiegazione. Vedo tre problemi principali in gioco.

1. Concentrazione indice

Il dominio dei rendimenti da parte di un piccolo gruppo di importanti titoli "tecnologici" è diventato così pronunciato nel 2023 che ha dato origine a una di quelle brillanti descrizioni che i commentatori di mercato prediligono per i cosiddetti Magnifici Sette: Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia e Tesla. Ciò si è protratto nel 2024, dopo che Jensen Huang, CEO di Nvidia, in diverse apparizioni pubbliche, decantò l'imminente trasformazione dell'informatica tramite l'intelligenza artificiale ("IA"), ovviamente alimentata dai chip di Nvidia. Il risultato è stato simile a quello di una gara in cui gli investimenti di capitale in chip semiconduttori e data center da parte delle principali aziende tecnologiche, i cosiddetti hyperscaler, - sono cresciuti vertiginosamente in una corsa alle armi eguagliata solo dalla performance delle loro azioni.

Il risultato di questo lo si può vedere nei seguenti grafici:

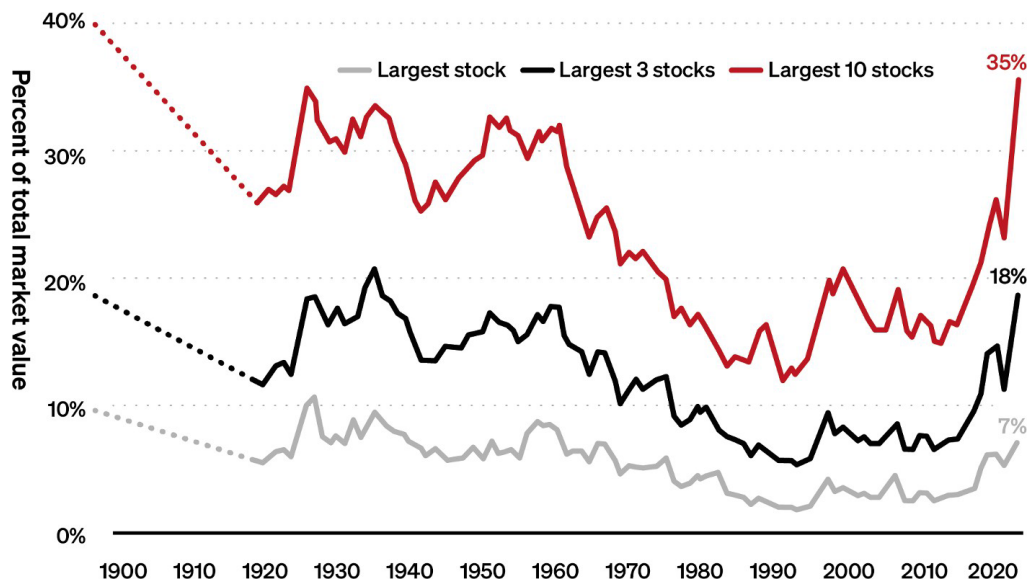
Concentrazione della performance dei primi 10 titoli dell'S&P 500



Fonte: Annuario dei rendimenti degli investimenti di UBS Global 2025

È proseguito nel 2025 e, di conseguenza, i primi dieci titoli erano pari al 39% del valore dell'S&P 500 Index ("S&P") alla fine del 2025 e rappresentavano il 50% del rendimento totale in dollari. Questo è diverso dal passato?

Concentrazione del mercato USA negli ultimi 125 anni



Fonte: Annuario dei rendimenti degli investimenti di UBS Global 2025

Questo secondo grafico mostra che l'ultima volta che il valore di mercato USA era così concentrato è stato nel 1930. Poi cosa successe? Ci è voluto fino al 1954 perché l'indice S&P ritornasse ai massimi del 1930. Malgrado questo sia oggi considerato preistorico dalla maggior parte degli investitori, è opportuno ricordare che l'S&P (non il NASDAQ) non tornò ai suoi massimi del 2000 fino al 2007, e poi scese subito durante la crisi creditizia fino al 2013. Quando le bolle esplodono, possono causare perdite di anni o

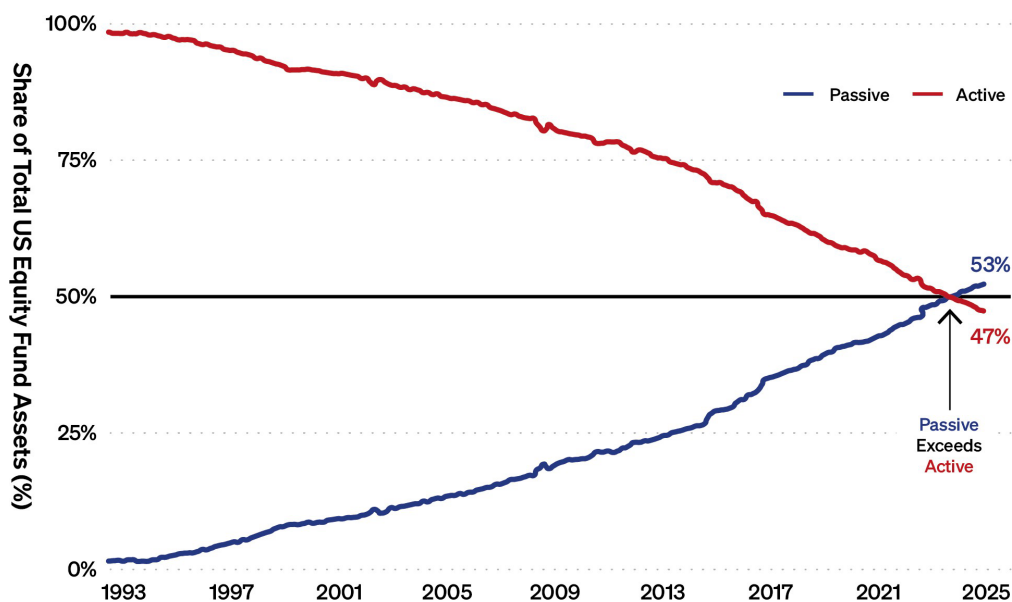
addirittura decenni.

Negli ultimi anni era addirittura difficile ottenere una performance in linea con l'indice se non aveste detenuto la maggior parte di questi titoli nelle loro ponderazioni di mercato, e noi non lo faremmo anche se fossimo convinti che siano tutte buone società come quelle in cui cerchiamo di investire, il che non siamo. A nostro avviso, detenerle tutte rappresenterebbe un rischio di portafoglio eccessivo, proprio come non deterremmo tutte e cinque le società del settore beverage che abbiamo nel nostro universo di investimento, anche se ritenessimo che le prospettive del settore fossero buone. Il nostro Fondo è un portafoglio, non una scommessa settoriale.

2. La crescita delle attività nei fondi indicizzati

Anche la crescita dei magnifici sette e dei titoli IA ha beneficiato di una forte spinta legata alla crescita delle attività detenute nei fondi indicizzati. Nel 2023, la quota di fondi azionari USA detenuti in fondi indicizzati ha superato per la prima volta il 50%.

Quota di fondo attivo o passivo dei fondi azionari USA



Fonte: Research Affiliates, dati al 31 dicembre 2024

Il settore dei servizi finanziari a volte non aiuta a comprendere le etichette che utilizza. I fondi indicizzati e gli ETF indicizzati sono spesso etichettati come "passivi", al contrario dei fondi "attivi" come il Fundsmith Sustainable Equity Fund, che hanno un gestore del fondo che assume decisioni di investimento. I "passivi" replicano perlopiù l'indice in cui investono detenendo i titoli in proporzione al loro valore di mercato. Lungi dall'essere passivi nel senso della parola normalmente accettato, questo li rende una strategia momentum.

Una strategia d'investimento momentum è quella in cui l'investitore

acquista titoli che stanno registrando una forte performance. Se riscatti denaro da un fondo attivo come Fundsmith e lo investi in un fondo indicizzato sull'indice S&P 500, il tuo nuovo fondo acquisterà i titoli dell'indice in proporzione al loro valore di mercato. Attualmente circa il 7% sarà destinato a Nvidia, che noi non deteniamo. Circa il 35% andrà ai magnifici sette, di cui deteniamo solo due titoli: Alphabet e Microsoft. Ciò conferisce ulteriore slancio ai titoli che non deteniamo e che costituiscono una parte importante dell'indice.

A John Bogle, il pioniere dell'investimento indicizzato che ha fondato Vanguard, il gestore del fondo indicizzato, fu chiesto all'assemblea annuale del 2017 di Berkshire Hathaway se vi fosse un livello di attività nei fondi indicizzati che alterasse i mercati ed egli ammise che c'era, sebbene non avesse alcun metodo per determinare tale livello. Potremmo averlo già raggiunto.

Nel 2021, il National Bureau of Economic Research ('NBER') di Cambridge, Massachusetts, ha pubblicato una ricerca intitolata *'Alla ricerca delle origini delle fluttuazioni del mercato finanziario: l'ipotesi dei mercati inelastici'*. Forse non ne avete mai sentito parlare, perché questo non è il genere di cose da scegliere come lettura su un lungo volo. Tuttavia, presenta alcune rivelazioni sorprendenti che sono pertinenti per il mercato attuale.

Inizia con l'affermazione apparentemente incontrovertibile che 1 dollaro (o 1 milione o 1 miliardo di dollari) scambiato tra azioni o obbligazioni (o qualsiasi altro scambio) non influisce sul valore intrinseco di uno o dell'altro. Se riscattate fondi da un fondo attivo come Fundsmith per collocarli in un fondo indicizzato, ciò non altera la valutazione delle azioni che dobbiamo vendere per finanziare il riscatto o le azioni che il fondo indicizzato acquista. Tuttavia, il documento NBER mostra che in realtà un tale scambio ha un effetto moltiplicatore che va da 3:1 a 8:1, una media di circa 5,5:1. L'afflusso derivante da tali scambi aumenta il valore delle azioni acquistate mediamente di cinque volte l'importo investito. Sarebbe una palese sottovalutazione dire che ciò va contro la teoria dell'investimento fondamentale.

Il documento NBER attribuisce questo aspetto all'inelasticità della domanda e dell'offerta di azioni. Oltre il 50% delle azioni è costituito da fondi indicizzati che non hanno discrezionalità su ciò che acquistano. Inoltre, parte dei cosiddetti fondi attivi rimasti è gestita in modo tale da renderli poco propensi a scommettere contro ciò che accade nell'indice. A parte eventuali restrizioni sui mandati, i gestori dei fondi si sono da tempo resi conto della natura conservativa della cosiddetta indicizzazione occulta, dove non si allontanano molto dalle ponderazioni dell'indice. Data la nostra esperienza degli ultimi anni, chi può biasimarli?

La ricerca NBER potrebbe in un certo senso essere considerata come un'affermazione dell'impatto chiaramente ovvio della crescita dei fondi indicizzati, ma ciò che è lontano dall'essere ovvio è l'entità di tale impatto. Né il fatto che qualcosa possa sembrare ovvio, una volta spiegato, significa che debba essere ignorato.

Potrebbe non avere alcun senso fondamentale acquistare azioni Tesla con un rapporto prezzo-utili ("PE") di 327 (che è il suo rating attuale), ma questa è la nona società più grande dell'indice S&P 500 per valore, quindi non detenerla è una posizione rischiosa da prendere quando il denaro fluisce nei fondi indicizzati.

John Bogle aveva ragione. La percentuale crescente di azioni detenute da fondi indicizzati viene investita indipendentemente dalla qualità o dalla valutazione delle azioni acquistate, il che crea pericolose distorsioni.

Contrariamente alla convinzione popolare, il mercato azionario non è un sostituto dei casinò online, ma piuttosto un meccanismo per valutare le società, raccogliere capitali e fornire liquidità. Quando questo meccanismo viene alterato, il risultato è spesso una seria errata allocazione del capitale.

Sir John Templeton, fondatore dell'omonimo gruppo di gestione degli investimenti, una volta disse: "Le quattro parole più pericolose al momento di investire sono: Questa volta è diverso". Voleva sottolineare che ci sono sempre persone pronte a razionalizzare gli sfoghi di mania degli investimenti, ma vengono sempre smentite quando scoppia la bolla e i fondamentali degli investimenti si ristabiliscono.

Questo lo si è già visto prima, non solo nel boom e nel crollo di Dotcom, ma anche in altri esempi come il mercato giapponese alla fine degli anni 1980. Poi ci fu detto che il PE di oltre 50 sull'indice Nikkei era ok poiché in Giappone la contabilità adottava la dottrina della prudenza. Di fatto, il mercato era semplicemente sopravvalutato. Dopo il successivo crollo del Nikkei, l'indice ha impiegato fino al 2024 per recuperare il picco raggiunto nel 1989.

Quando le aziende e/o gli investitori sono incoraggiati dall'aumento dei prezzi delle azioni e delle valutazioni a credere che il capitale sia quasi libero, seguono alcune decisioni di investimento disastrose. Essi agiscono come se il costo del capitale che le aziende stanno investendo fosse in qualche misura l'inverso del loro rapporto PE. Quindi, un PE di 50 equivale a un costo del capitale del 2% ($100 \div 50$). È una totale assurdità.

Il costo delle azioni non varia inversamente rispetto alla valutazione ed è forse meglio stimato dal costo del cosiddetto capitale risk-free, ossia il rendimento dei titoli di stato a lunga scadenza più il cosiddetto premio di rischio azionario. Non è un cattivo punto di

partenza quando si cerca di stimare il costo del capitale azionario per esaminare il rendimento a lungo termine delle azioni, poiché si tratta in effetti di un costo di opportunità: quale rendimento dovrebbe aspettarsi un investitore dall'investimento azionario nel lungo termine? Questo è ciò che dovrebbero esigere come costo di fornitura di capitale azionario detenendo azioni: il costo del capitale azionario. Nell'ultimo secolo le azioni USA hanno registrato in media un rendimento annuo di circa il 9%. Sicuramente non è il 2%.

Se le aziende o gli investitori iniziano a prendere decisioni che si discostano di molto da questa ipotesi basata su valutazioni azionarie in crescita, il risultato sarà disastroso. Nel 2000 Vodafone, l'operatore di telefonia mobile con sede nel Regno Unito che è stato uno dei leader nel boom di Dotcom, fece un'offerta per Mannesmann, l'operatore di telefonia mobile tedesco. All'epoca Vodafone aveva un PE di 54 e Mannesmann un PE di 56. Questo indica un altro errore: i manager spesso giustificano quanto stanno pagando per gli asset in boom e bolle con il fatto che pagano emettendo azioni sopravvalutate o molto apprezzate. Aspetta un minuto, cosa significa questo per gli investitori? Possiamo vedere i risultati nella misura in cui le azioni di Vodafone raggiunsero il picco a 570p nel 2000, quando l'azienda fece un'offerta per Mannesmann, mentre ora vengono negoziate a 99p. Quando il valore viene distrutto da decisioni di investimento di capitale sbagliate, c'è sempre una resa dei conti.

Forse i dirigenti che gestiscono alcune delle principali aziende di intelligenza artificiale hanno una visione chiara del futuro e possono prevedere che l'intelligenza artificiale produrrà non solo una trasformazione nelle nostre vite e nel nostro modo di lavorare, ma anche flussi di cassa incrementali tali che i rendimenti sulle enormi quantità di capitale che stanno investendo saranno adeguati o più che adeguati. In caso contrario, possiamo aspettarci che l'affermazione di Sir John Templeton si riveli ancora una volta corretta, sebbene forse dopo un periodo più lungo e una maggiore scala di esuberanza irrazionale di quella che abbiamo visto in passato, sull'onda dello slancio dell'investimento indicizzato.

Tuttavia, anche se abbiamo ragione nel diagnosticare questo passaggio ai fondi indicizzati come una delle cause della nostra recente sottoperformance e che sta gettando le basi di un serio disastro per gli investimenti, non ho idea di come o quando finirà, tranne che dire malamente.

Con il più sincero rispetto per l'ultimo Sir John Templeton che ho citato in precedenza, credo che questa volta potrebbe essere diverso. Non nel senso che il boom dei magnifici sette /IA sia diverso, ma piuttosto nella scala che può raggiungere e per quanto tempo può durare. Quando abbiamo avuto il boom di Dotcom, la percentuale di AUM, asset in gestione, nei fondi indicizzati era

inferiore al 10%. Il dominio dei fondi indicizzati ora rende la crescita di queste grandi azioni una profezia che si autoavvera.

3. Debolezza del dollaro

Giusto per aggravare la situazione, il dollaro USA è sceso rispetto all'euro da circa 1,04 dollari all'inizio dell'anno a 1,17 alla fine dell'anno:

Tasso di cambio dollaro-euro



Fonte: Bloomberg

Dubito che ciò rifletta la forza relativa dell'economia dell'Eurozona o la soddisfazione nei confronti della politica dei governi. L'amministrazione Trump è ovviamente interessata a vedere i tassi di interesse scendere e ridurre il deficit commerciale. Nessuno di questi obiettivi è compatibile con un dollaro forte.

La debolezza del dollaro si può anche osservare nel prezzo dell'oro, che ha toccato il massimo degli ultimi 50 anni, 4319 dollari l'oncia. Vi sono molte speculazioni sulle ragioni della forza del prezzo dell'oro, ma in una certa misura lo vedo come un'espressione di debolezza della valuta in cui l'oro è quotato.

Questo influisce sul valore in euro del nostro Fondo, poiché la maggior parte delle società è quotata negli Stati Uniti e, cosa più importante, rappresenta la loro principale singola fonte di reddito.

Spero che tutto ciò possa contribuire a spiegare ciò che abbiamo dovuto affrontare in termini di concorrenza da parte dei fondi indicizzati e della performance delle grandi società tecnologiche, in particolare negli ultimi anni, con l'ulteriore svantaggio della debolezza del dollaro.

Questi eventi mi hanno convinto che Tommy Docherty era un ottimista. La settimana in cui è stato licenziato come manager del Manchester United e sua moglie ha chiesto il divorzio, ha detto: "Nella vita, quando una porta si chiude, un'altra ti sbatte in faccia". Credo di sapere come si è sentito.

Forse una domanda più pertinente è: cosa facciamo al riguardo?

Potremmo:

1. Iniziare ad acquistare titoli di tutte le grandi società che dominano gli indici e/o
2. Diventare investitori dinamici che acquistano azioni che offrono forti performance a prescindere dai loro meriti fondamentali.

Non faremo né uno né l'altro. Se desiderate un fondo indicizzato, potete acquistarne uno a costi molto inferiori rispetto a quelli applicati da noi o qualsiasi altro gestore di investimenti attivo. Non siamo nemmeno investitori dinamici e ci sono migliori esponenti di questa strategia di investimento rispetto a noi. Se state pensando di adottare questo approccio, vi invitiamo alla cautela. Secondo la mia esperienza, gli investitori con un buon slancio acquistano azioni che salgono e le vendono quando iniziano a scendere. Ad esempio, non si convincono che, per il fatto di avere acquistato azioni Nvidia quando stavano salendo, sappiano cosa accadrà con l'IA o le GPU.

Non acquisteremo azioni di società semplicemente perché sono grandi e dominano le ponderazioni e la performance dell'indice, a meno che non ci convinciamo che siano buone aziende del tipo che desideriamo detenere e che abbiano fonti di crescita relativamente prevedibili nel lungo termine e rendimenti sul capitale investito più che adeguati.

Pur rimanendo fedeli alla nostra strategia d'investimento, cercheremo naturalmente di migliorarla. Condividiamo molte delle affermazioni di Charlie Munger, ma quella che qui meglio si applica è la seguente: "Ogni anno in cui non distruggete una delle vostre idee più amate è probabilmente un anno sprecato." Seguiranno altre novità.

Per quanto riguarda il contributo delle singole azioni alla performance nel 2025, come di consueto preferisco partire dai problemi. I cinque principali fattori che hanno penalizzato la performance del Fondo nel 2025 sono stati:

Azioni	Attribuzione
Novo Nordisk	-2,1%
Greggs	-1,8%
Church & Dwight	-1,6%
Zoetis	-1,3%
Procter & Gamble	-1,2%

Fonte: Northern Trust

Novo Nordisk è riuscita a riaffermare la mia convinzione che non si deve mai dire "Le cose non possono peggiorare". L'azienda ha trasformato una posizione di leadership di mercato in quello che è probabilmente lo sviluppo di farmaci più entusiasmante da circa tre decenni in una posizione secondaria e non è riuscita a prevenire la concorrenza generica illegale nel suo mercato core USA.

Uno dei nostri mantra è stato quello di investire sempre in aziende che potrebbero essere guidate da un idiota, così che la performance non dipenda molto dalla gestione. Ci siamo poi resi conto purtroppo che la gamma di aziende che possono essere gestite da un idiota è molto più limitata di quanto pensassimo e d'ora in poi cercheremo di essere più consapevoli dell'impatto che può avere una cattiva gestione. La nostra esperienza suggerisce anche che quando ci troviamo di fronte a una cattiva gestione, l'impegno a cambiare risulta meno efficace che non vendere le azioni. Intanto Novo Nordisk ha nominato un nuovo CEO e ha apportato modifiche al consiglio di amministrazione e il rating attuale (un PE di 13) ci crea poche aspettative. Se non lo possedessimo già, suppongo che prenderemmo in considerazione l'idea di acquistarlo, essendo un business in attivo che è stato messo in difficoltà da un "problema", anche se piuttosto grave.

Greggs ha risentito del malessere generale che avvolge l'industria dell'ospitalità del Regno Unito. Sebbene le azioni ci appaiano convenienti su un PE di 11, con unità e vendite ancora in crescita, sono diventate più convenienti mentre le detenevamo.

Church & Dwight, azienda di beni di consumo, sembra soffrire del fatto che le alterne fortune dei vari gruppi di consumatori nell'economia USA, lungi dall'attrarre i consumatori verso i suoi prodotti discount, stanno invece impoverendo quei consumatori che naturalmente gravitano su di essi.

Zoetis è il principale produttore di farmaci veterinari. Abbiamo iniziato ad acquistare dopo che sono emersi dei dubbi sugli effetti collaterali del suo farmaco per il dolore nell'osteoartrite nei cani. Le azioni hanno continuato a essere deboli, ma siamo certi che i venti favorevoli derivanti dall'aumento della spesa per l'assistenza medica degli animali domestici sosterranno l'attività.

Procter & Gamble ha risentito del clima di malessere generale che circonda i beni di prima necessità, colpiti negativamente dalla corsa

agli investimenti nell'IA.

In un'epoca in cui gli analisti si affidano a previsioni imboccate sotto forma di "guida" e la liquidità è limitata, come suggerisce il documento NBER, i risultati che non rientrano nelle indicazioni ottimistiche possono tradursi in movimenti dei prezzi azionari clamorosamente negativi.

Per l'anno, i cinque principali contributi positivi alla performance del Fondo sono stati:

Azioni	Attribuzione
Alphabet	+1,9%
IDEXX	+1,8%
L'Oréal	+0,5%
Microsoft	+0,3%
Mettler-Toledo	+0,2%

Fonte: Northern Trust

Alphabet fa la sua terza comparsa.

IDEXX, azienda di attrezzature diagnostiche veterinarie, fa la sua seconda comparsa, essendosi risollevata dalla sua posizione di contributo negativo lo scorso anno, quando stava risentendo del calo della tendenza ad adottare animali domestici dell'era Covid.

L'Oréal compare per la seconda volta e ha beneficiato della ripresa del mercato cinese, superando, come di consueto, la categoria beauty in termini di vendite.

Microsoft entra per la seconda volta tra i primi cinque contributori. Sebbene accettiamo con gratitudine questa performance, rimaniamo cauti sull'impatto dell'hype/boom dell'IA.

Mettler Toledo ha iniziato a riprendersi dagli effetti dei suoi problemi logistici in Europa e della crisi in Cina.

Noi continuiamo ad adottare una semplice strategia di investimento in quattro passaggi:

- Acquistare società sane
- Analisi della sostenibilità
- Non pagare troppo
- Non fare nulla

Spiegherò come ci stiamo muovendo rispetto a ciascuno di questi punti.

Come di consueto, cerchiamo di offrire alcune informazioni sul primo e più importante di questi punti, ovvero se deteniamo o meno buone società, fornendovi la seguente tabella che mostra come il Fundsmith Sustainable Equity Fund sarebbe se, invece di essere

un fondo, fosse una società e fosse considerata per le partecipazioni che detiene nel portafoglio su una base "look-through", e la confrontiamo con il mercato, in questo caso gli indici FTSE 100 e S&P 500. Questa mostra inoltre come si è evoluto il portafoglio nel tempo.

Anno di chiusura	Fundsmith Sustainable Equity Fund SICAV Portfolio					S&P 500	FTSE 100
	2021	2022	2023	2024	2025	2025	2025
ROCE	28%	31%	34%	32%	30%	17%	17%
Margine lordo	61%	61%	60%	60%	60%	45%	43%
Margine operativo	25%	26%	29%	27%	26%	18%	17%
Conversione in contanti	97%	88%	93%	92%	94%	89%	99%
Copertura interessi	20x	19x	20x	24x	34x	9x	8x

Fonte: Fundsmith LLP/Bloomberg.

ROCE (rendimento sul capitale investito), margine lordo, margine operativo e conversione in contanti sono la media ponderata delle società sottostanti in cui il Fundsmith Sustainable Equity Fund investe e la media degli indici FTSE 100 e S&P 500. I numeri del FTSE 100 e dell'S&P 500 non includono titoli finanziari. La copertura degli interessi è media.

I rapporti sono a dodici mesi consecutivi e come definiti da Bloomberg.

La conversione in contanti confronta il free cash flow per azione con l'utile per azione.

Nel 2025, il rendimento sul capitale, i margini lordi e i margini di profitto operativo sono stati tutti elevati e costanti.

Un indicatore che valutiamo quando cerchiamo aziende in cui investire sono rendimenti del capitale stabilmente elevati. Un altro indicatore è la crescita: rendimenti elevati non sono molto utili se l'azienda non è in grado di crescere e impiegare più capitale a questi tassi elevati. A questo riguardo, come sono andate le nostre aziende nel 2025? Il free cash flow medio ponderato (la liquidità generata dalle aziende dopo aver pagato tutto tranne il dividendo, e la nostra misura preferita) è cresciuto del 13%.

Da una prospettiva fondamentale, sulla quale cerchiamo di focalizzarci, siamo fiduciosi che le società del nostro portafoglio continueranno a far segnare buone performance nei cicli commerciali e di mercato. La qualità delle società del nostro portafoglio è più elevata che mai e nell'insieme continuano ad accrescere il free cash flow più rapidamente rispetto alla media storica del portafoglio. La performance aziendale sottostante rimane il nostro obiettivo principale. Se abbiamo ragione, il nostro Fondo emergerà con il valore intrinseco dei suoi investimenti mantenuto o migliorato, in quanto prima o dopo i prezzi delle azioni rispecchieranno i fondamentali, e non viceversa.

È incoraggiante notare che l'anno medio di fondazione delle società nel nostro portafoglio a fine anno era il 1926. Nell'insieme, hanno quasi un secolo di vita.

L'unico parametro che continua a restare indietro rispetto alla sua performance storica è la conversione in contanti, ovvero il grado al

quale i profitti vengono distribuiti in liquidità. Sebbene nel 2025 questo parametro sia leggermente risalito al 94%, è ancora al di sotto del suo livello storico del 100% circa. Ciò è dovuto a un forte aumento delle spese in conto capitale in un piccolo gruppo di aziende: Alphabet e Microsoft. Le aziende tecnologiche sono impegnate a creare capacità di intelligenza artificiale ("IA") sotto forma di chip GPU e centri elaborazione dati. Sapere se questa "corsa alle armi" generi o meno profitti e rendimenti adeguati agli importi spesi rimane una questione aperta.

Come possiamo vedere, le nostre aziende tecnologiche stanno aumentando le spese in conto capitale insieme ad Amazon e Meta:

Capex delle principali aziende tecnologiche

\$bn	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (E)	2026 (E)
Alphabet	22.3	24.6	31.5	32.3	52.5	85.3	91.8
Amazon	40.1	61.1	63.6	52.7	83.0	113.8	124.1
Meta	15.2	18.7	31.4	27.3	37.3	68.5	96.3
Microsoft ₁	15.4	20.6	23.9	28.1	44.5	64.6	86.0
Total	93.0	125.0	150.4	140.4	217.3	332.2	398.2

₁ Microsoft year to June

Source: Fundsmith.

E questa tabella non include alcune aziende che hanno impegni di spesa in conto capitale importanti come Oracle, che ha annunciato l'intenzione di spendere circa 50 miliardi di dollari nel 2025/6, o CoreWeave, che prevede circa 25 miliardi di dollari in Capex nel 2026.

Quando i commentatori discutono sul futuro dell'intelligenza artificiale e se ci sia o meno una bolla negli investimenti in IA, essi sembrano spesso perdere di vista l'essenziale. L'IA può avere un profondo effetto sulle nostre vite e sul nostro lavoro, ma ciò non garantisce che l'investimento nell'IA dia un rendimento adeguato o che i rendimenti andranno agli attuali operatori.

A questo proposito, un'azienda che merita il nostro interesse è Apple. A seconda del vostro punto di vista, Apple è rimasta indietro nella corsa per realizzare grandi modelli linguistici ("LLM") e hyperscale per fornire infrastrutture IA, oppure ha abbandonato la gara. Di conseguenza, la sua spesa in conto capitale nel 2025 è stata di soli 12 miliardi di dollari, cifra che appare trascurabile rispetto alle società citate nella tabella precedente.

Si potrebbe dire che è fare di necessità virtù, ma forse Tim Cook, il CEO, sta facendo suo un vecchio adagio: "Non devi avere una

mucca per vendere il latte". Apple ha i suoi dispositivi e circa un miliardo di consumatori, per lo più di fascia alta, dipendono da essi e sempre di più dai suoi servizi. Sembra improbabile che ci sarà una carenza di LLM che gli hyperscaler vorranno offrire ad Apple per gli utenti iPhone. Se questo è davvero il modello di business a cui Apple si affida, potrebbe non essere di buon auspicio per la redditività degli sviluppatori LLM e/o degli hyperscaler.

La seconda fase della nostra strategia consiste nell'implementare uno screening di sostenibilità negativo basato sul settore, escludendo le società operanti in settori con

rischi eccessivi legati alla sostenibilità (settore aerospaziale e difesa, birrifici, distillatori e viticoltori, casinò e gioco d'azzardo, servizi di gas ed elettricità, metalli e attività minerarie, petrolio, gas e combustibili di consumo, pornografia e tabacco). Valutiamo quindi la sostenibilità aziendale nel senso più ampio, valutando la gestione dei rischi e delle opportunità di un'azienda e le sue politiche e pratiche che coprono ricerca e sviluppo, l'innovazione di nuovi prodotti, i pagamenti di dividendi e l'adeguatezza e produttività dell'investimento di capitale.

Una delle metriche che utilizziamo per valutare i rischi di sostenibilità è l'indice RepRisk (RRI) di RepRisk, che misura l'attuale esposizione al rischio reputazionale di un'azienda sulla base delle controversie degli ultimi 24 mesi. Alla fine di dicembre 2025, l'indice RepRisk medio ponderato per il nostro portafoglio era di 28,5, superiore ai 27,3 di inizio anno e inferiore alla media ponderata di 34,5 dell'indice MSCI World. Ciò implica che, in media, il nostro portafoglio è meno esposto ai rischi reputazionali legati ai fattori di sostenibilità rispetto all'indice MSCI World.

L'indice RepRisk del portafoglio è salito nel corso dell'anno, in parte a causa degli incrementi dell'indice RRI di Marriott e IDEXX rispettivamente di 23 e 17. Ciò è stato compensato dall'aggiunta di Intuit, Wolters Kluwer ed EssilorLuxottica al portafoglio, tutti con RRI inferiori rispetto a Mastercard, che è stata venduta dal portafoglio.

Il RepRisk di Marriott è cresciuto dopo che un ospite del suo marchio di hotel St. Regis ha sostenuto di aver subito molestie sessuali da parte di un membro dello staff negli USA. L'incremento per IDEXX è legato alla sua inclusione in un rapporto PETA sui test su animali. IDEXX solitamente riceve ben poche notizie negative, il che significa che la scala dell'incremento dell'RRI è più ampia. IDEXX crea macchine che i veterinari utilizzano per diagnosticare gli animali domestici, dunque non dovrebbe sorprendere sapere che l'azienda è coinvolta nei test sugli animali, essendo questo il loro settore principale.

Alla fine del 2025, le quattro società con i punteggi più alti

dell'Indice RepRisk erano:

Azioni	RepRisk
Alphabet	64
Microsoft	58
Marriott	52
Novo Nordisk	49

Fonte: RepRisk

Marriott e Novo Nordisk hanno sostituito rispettivamente Unilever e P&G in questo elenco, lasciando invariati i primi due.

Alphabet e Microsoft sono tra le più grandi aziende al mondo e i loro prodotti e servizi vengono utilizzati ogni giorno da milioni di persone. Di conseguenza, entrambe le aziende sono oggetto di un'ampia copertura mediatica. Questo accresce il loro indice RRI oltre a ciò che considereremmo come un riflesso accurato dei loro impatti negativi. Entrambe le società hanno dovuto fare i conti con continui controlli antitrust negli USA e in Europa nel 2025, il che ha contribuito ai loro elevati RRI.

Ci aspettiamo che le società in cui investiamo gestiscano efficacemente questo rischio normativo e al momento non crediamo che Microsoft o Alphabet stiano abusando in modo eccessivo della loro posizione di mercato. Uno dei motivi per cui Microsoft e Alphabet hanno posizioni così forti è il loro costante successo nello sviluppo di prodotti e servizi di qualità superiore rispetto alla concorrenza.

Alla fine del 2025, le quattro società con i punteggi più bassi dell'Indice RepRisk erano:

Azioni	RepRisk
Waters	0
Mettler-Toledo	0
Wolters Kluwer	5
ADP	11

Fonte: RepRisk

Waters e Mettler-Toledo sono nella lista dal 2024 e quest'anno a loro si aggiungono ADP, società di servizi payroll, e la nuova holding Wolters Kluwer, che fornisce informazioni e software esperti a contabili, avvocati, medici e altri professionisti.

Utilizziamo i punteggi RepRisk Index in due modi. In primo luogo, ci servono per acquisire ogni possibile informazione relativa alle società dell'universo di investimento del Fondo che potremmo aver tralasciato nella nostra ricerca di routine. In secondo luogo, come un indicatore degli effetti negativi assoluti che un'azienda ha in particolare sulla società. Mentre gli impatti ambientali sono relativamente facili da misurare (ad es. le emissioni di gas serra) e quindi da valutare, aggregare ed esaminare nelle aziende, in modo

sia assoluto che relativo, gli impatti sulla società sono spesso qualitativi e molto più difficili da valutare in modo obiettivo. Pertanto, utilizziamo l'RRI come un indicatore per valutare questi impatti negativi. Non è tuttavia perfetto per i nostri usi, come detto sopra. Le società con profili pubblici più importanti, come Alphabet e Microsoft, sono oggetto di una copertura mediatica molto maggiore rispetto a molti altri nomi nell'universo di investimento del Fondo, il che aumenta i loro indici RRI oltre quello che considereremmo un equo riflesso del loro impatto. Inoltre, quelle aziende che sono raramente soggette a notizie di stampa negative subiscono incrementi di RRI eccessivamente elevati quando compare la notizia. Questo fattore di "novità" ha senso per il rischio reputazionale, ma non risulta accurato ai fini di misurare la portata, sia

assoluta che relativa, di un impatto negativo netto, soprattutto per il fatto di non tenere conto degli impatti positivi dei prodotti e dei servizi di un'azienda.

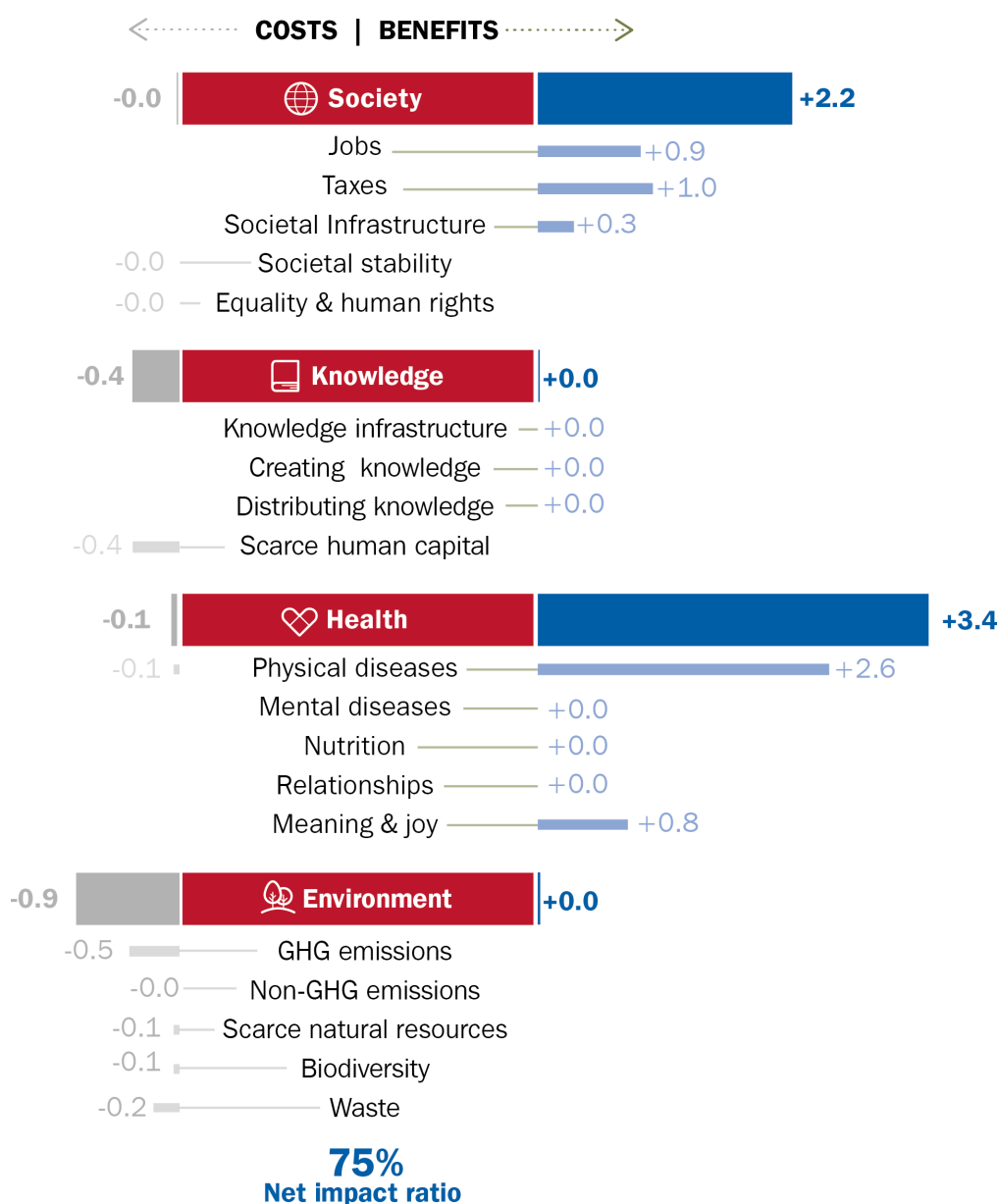
In quest'ottica, abbiamo trovato e iniziato a utilizzare i dati forniti da un'azienda finlandese chiamata The Upright Project. Questa azienda utilizza un approccio scientifico per calcolare l'impatto netto di un'azienda tenendo conto degli impatti a monte e a valle, sulla base dei prodotti e dei servizi che fornisce. L'azienda ricorre a studi accademici e modelli proprietari per quantificare l'impatto netto di oltre 150.000 prodotti e servizi.

Il modello di impatto netto di Upright si compone di due parti principali: un modello macro e un modello aziendale. Il modello macro utilizza un database di oltre 200 milioni di articoli scientifici e l'algoritmo di deep learning di Upright per calcolare l'impatto negativo, positivo e netto di un prodotto o servizio. Il modello aziendale quindi aggrega gli impatti positivi e negativi di tutti i prodotti/servizi venduti da un'azienda, proporzionali ai ricavi, per calcolare l'impatto netto dell'attività nell'insieme.

Il rapporto di impatto netto di un'azienda viene espresso in percentuale, con un punteggio positivo che indica un impatto positivo netto e un punteggio negativo che indica un impatto negativo netto. Un punteggio del 10%, ad esempio, suggerirebbe che un'azienda genera il 10% in più di impatti positivi dai suoi prodotti e servizi rispetto agli impatti negativi. L'impatto netto di un prodotto/servizio viene misurato in quattro dimensioni: ambiente, salute, società e conoscenza, che noi riteniamo rispecchino meglio l'impatto di un'azienda.

Di seguito viene riportato un esempio della scorecard di EssilorLuxottica, azienda con il massimo impatto positivo nel portafoglio:

Ripartizione dell'impatto netto di EssilorLuxottica



Ranks in the **top 3%** across the global universe of companies

Fonte: Dati di Upright

Ciò fornisce una suddivisione molto più chiara dell'impatto dell'azienda nelle diverse sotto-categorie e una maggiore trasparenza su ciò che determina questi punteggi. EssilorLuxottica produce la maggior parte delle lenti da vista a livello mondiale, motivo per cui il gruppo ha un significativo impatto positivo sulle malattie fisiche. Con 5,6 impatti positivi e solo -1,4 impatti negativi, presenta un rapporto di impatto netto complessivo del 75% $(5,6 - 1,4) / 5,6$.

Da circa un anno utilizziamo i dati di Upright per la valutazione dell'impatto negativo netto. Inizieremo a utilizzarli anche nel riepilogo annuale della sostenibilità e nelle schede informative

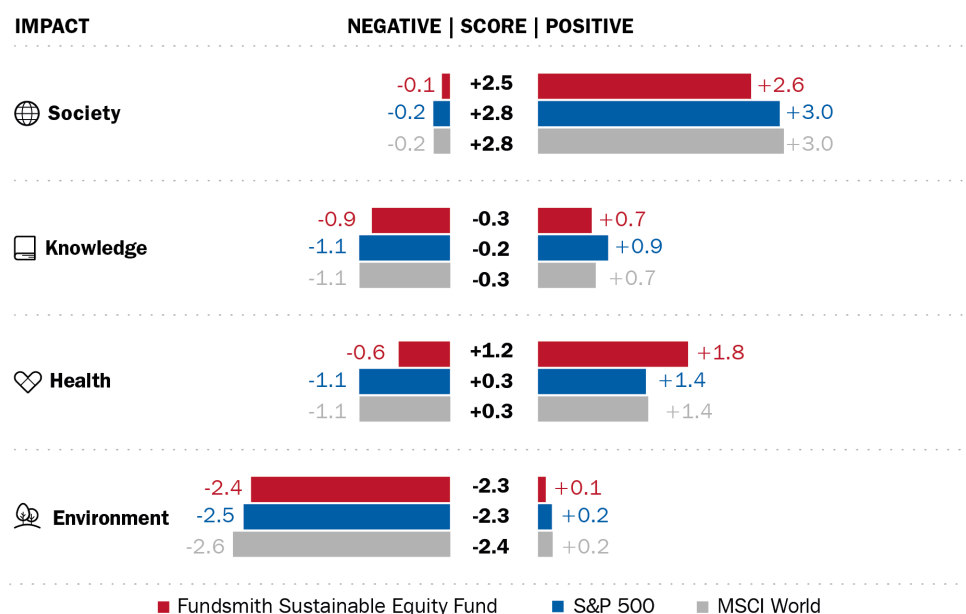
trimestrali sulla sostenibilità al posto dei dati RepRisk, in quanto riteniamo che essi offrano un indicatore più accurato dell'impatto di un'azienda sulla società e sull'ambiente.

Nel complesso, il Fundsmith Sustainable Equity Fund ha un rendimento simile a quello dell'MSCI World nelle categorie "Conoscenza" e "Ambiente", ma registra una performance significativamente superiore nella categoria "Salute", principalmente grazie alla nostra maggiore esposizione alle aziende del settore sanitario.

Il Fondo registra una performance leggermente inferiore all'indice nella categoria "Società", in gran parte a causa della sottoperformance nella sottocategoria delle infrastrutture sociali. I principali argomenti considerati nelle infrastrutture societarie sono energia, trasporti, acqua e servizi sanitari e le infrastrutture industriali, aree in cui non investiamo. Il risultato è che il contributo positivo delle nostre società in queste aree è inferiore a quello dell'MSCI World, non perché le società in cui investiamo abbiano un impatto negativo più elevato.

Complessivamente, il Fundsmith Sustainable Equity Fund ha un rapporto d'impatto netto del 22% rispetto al 10% dell'S&P 500 e al 7% dell'MSCI World, con i punteggi suddivisi per categoria come segue:

Rapporto impatto netto



Fonte: Dati di Upright

Anche le società detenute nel Fundsmith Sustainable Equity Fund continuano a mostrare il loro impegno a ridurre il loro impatto sul cambiamento climatico. Alla fine del 2025, le società responsabili del 94% delle emissioni del Fondo avevano già fissato target di riduzione delle emissioni allineati a 1,5 °C nell'ambito dell'iniziativa

Science Based Targets (SBTi), con un ulteriore 4% delle emissioni del Fondo in fase di realizzazione. Inoltre, l'80% del portafoglio in peso aveva target climatici approvati dall'SBTi, rispetto al 21% dell'indice MSCI All Country World Index¹ e l'88% delle emissioni del Fondo erano coperte da un target aziendale di emissioni nette zero entro almeno il 2050.

La seconda fase della nostra strategia riguarda la valutazione. Il rendimento medio ponderato del free cash flow ("FCF") (il free cash flow generato come percentuale del valore di mercato) del portafoglio all'inizio del 2025 è stato del 3,2% e ha chiuso l'anno al 3,6%. Il rendimento FCF di fine anno dell'indice S&P 500 è stato del 2,8%, mentre l'indice MSCI World è stato del 3,1%. I titoli del nostro portafoglio sono diventati molto più sottovalutati rispetto all'S&P, poiché il free cash flow di molti dei principali titoli che ora dominano l'indice si è ridotto o è scomparso di fronte all'enorme spesa in Capex per l'IA.

Il nostro portafoglio è costituito da società che sono fondamentalmente molto migliori rispetto alla media di quelle presenti nell'indice S&P 500, dunque come abbiamo spiegato in passato non sorprende che siano valutate più della media delle società dell'indice S&P 500. Di per sé, questo non rende necessariamente costosi i titoli, non più di quanto un rating basso rende un titolo economico, ma ora questi sono molto più convenienti rispetto all'indice S&P. Ma questo fa anche sorgere ovvie preoccupazioni per ciò che accadrà al mercato.

Passando alla quarta fase della nostra strategia, che descriviamo in breve come "Non fare nulla", la riduzione al minimo della performance del portafoglio rimane uno dei nostri obiettivi, obiettivo che abbiamo un'altra volta centrato con una performance di portafoglio del 18,3% nel periodo. È forse più utile sapere che nel corso dell'anno abbiamo speso in totale solo lo 0,02% (due punti base) del valore medio del Fondo in negoziazioni volontarie (che escludono i costi di negoziazione associati alle sottoscrizioni e ai riscatti, poiché questi non sono volontari). Abbiamo venduto una società, ne abbiamo acquistate tre e ottenuto una partecipazione in Magnum Ice Cream, che è stata scorporata da Unilever. Come lo scorso anno, questi possono sembrare parecchi nomi per quello che non è un gran fatturato, poiché in alcuni casi la partecipazione venduta o acquistata era modesta. Deteniamo quattordici delle 27 società del portafoglio dalla data di lancio nel 2021.

Perché questo è importante? Aiuta a ridurre al minimo i costi e i costi di investimento ed è un contributo vitale per ottenere un risultato soddisfacente come investitore. Troppo spesso investitori, commentatori e consulenti si focalizzano, o in alcuni casi sono ossessionati, dalla Commissione annua di gestione ("AMC") o dall'Importo delle spese correnti ("OCF"), che include alcuni costi

superiori all'AMC, che vengono addebitati al Fondo. L'OCF per il 2025 per la Classe T

¹ <https://www.msci-institute.com/wp-content/uploads/2025/11/MSCI-Transition-Finance-Tracker-Q3-2025-201125.pdf>

Le azioni a capitalizzazione sono state all'1,12% (azioni di classe I 0,97%). Il problema è che l'OCF non include un elemento importante dei costi: i costi di negoziazione. Quando un gestore di fondi negozia acquistando o vendendo, il fondo sostiene tipicamente il costo della commissione pagata a un broker, lo spread di offerta sui titoli negoziati e, in alcuni casi, le imposte sulle transazioni come l'imposta di bollo nel Regno Unito. Ciò può accrescere significativamente i costi di un fondo, ma non è incluso nell'OCF.

Noi forniamo la nostra versione di questo costo totale, compresi i costi di negoziazione, che abbiamo definito Costo totale dell'investimento ("TCI"). Per le azioni ad accumulazione di Classe T, nel 2025 il TCI è stato dell'1,19% (azioni di Classe I 1,04%), inclusi tutti i costi di negoziazione per i flussi in entrata e in uscita dal Fondo, non solo la nostra negoziazione volontaria. Siamo lieti che il nostro TCI sia appena dello 0,07% (7 punti base) sopra il nostro OCF, una volta tenuto conto dei costi di transazione. Tuttavia, ancora una volta stiamo attenti a non farci ossessionare dai costi in misura tale da perdere di vista la performance dei fondi. Vale la pena sottolineare che la performance del nostro Fondo riportata all'inizio della presente lettera è al netto di tutte le commissioni, il che dovrebbe sicuramente essere l'aspetto principale.

Nel corso dell'anno abbiamo venduto la nostra partecipazione in Mastercard e iniziato ad acquistare quote in EssilorLuxottica, Intuit e Wolters Kluwer.

Abbiamo ridotto l'esposizione del Fondo ai processori di pagamento vendendo la nostra partecipazione in Mastercard in anticipo sulla proposte dell'amministrazione Trump di porre un tetto ai tassi sui prestiti con carta di credito.

EssilorLuxottica è nata dalla fusione di aziende francesi e italiane che dominano il mercato degli occhiali, sia montature che lenti. Questo settore ha il vento in poppa, per il fatto che sono molte le persone che non hanno ancora accesso alla correzione della vista. Inoltre, presenta alcune interessanti innovazioni come le lenti Stellest, che aiutano a prevenire il deterioramento della vista per i bambini con miopia e, naturalmente, gli occhiali Meta IA.

In precedenza abbiamo venduto una posizione che detenevamo in Intuit, la società di software contabili e fiscali, dopo l'acquisizione da

parte sua di Mailchimp nel 2021, in quanto ritenevamo che Mailchimp fosse fuori dalla sua sfera di competenza e che avesse pagato tre volte il giusto prezzo, cosa che hanno cercato di giustificare precisando che la metà del corrispettivo pagato era in azioni Intuit. Ciò che questo implicava circa la loro valutazione ci è sembrato ovvio. Per un certo periodo dopo aver venduto le azioni, l'hype dell'IA ha spinto in alto il prezzo, ma ultimamente la scarsa performance dell'acquisizione di Mailchimp è diventata evidente e si è riflessa nel prezzo delle azioni. Abbiamo iniziato a ricostruire una partecipazione nella speranza che il management abbia imparato dalla debacle.

Wolters Kluwer è leader nella pubblicazione tecnica utilizzata da professionisti nei settori sanitario, fiscale, contabile, del rischio e della conformità e legale. Sembra che venga vista come una vittima della rivoluzione dell'IA, ma questo sembra essere vero quanto lo è l'opinione ora screditata che Adobe e Intuit fossero beneficiari dall'IA. Questa prospettiva ha portato il PE a <19x e continua a crescere al 5% annuo con un ROIC del 18% e un ROE di circa il 50%.

È nostra intenzione continuare a detenere un portafoglio di buone aziende nella speranza e nell'aspettativa che i loro forti rendimenti fondamentali si riflettano in un prezzo delle azioni e in una performance del fondo superiori nel lungo termine e che, nel frattempo, il nostro fondo si riveli relativamente immuni a qualsiasi shock che si possa verificare se o quando le attuali straordinarie condizioni di mercato si attenueranno.

Infine, vi auguro ancora un felice Anno Nuovo e vi ringrazio per il vostro continuo sostegno al nostro Fondo.

Cordiali saluti,



Terry Smith,
CEO
Fundsmith LLP

Disclaimer: Un Documento contenente le informazioni chiave e un prospetto in lingua inglese per Fundsmith SICAV - Fundsmith Sustainable Equity Fund sono disponibili sul sito web di Fundsmith o su richiesta e gli investitori devono consultare tali documenti prima di acquistare azioni del fondo. 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 originale. Fundsmith LLP non offre consulenza in materia di investimenti né fornisce alcuna raccomandazione

in merito all'idoneità del suo prodotto. Il presente documento è comunicato da Fundsmith LLP, che è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (Organismo di regolamentazione finanziaria del Regno Unito).

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 della Fundsmith SICAV agli investitori su base transfrontaliera.

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 o vendita, o invito alla sottoscrizione o 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 soggetti di Singapore diversi da: 1. Un investitore istituzionale ai sensi della sezione 304 dell'SFA; o 2. Un soggetto pertinente ai sensi della sezione 305 (1) dell'SFA o a qualsiasi soggetto ai sensi della sezione 305 (2) dell'SFA (e tale distribuzione sia conforme alle condizioni specificate nella sezione 305 dell'SFA); o 3. Altrimenti ai sensi e in conformità alle 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. 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.

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, Bloomberg e FE Analytics, salvo diversa indicazione. I dati sono aggiornati al 31 dicembre 2025, salvo diversa indicazione.

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 rendimenti del free cash flow si basano su dati di dodici mesi consecutivi e al 31 dicembre 2025, salvo diversa indicazione. 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.