

Enero de 2026

Estimado/a inversor/a:

La tabla siguiente muestra las cifras de rentabilidad correspondientes al último año natural, así como la rentabilidad acumulada y anualizada del Fundsmith Sustainable Equity Fund, un subfondo de Fundsmith SICAV («el Fondo» o la «SICAV»), desde su lanzamiento el 1 de marzo de 2021, junto con varios comparadores.

% de rentabilidad total	Del 1 de enero al 31 de diciembre de 2025	Creación hasta el 31 de diciembre de 2025		Ratio de Sortino ⁵
		Acumulada	Anualizada	
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
Bonos europeos ³	-3,8	-29,2	-6,9	
Efectivo 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 Acciones de capitalización, netas de comisiones, cotizadas a las 13:00 h CET, con fecha de creación 01/03/2021, fuente: Bloomberg

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

³ Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ Yr Bond Index, fuente: Bloomberg

⁴ Tipo de interés en €, fuente: Bloomberg

⁵ El ratio de Sortino es desde su creación el 31/12/25, con un ratio sin riesgo del 3,5 %, fuente: Análisis de Financial Express

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

Dado que no cubrimos la exposición a divisas, la principal diferencia de rendimiento entre las clases de acciones en divisas son los movimientos relativos de las divisas en el año. Por lo tanto, la rentabilidad relativa en comparación con el índice MSCI World ("Index") es similar para cada clase de acciones y muestra que el Fondo tuvo un rendimiento inferior en 2025.

No debería esperar que nuestro Fondo supere la rentabilidad del mercado o incluso obtenga una rentabilidad positiva en cada año o periodo de notificación, y superar la rentabilidad del mercado volvió a ser más difícil en 2025.

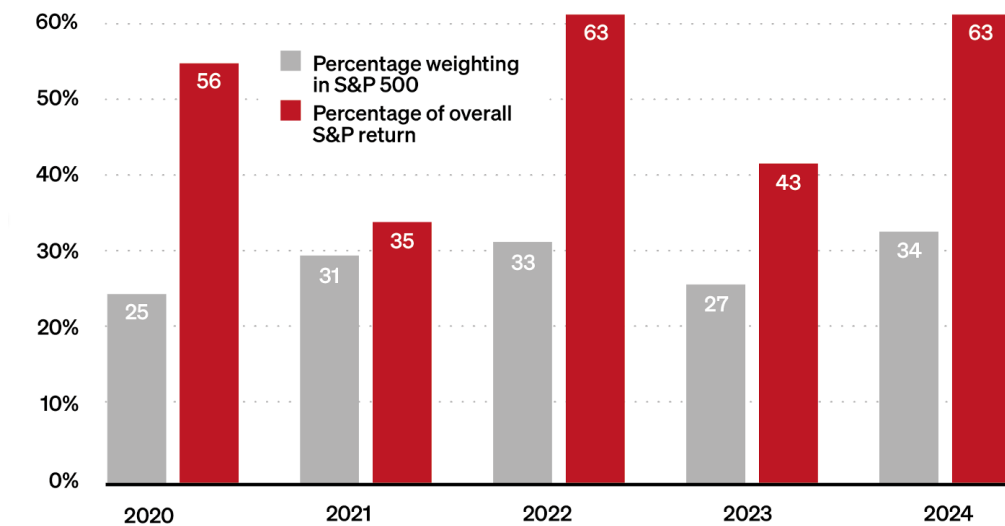
Antes de pasar a los motivos de la rentabilidad, debo explicar que, contrariamente a lo que sugieren algunos comentaristas, no intento culpar a nadie ni a nada por la rentabilidad relativa de nuestro Fondo. Lo que intento hacer es explicarlo para que nuestros inversores tengan una comprensión clara de lo que ha sucedido y por qué. Una explicación no es una excusa. Me pregunto cómo lo verían esos comentaristas o nuestros inversores si no ofreciéramos ninguna explicación. Veo tres problemas principales en juego.

1. Concentración del índice

El predominio de la rentabilidad por parte de un reducido grupo de grandes valores tecnológicos se volvió tan acusado en 2023 que dio lugar a uno de esos apelativos llamativos tan del gusto de los comentaristas de mercado: las denominadas Siete magníficas. Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia y Tesla. Esto continuó en 2024 después de que Jensen Huang, director general de Nvidia, hiciera varias apariciones públicas en las que elogió la inminente transformación de la computación por inteligencia artificial («IA»), impulsada, por supuesto, por los chips de Nvidia. El resultado fue comparable al pistoletazo de salida de una carrera en la que la inversión en bienes de capital en chips semiconductores y centros de datos por parte de las grandes empresas tecnológicas (los denominados *hyperscalers*) se disparó al alza en una carrera armamentística solo equiparable al comportamiento de sus acciones.

El resultado se puede ver en estos gráficos:

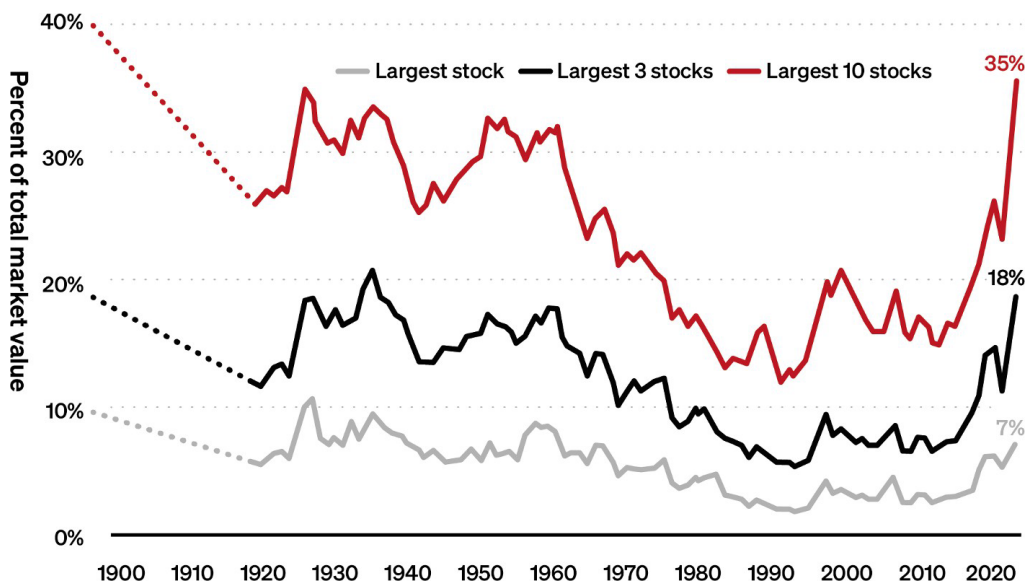
Concentración de la rentabilidad de los 10 principales títulos del S&P 500



Fuente: Anuario de rentabilidad de las inversiones de UBS Global 2025

La tendencia continuó en 2025 y, como consecuencia, los diez principales valores representaban el 39 % del valor del índice S&P 500 («S&P») a finales de 2025 y aportaron el 50 % de la rentabilidad total que el índice generó en dólares estadounidenses. ¿Acaso es esto diferente de lo ocurrido en el pasado?

Concentración del mercado estadounidense en los últimos 125 años



Fuente: Anuario de rentabilidad de las inversiones de UBS Global 2025

Este segundo gráfico muestra que la última vez que el valor del mercado estadounidense estuvo tan concentrado fue en 1930. ¿Qué ocurrió después? El S&P tardó hasta 1954 en recuperar su máximo de 1930. Aunque la mayoría de los inversores actuales considera ese periodo como prehistórico, conviene recordar que el S&P (no el NASDAQ) no recuperó su máximo del año 2000 hasta 2007, y acto seguido volvió a perderlo durante la crisis crediticia, y no lo recuperó de nuevo hasta 2013. Cuando las burbujas estallan,

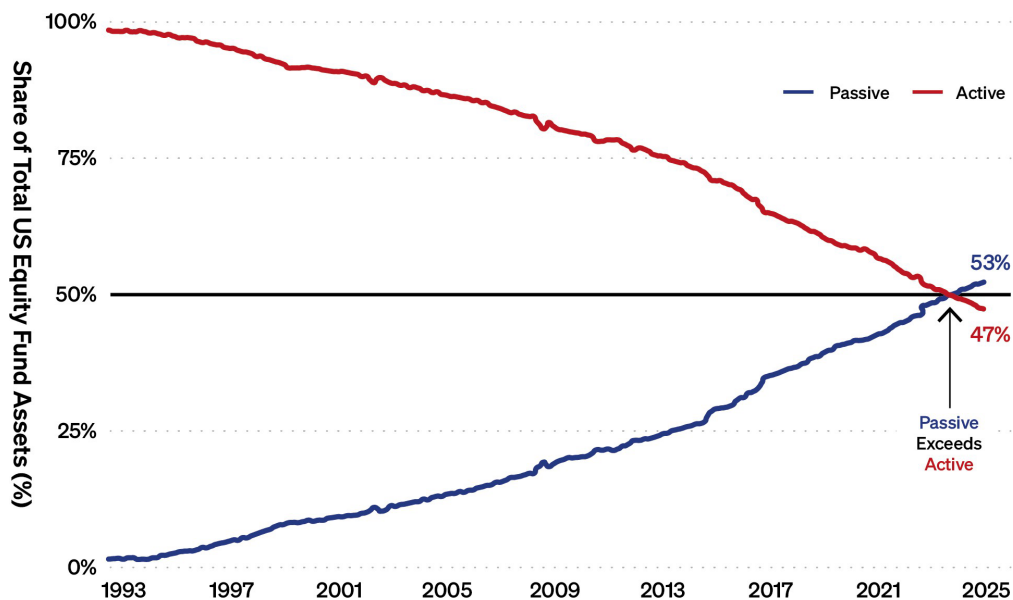
pueden provocar muchos años, o incluso décadas, de rentabilidad perdida.

En los últimos años ha resultado difícil incluso comportarse en línea con el índice si no se poseía la mayoría de estos valores en las ponderaciones que les asigna el mercado, y no lo haríamos ni siquiera aunque llegáramos a convencernos de que todas ellas son buenas compañías del tipo en el que buscamos invertir, cosa que no es el caso. En nuestra opinión, poseerlas todas supondría asumir un riesgo de cartera excesivo, del mismo modo que no tendríamos las cinco compañías de bebidas que figuran en nuestro universo invertible, aunque consideráramos que las perspectivas del sector eran favorables. Nuestro Fondo es una cartera, no una apuesta sectorial.

2. El crecimiento de los activos de los fondos indexados

El ascenso de las Siete magníficas y de los valores vinculados a la inteligencia artificial también contó con un fuerte viento de cola derivado del aumento de los activos invertidos en fondos indexados. En 2023, la proporción de acciones mantenidas en fondos que replican índices superó el 50 % por primera vez.

Participación de los fondos activos frente a los pasivos en los activos de los fondos de renta variable estadounidense



Fuente: Research Affiliates, datos a 31 de diciembre de 2024

A veces, el sector de los servicios financieros no ayuda a comprender las etiquetas que emplea. Los fondos indexados y los ETF indexados suelen etiquetarse como «pasivos», en contraposición a los fondos «activos», como Fundsmith Sustainable Equity Fund, en los que un gestor toma las decisiones de inversión. Generalmente, los «pasivos» replican el índice en el que invierten, manteniendo los valores en proporción a su capitalización bursátil.

Lejos de ser pasivos en el sentido generalmente aceptado del término, estos fondos constituyen en realidad una estrategia de *momentum*.

Una estrategia de inversión *momentum* es aquella en la que la persona inversora compra valores que están mostrando un comportamiento sólido. Si se reembolsa dinero de un fondo activo como Fundsmith y se invierte en un fondo indexado al S&P 500, el nuevo fondo adquirirá los valores del índice en proporción a su capitalización bursátil. En la actualidad, aproximadamente un 7 % se destinará a Nvidia, valor que no poseemos. Alrededor del 35 % irá a parar a las Siete magníficas, de las cuales solo tenemos dos compañías: Alphabet y Microsoft. Esto aporta un impulso adicional a los valores que no poseemos y que constituyen una parte significativa del índice.

John Bogle, pionero de la inversión indexada y fundador de Vanguard, la gestora de fondos indexados, fue preguntado en la junta anual de Berkshire Hathaway de 2017 sobre si existía un nivel de activos en fondos indexados que pudiera distorsionar los mercados. Coincidió en que sí existía, aunque reconoció no disponer de ningún método para determinar cuál sería ese nivel. Es posible que ya lo hayamos alcanzado.

En 2021, la National Bureau of Economic Research (NBER), con sede en Cambridge, Massachusetts, publicó un estudio titulado «In search of the origins of financial market fluctuations: the inelastic markets hypothesis». Es probable que no haya oído hablar de él, ya que no es el tipo de lectura que uno se lleva para un vuelo largo. Sin embargo, contiene algunas revelaciones sorprendentes que resultan pertinentes para el mercado actual.

El estudio parte de la afirmación, aparentemente poco controvertida, de que un dólar (o un millón, o mil millones) trasladado entre acciones y bonos, o entre cualquier otro activo, no afecta al valor intrínseco de ninguno de ellos. Si se reembolsan participaciones de un fondo activo como Fundsmith para invertirlas en un fondo indexado, ello no debería alterar la valoración de las acciones que se venden para atender el reembolso ni de las que compra el fondo indexado. No obstante, el documento del NBER demuestra que, en la práctica, este tipo de traspasos tiene un efecto multiplicador que oscila entre 3:1 y 8:1, con una media aproximada de 5,5:1. Las entradas derivadas de estos movimientos elevan el valor de las acciones adquiridas en una cuantía media equivalente a cinco veces el importe invertido. Afirmar que esto contradice frontalmente la teoría fundamental de la inversión sería una elegante forma de quedarse corto.

El estudio atribuye este fenómeno a la inelasticidad de la oferta y la demanda de renta variable. Más del 50 % de las acciones está en

manos de fondos indexados, que no tienen discrecionalidad sobre qué compran. Además, una parte de los fondos supuestamente activos que permanecen en el mercado se gestiona de tal modo que resulta poco probable que adopten posiciones contrarias a lo que ocurre en el índice. Al margen de las restricciones de mandato, los gestores de fondos son conscientes desde hace tiempo del carácter conservador, desde el punto de vista profesional, de la denominada indexación encubierta, que consiste en no alejarse en exceso de las ponderaciones del índice. A la vista de la experiencia de los últimos años, resulta difícil reprochárselo.

La investigación del NBER podría considerarse, en cierto sentido, una constatación de lo evidente respecto al impacto del auge de los fondos indexados. Lo que dista mucho de ser evidente es la magnitud de ese impacto. El hecho de que algo parezca obvio una vez explicado no implica que deba ignorarse.

Puede que no tenga sentido, desde un punto de vista fundamental, comprar acciones de Tesla con una relación precio-beneficio de 327 (su valoración actual), pero se trata de la novena empresa del S&P 500 por capitalización bursátil. No tenerla en cartera se convierte en una posición arriesgada cuando los flujos de dinero se dirigen a los fondos indexados.

John Bogle tenía razón. La proporción creciente de acciones en manos de fondos indexados se invierte sin considerar la calidad ni la valoración de los títulos adquiridos, lo que genera distorsiones peligrosas.

Contra la creencia popular, el mercado bursátil no es un sustituto de los casinos en línea, sino un mecanismo para valorar empresas, captar capital y proporcionar liquidez. Cuando este mecanismo se distorsiona, el resultado suele ser una asignación gravemente ineficiente del capital.

Sir John Templeton, fundador del grupo de gestión de inversiones que lleva su nombre, dijo en una ocasión: «Las cuatro palabras más peligrosas en la inversión son: “esta vez es diferente”». Con ello señalaba que siempre hay quien está dispuesto a racionalizar episodios de euforia inversora, pero que invariablemente se demuestra que se equivoca cuando la burbuja estalla y los fundamentos de la inversión vuelven a imponerse.

Ya hemos visto este patrón con anterioridad, no solo en el auge y colapso de las empresas puntocom, sino también en otros episodios, como el mercado japonés de finales de los años 80. Entonces se nos decía que una relación precio-beneficio superior a 50 en el índice Nikkei era aceptable porque la contabilidad japonesa era conservadora. En realidad, el mercado estaba simplemente sobrevalorado. Tras la posterior caída del Nikkei, el índice no logró recuperar el máximo alcanzado en 1989 hasta

2024.

Cuando las empresas o las personas inversoras, alentadas por el fuerte aumento de los precios de las acciones y de las valoraciones, llegan a creer que el capital es prácticamente gratuito, suelen producirse decisiones de inversión desastrosas. Actúan como si el coste del capital que están invirtiendo fuera, en cierta medida, el inverso de su ratio precio-beneficio. Así, un ratio precio-beneficio de 50 se equipararía a un coste de capital del 2 % ($100 \div 50$). Esto es un completo disparate.

El coste del capital propio no varía de forma inversa a la valoración y quizá se estime mejor a partir del coste del denominado capital libre de riesgo, es decir, el rendimiento de los bonos soberanos a largo plazo más lo que se conoce como la prima de riesgo de la renta variable. Un buen punto de partida para estimar el coste del capital propio consiste en observar la rentabilidad histórica a largo plazo de la renta variable, ya que, en la práctica, se trata de un coste de oportunidad: ¿qué rentabilidad debería esperar una persona inversora de la inversión en renta variable a largo plazo? Eso es lo que debería exigirse como coste por aportar capital mediante la tenencia de acciones: el coste del capital propio. La renta variable estadounidense ha ofrecido una rentabilidad media de alrededor del 9 % anual a lo largo del último siglo. Desde luego, no es del 2 %.

Si las empresas o las personas inversoras empiezan a tomar decisiones que se desvían significativamente de esta premisa basándose en valoraciones bursátiles desorbitadas, el resultado será desastroso. En el año 2000, Vodafone, el operador de telefonía móvil con sede en el Reino Unido y uno de los líderes del auge puntocom, lanzó una oferta por Mannesmann, el operador alemán de telefonía móvil. En aquel momento, Vodafone cotizaba con un ratio precio-beneficio de 54 y Mannesmann con uno de 56. Esto pone de manifiesto otra falacia: en periodos de auge y burbuja, los equipos directivos suelen justificar el precio que pagan por los activos alegando que se financian mediante la emisión de acciones sobrevaloradas o altamente valoradas. Conviene detenerse un momento y preguntarse qué implica esto para los inversores. Los resultados son visibles: las acciones de Vodafone alcanzaron un máximo de 570 p en el año 2000, cuando lanzó la oferta por Mannesmann, y en la actualidad cotizan en torno a 99 p. Cuando el valor se destruye como consecuencia de malas decisiones de inversión de capital, siempre llega el momento del ajuste.

Tal vez los equipos directivos que gestionan algunas de las principales empresas de inteligencia artificial tengan una visión clara del futuro y puedan anticipar que la IA no solo transformará nuestras vidas y nuestra forma de trabajar, sino que también generará flujos de caja incrementales suficientes para que los

rendimientos de las ingentes cantidades de capital que están invirtiendo resulten adecuados o más que adecuados. Pero, si no es así, cabe esperar que el aforismo de Sir John Templeton vuelva a resultar acertado, aunque quizá tras un periodo más prolongado y a una escala mayor de exuberancia irracional que la observada en el pasado, impulsada por el *momentum* de la inversión indexada.

Sin embargo, incluso si estamos en lo cierto al diagnosticar este trasvase hacia los fondos indexados como una de las causas de nuestra reciente rentabilidad inferior y como el germen de un importante desastre inversor, no tengo ni idea de cómo ni de cuándo terminará, salvo que lo hará mal.

Con el debido respeto al difunto Sir John Templeton, a quien cité anteriormente, creo que esta vez podría ser diferente. No porque el auge de las Siete magníficas y de la inteligencia artificial sea distinto, sino por la escala que puede alcanzar y por el tiempo durante el cual podría prolongarse. Durante la burbuja del puntocom, la proporción de activos bajo gestión invertidos en fondos indexados era inferior al 10 %. Hoy, el dominio de los fondos indexados convierte el ascenso de estas grandes compañías en una auténtica profecía autocumplida.

3. Debilidad del dólar

Para añadir más vientos en contra, el dólar estadounidense se depreció frente al euro, pasando de aproximadamente 1,04 USD/EUR a comienzos de año a 1,17 USD/EUR al cierre del ejercicio.

Tipo de cambio de USD frente a EUR



Fuente: Bloomberg

Dudo que esto refleje la fortaleza relativa de la economía de la

zona euro o una mayor satisfacción con la política gubernamental. La administración Trump muestra un claro interés en ver tipos de interés más bajos y en reducir el déficit comercial, y ninguno de estos objetivos es compatible con un dólar fuerte.

La debilidad del dólar también se aprecia en el precio del oro, que ha alcanzado un máximo de 50 años, en torno a los 4319 dólares por onza. Existe abundante especulación sobre las razones de la fortaleza del precio del oro, pero en parte lo interpreto como una manifestación de la debilidad de la divisa en la que se cotiza.

Esto afecta al valor en euros de nuestro fondo, ya que la mayoría de las compañías en las que invertimos cotiza en Estados Unidos y, lo que es más relevante, ese país constituye su principal fuente individual de ingresos.

Espero que todo ello contribuya a explicar el contexto al que nos hemos enfrentado en los últimos años en términos de competencia de los fondos indexados y del comportamiento de las grandes empresas tecnológicas, agravado además por la debilidad del dólar.

Estos acontecimientos me han convencido de que Tommy Docherty era un optimista. La semana en que fue despedido como entrenador del Manchester United y su esposa solicitó el divorcio, afirmó: «En la vida, cuando una puerta se cierra, otra se te cierra de golpe en la cara». Creo que entiendo perfectamente cómo se sentía.

Quizá la pregunta más pertinente sea qué vamos a hacer al respecto.

Podríamos:

1. Empezar a comprar acciones de todas las grandes compañías que dominan los índices y/o
2. Convertirnos en inversores *momentum*, adquiriendo valores que muestran un comportamiento fuerte, independientemente de sus fundamentos.

No vamos a hacer ninguna de las dos cosas. Si se desea un fondo indexado, es posible adquirirlo con costes muy inferiores a los que aplicamos nosotros o cualquier otro gestor de inversión activo. Tampoco somos inversores *momentum*, y existen especialistas mucho más adecuados que nosotros para aplicar esa estrategia. Solo añadiría una advertencia para quienes estén considerando este enfoque: los buenos inversores *momentum*, en mi experiencia, compran acciones que suben y las venden cuando empiezan a bajar. No se convencer, por ejemplo, de que por haber comprado acciones de Nvidia cuando estaban subiendo sepan lo que va a

ocurrir con la inteligencia artificial o con las GPU.

No compraremos acciones de empresas simplemente porque sean grandes y dominen las ponderaciones y la rentabilidad del índice, salvo que lleguemos a la convicción de que se trata de buenos negocios del tipo que queremos tener en cartera, con fuentes de crecimiento relativamente predecibles a largo plazo y con rentabilidades sobre el capital invertido más que adecuadas.

Aunque vamos a mantener nuestra estrategia de inversión, naturalmente trataremos de aplicarla mejor. Admiramos muchas de las reflexiones del fallecido Charlie Munger, pero la que mejor encaja aquí es la siguiente: «Todo año en el que no destruyas una de tus ideas más queridas, probablemente sea un año desperdiciado». Explicaremos más al respecto posteriormente.

Al analizar, como es habitual, la contribución individual de cada acción a la rentabilidad en 2025, prefiero empezar por los problemas. Los cinco valores que más lastraron la rentabilidad del fondo en 2025 fueron:

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

Fuente: Northern Trust

Novo Nordisk logró reafirmar mi convicción de que nunca debe decirse «las cosas no pueden empeorar». La compañía ha pasado de convertir una posición de liderazgo de mercado, en lo que probablemente haya sido el desarrollo farmacológico más emocionante de las últimas tres décadas, en una posición secundaria, y no ha conseguido frenar la competencia ilegal de genéricos en su principal mercado, Estados Unidos.

Uno de nuestros mantras ha sido siempre invertir en negocios que pudieran ser gestionados incluso por un incompetente, de modo que el desempeño no dependiera en exceso del equipo directivo. La experiencia nos ha hecho dolorosamente conscientes de que el conjunto de negocios que realmente pueden funcionar bajo ese supuesto es mucho más limitado de lo que pensábamos, y a partir de ahora procuraremos ser más conscientes del impacto que una mala gestión puede tener. Nuestra experiencia también sugiere que, cuando nos encontramos con una gestión deficiente, intentar influir para cambiarla suele ser menos eficaz que vender las acciones. Entretanto, Novo Nordisk ha nombrado un nuevo consejero delegado y ha introducido cambios profundos en el consejo de administración, y la valoración actual, con un PER de 13, nos parece que descuenta expectativas muy reducidas. Si no la

tuviéramos ya en cartera, sospecho que estaríamos considerando su compra como un buen negocio penalizado por un «fallo», aunque se trate de un fallo considerable.

Greggs ha sufrido el malestar general que rodea al sector hotelero del Reino Unido. Aunque las acciones parecen baratas para nosotros en un PE de 11, con unidades y ventas que siguen creciendo, se han vuelto más baratas mientras las manteníamos.

Church & Dwight, empresa de bienes de consumo básico, parece estar sufriendo el hecho de que la evolución desigual de los distintos grupos de consumidores en la economía estadounidense, lejos de empujar a los consumidores hacia sus productos de descuento, esté empobreciendo precisamente a aquellos que tienden de forma natural a comprarlos.

Zoetis es la principal compañía farmacéutica veterinaria del mundo. Empezamos a comprar después de que surgiera la preocupación por los efectos secundarios de su fármaco para el dolor en la artrosis en perros. Las acciones han seguido siendo débiles, pero estamos seguros de que los vientos traseros seculares del aumento del gasto en atención médica para mascotas apoyarán al negocio.

Procter & Gamble quedó atrapada en el malestar general que ha rodeado a los bienes de consumo básico, afectados negativamente por el hecho de que la carrera por invertir en inteligencia artificial ha absorbido la atención y los flujos de capital.

En una época en la que los analistas dependen de previsiones servidas en bandeja en forma de «orientación» y en la que, como sugiere el estudio del NBER, la liquidez es limitada, los resultados que no cumplan unas previsiones excesivamente optimistas pueden provocar movimientos bursátiles extraordinariamente negativos.

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

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

Fuente: Northern Trust

Alphabet hace su tercera aparición.

IDEXX, dedicada al equipamiento de diagnóstico veterinario, aparece por segunda vez tras haber recuperado su posición

después de ser un lastre el año pasado, cuando se vio afectada por el agotamiento de la euforia de la era Covid en torno a la adopción de mascotas.

L'Oréal aparece por segunda vez y se benefició de la recuperación del mercado chino y superó a la categoría de belleza en rendimiento de ventas, como de costumbre.

Microsoft entra por segunda vez entre los cinco principales contribuyentes. Aunque aceptamos agradecidamente este rendimiento, seguimos siendo cautelosos con el impacto del hype/boom de la IA.

Mettler Toledo ha empezado a recuperarse debido a los efectos de su problema logístico en Europa y la recesión en China.

Seguimos aplicando una sencilla estrategia de inversión en cuatro pasos:

- Comprar buenas empresas
- Filtro de sostenibilidad
- No pagar en exceso
- No hacer nada

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

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

Fin del año	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 %
Margen bruto	61 %	61 %	60 %	60 %	60 %	45 %	43 %
Margen operativo	25 %	26 %	29 %	27 %	26 %	18 %	17 %
Conversión de efectivo	97 %	88 %	93 %	92 %	94 %	89 %	99 %
Cobertura de intereses	20x	19x	20x	24x	34x	9x	8x

Fuente: Fundsmith LLP/Bloomberg

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

Los ratios son de doce meses posteriores y según lo definido por Bloomberg.

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

En 2025, la rentabilidad del capital, los márgenes brutos y los márgenes de beneficio operativo fueron todos altos y estables.

Una rentabilidad del capital alta y constante es un signo que buscamos cuando buscamos empresas en las que invertir. Otra es una fuente de crecimiento: los altos rendimientos no son muy útiles si la empresa no es capaz de crecer e implementar más capital a estos altos índices. ¿Cómo han ido nuestras empresas en este sentido en 2025? La mediana ponderada del flujo de caja libre (el efectivo que generan las empresas después de pagar todo excepto el dividendo y nuestra medida preferida) aumentó un 13 %.

Desde una perspectiva fundamental, en la que buscamos centrarnos, confiamos en que las compañías de nuestra cartera seguirán comportándose satisfactoriamente a lo largo de los distintos ciclos empresariales y de mercado. La calidad de las empresas en cartera es tan elevada como lo ha sido nunca y, en conjunto, continúan incrementando su flujo de caja libre a un ritmo superior a la media histórica de la cartera. El desempeño subyacente de los negocios sigue siendo nuestro principal foco de atención. Si acertamos en esto, el fondo emergerá con el valor intrínseco de sus inversiones preservado o incrementado, ya que, tarde o temprano, los precios de las acciones reflejan los fundamentales, y no al revés.

De forma alentadora, el año medio de fundación de las empresas de la cartera a cierre del ejercicio fue 1926. En conjunto, tienen algo más de un siglo.

La única métrica que sigue retrasándose en su rendimiento histórico es la conversión de efectivo, el grado en que los beneficios se entregan en efectivo. Aunque en 2025 se recuperó ligeramente hasta el 94 %, este nivel sigue situándose por debajo de su promedio histórico, en torno al 100 %. Esta caída se debió a un fuerte aumento del gasto de capital en un pequeño grupo de empresas: Alphabet y Microsoft. Las empresas tecnológicas se encuentran inmersas en una carrera por ampliar capacidad en inteligencia artificial mediante chips GPU y centros de datos. La cuestión de si esta carrera armamentística generará beneficios y retornos adecuados en relación con los importes invertidos sigue abierta.

Como puede observarse, nuestras compañías tecnológicas están incrementando de forma significativa el gasto de capital, junto con Amazon y Meta:

Capex para las grandes empresas tecnológicas

\$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.

Esta tabla, además, no incluye a algunas empresas con compromisos de inversión de capital muy relevantes, como Oracle, que ha anunciado un gasto cercano a los 50 000 millones de dólares en 2025/26, o CoreWeave, que prevé alrededor de 25 000 millones de dólares de capex en 2026.

Cuando se debate sobre el futuro de la inteligencia artificial y sobre si existe una burbuja en la inversión en IA, a menudo se pierde de vista el punto clave. La IA puede tener un efecto profundo en nuestras vidas y en el empleo, pero eso no garantiza que la inversión en ella alcance retornos adecuados ni que dichos retornos vayan a recaer en los actuales incumbentes.

Una empresa que nos resulta especialmente interesante en este contexto es Apple. Según el punto de vista que se adopte, o bien se ha quedado rezagada en la carrera por desarrollar grandes modelos de lenguaje y escalar infraestructura de IA, o bien ha optado deliberadamente por no participar en ella. Como consecuencia, su gasto de capital en 2025 fue de tan solo 12 000 millones de dólares, una cifra insignificante en comparación con la de las compañías mencionadas anteriormente.

Puede que esté convirtiendo la necesidad en virtud, pero quizá Tim Cook esté aplicando el viejo dicho de que no es necesario tener una vaca para vender leche. Apple cuenta con sus dispositivos y con alrededor de mil millones de consumidores, en su mayoría de gama alta, fielmente integrados en su ecosistema y, cada vez más, en sus servicios. Parece poco probable que vayan a faltar modelos de lenguaje que los hiperescaladores estén dispuestos a ofrecer a los usuarios de iPhone. Si este es el modelo de negocio en el que confía Apple, no augura un panorama especialmente favorable para la rentabilidad de los desarrolladores de modelos de lenguaje ni de los propios hiperescaladores.

La segunda parte de nuestra estrategia es emplear un filtro de

sostenibilidad negativo basado en sectores, excluyendo a las empresas que operan en sectores con

riesgo excesivo relacionado con la sostenibilidad (aeroespacial y defensa, cerveceros, destileros y vinicultores, casinos y juegos, gas y electricidad, metales y minería, petróleo, gas y combustibles consumibles, pornografía y tabaco). A continuación, evaluamos la sostenibilidad de la empresa en el sentido más amplio, evaluando la gestión de riesgos y oportunidades de una empresa y sus políticas y prácticas que abarcan la investigación y el desarrollo, la innovación de nuevos productos, los pagos de dividendos y la adecuación y productividad de la inversión de capital.

Una de las métricas que utilizamos para evaluar los riesgos de sostenibilidad es el RepRisk's RepRisk Index (RRI), que mide la exposición actual de una empresa al riesgo de reputación en función de las controversias de los últimos 24 meses. A finales de diciembre de 2025, el índice RepRisk medio ponderado de nuestra cartera era de 28,5, superior al 27,3 de principios de año y inferior al promedio ponderado del MSCI World de 34,5. Esto implica que, de media, nuestra cartera tiene una menor exposición a los riesgos de reputación relacionados con los factores de sostenibilidad que el MSCI World.

El índice RepRisk de la cartera aumentó a lo largo del año, en parte debido a aumentos del RRI en Marriott e IDEXX de 23 y 17, respectivamente. Esto se compensó mediante la incorporación de Intuit, Wolters Kluwer y EssilorLuxottica a la cartera, todos ellos con RRI más bajos que Mastercard, que se vendió de la cartera.

El RepRisk de Marriott aumentó después de que una huésped de su marca de hotel St. Regis alegara que había sido acosada sexualmente por un miembro del personal en EE. UU. El aumento de IDEXX se debe a su inclusión en un informe de PETA sobre pruebas en animales. IDEXX suele experimentar muy pocas noticias negativas, lo que significa que la escala del aumento del RRI es mayor. IDEXX crea máquinas para que los veterinarios las utilicen para diagnosticar mascotas, por lo que no debería sorprenderles que participen en pruebas en animales, dada su actividad principal.

A finales de 2025, las cuatro empresas con las puntuaciones más altas del índice RepRisk fueron:

Acción	RepRisk
Alphabet	64
Microsoft	58
Marriott	52
Novo Nordisk	49

Fuente: RepRisk

Marriott y Novo Nordisk han sustituido a Unilever y P&G en esta lista, respectivamente, con los dos principales sin cambios.

Alphabet y Microsoft se encuentran entre las empresas más grandes del mundo, y sus productos y servicios son utilizados cada día por millones de personas. Como resultado, ambas empresas están sujetas a una amplia cobertura mediática. Esto incrementa su RRI más allá de lo que consideraríamos un reflejo fiel de sus impactos negativos. Ambas empresas se enfrentaron a un escrutinio antimonopolio continuo en EE. UU. y Europa en 2025, lo que contribuyó a sus elevados RRI.

Esperamos que las empresas en las que invertimos gestionen este riesgo normativo de forma eficaz y actualmente no creemos que Microsoft o Alphabet estén abusando excesivamente de su posición en el mercado. Una razón por la que Microsoft y Alphabet tienen una posición tan sólida es su éxito continuo en el desarrollo de productos y servicios superiores en comparación con sus competidores.

A finales de 2025, las cuatro empresas con las puntuaciones más bajas del índice RepRisk fueron:

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

Fuente: RepRisk

Waters y Mettler-Toledo permanecen en la lista desde 2024 y este año se les suman la empresa de nóminas ADP y la nueva participación Wolters Kluwer, que proporciona información especializada y software a profesionales de la contabilidad, el derecho, la medicina y otros ámbitos.

Utilizamos las puntuaciones del índice RepRisk de dos maneras. En primer lugar, captar cualquier cobertura relacionada con las empresas del universo de inversión del Fondo que pudiéramos haber omitido en nuestra investigación rutinaria. En segundo lugar, como representante de los impactos negativos absolutos que tiene una empresa, especialmente en la sociedad. Aunque los impactos medioambientales son relativamente fáciles de medir (por ejemplo, las emisiones de gases de efecto invernadero) y, por lo tanto, se evalúan, agregan y examinan tanto en términos absolutos como relativos en todas las empresas, los impactos en la sociedad suelen ser cualitativos y mucho más difíciles de evaluar de forma objetiva. Por ello, utilizamos el RRI como un indicador sustitutivo para evaluar estos impactos negativos. Sin embargo, no es perfecto para nuestros usos mencionados anteriormente. Las empresas con perfiles públicos más amplios, como Alphabet y

Microsoft, reciben una cobertura mediática significativamente mayor que muchos de los demás nombres del universo de inversión del Fondo, lo que infla sus puntuaciones RRI más allá de lo que consideraríamos un reflejo justo de su impacto. Además, las empresas que rara vez están sujetas a prensa negativa experimentan un RRI excesivamente grande cuando aparecen noticias. Este factor de «novedad» tiene sentido para el riesgo de reputación, pero es impreciso para medir la báscula, tanto absoluta como relativa, de impacto negativo neto, especialmente dado que no tiene en cuenta los impactos positivos de los productos y servicios de una empresa.

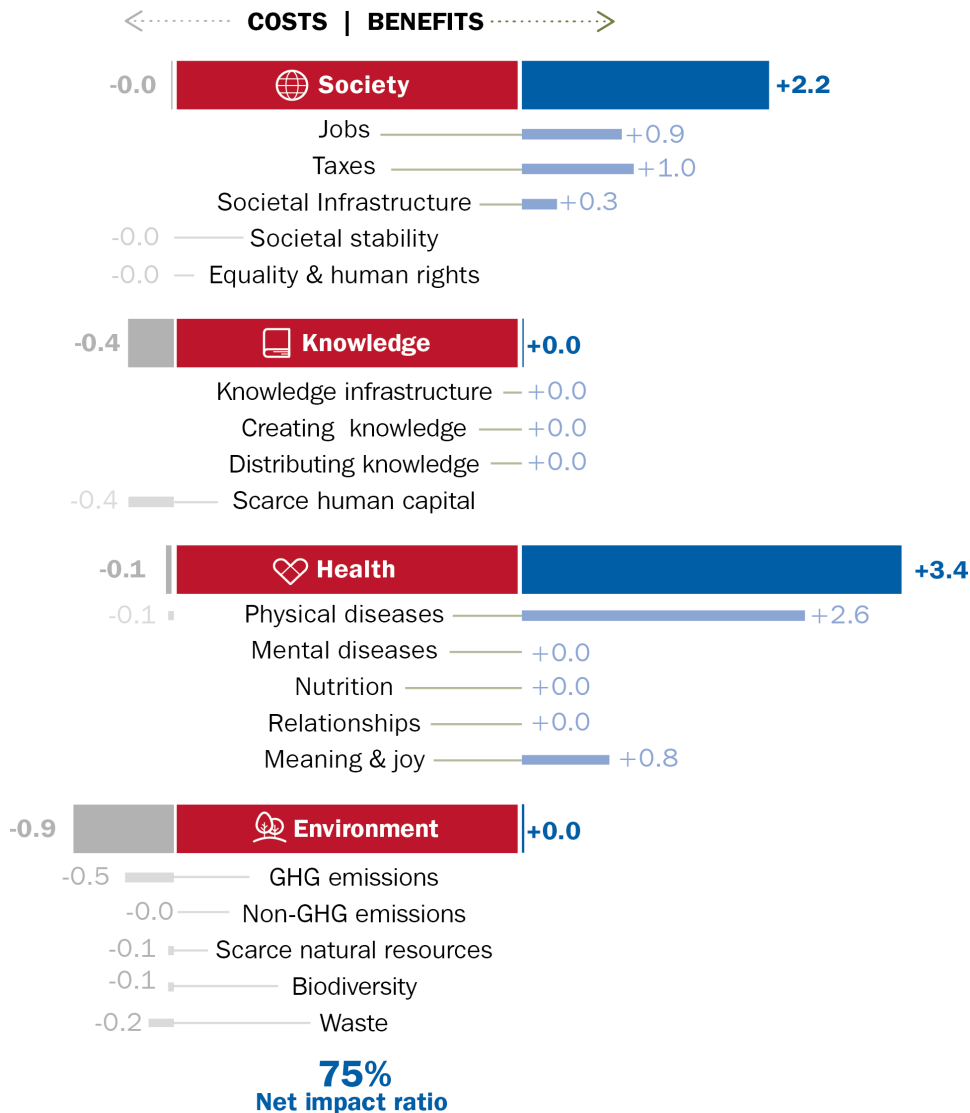
Teniendo esto en cuenta, hemos identificado y comenzado a utilizar datos de una empresa finlandesa denominada The Upright Project. Utiliza un enfoque basado en la ciencia para calcular el impacto neto de una empresa teniendo en cuenta los impactos anteriores y posteriores, en función de los productos y servicios que produce. La empresa utiliza estudios académicos y modelos patentados para cuantificar el impacto neto de más de 150 000 productos y servicios.

El modelo de impacto neto de Upright consta de dos partes principales: un modelo macro y un modelo de empresa. El modelo macro utiliza una base de datos de más de 200 millones de artículos científicos y el algoritmo de aprendizaje profundo propio de Upright para calcular el impacto negativo, positivo y neto de un producto o servicio. A continuación, el modelo empresarial agrega los impactos positivos y negativos de todos los productos/servicios vendidos por una empresa, proporcionalmente a los ingresos, para calcular el impacto neto del negocio en general.

El índice de impacto neto de una empresa se expresa como un porcentaje, con una puntuación positiva que indica un impacto positivo neto y una puntuación negativa que indica un impacto negativo neto. Una puntuación del 10 %, por ejemplo, sugiere que una empresa produce un 10 % más de impactos positivos de sus productos y servicios que de impactos negativos. El impacto neto de un producto/servicio se mide en cuatro dimensiones: medio ambiente, salud, sociedad y conocimiento, que creemos que refleja mejor el impacto que tienen las empresas.

A continuación se muestra un ejemplo de la puntuación de EssilorLuxottica, la empresa clasificada con el mayor impacto positivo en la cartera:

Desglose del impacto neto de EssilorLuxottica



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

Fuente: Datos de Upright

Esto proporciona un desglose mucho más claro del impacto de la empresa en las diferentes subcategorías y una mayor transparencia sobre lo que impulsa estas puntuaciones. EssilorLuxottica fabrica la gran mayoría de las lentes graduadas en todo el mundo, por lo que tiene un beneficio positivo significativo sobre las enfermedades físicas. Con 5,6 impactos positivos y solo -1,4 impactos negativos, tiene una relación de impacto neto general del 75 % $(5,6 - 1,4) / 5,6$.

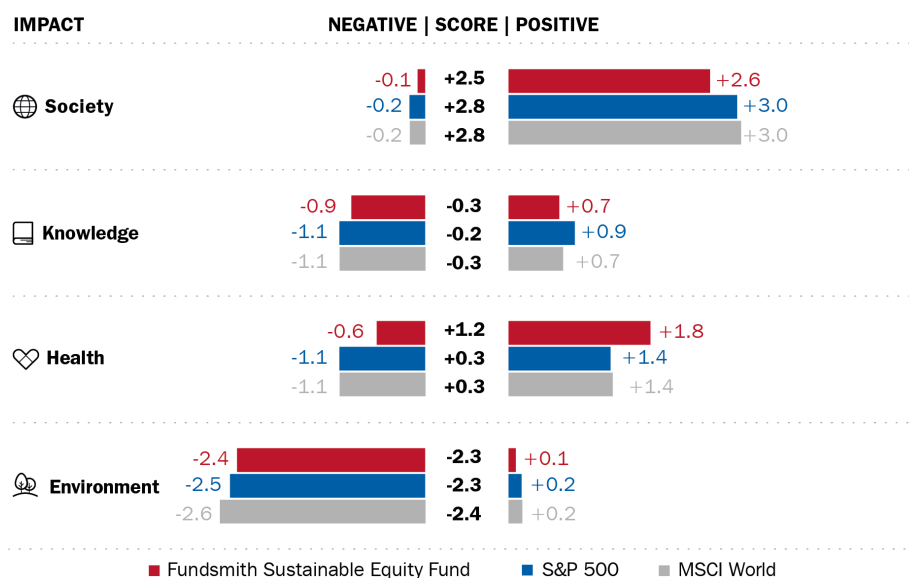
Llevamos aproximadamente un año utilizando los datos del proyecto Upright para informar la evaluación del impacto negativo neto. Asimismo, vamos a empezar a utilizar estos datos en el resumen anual de sostenibilidad y en las fichas trimestrales de sostenibilidad, en lugar de los datos de RepRisk, ya que consideramos que ofrecen un indicador más preciso del impacto de una empresa en la sociedad y el medio ambiente.

En general, el Fundsmith Sustainable Equity Fund tiene una rentabilidad similar a la del MSCI World en los ámbitos de «Conocimiento» y «Medioambiente», pero una rentabilidad significativamente superior en el ámbito de «Salud», principalmente debido a nuestra mayor exposición a empresas del sector sanitario.

El Fondo tiene una rentabilidad ligeramente inferior a la del índice en la categoría «Sociedad», debido en gran medida a la rentabilidad inferior de la subcategoría de infraestructuras sociales. Los principales temas considerados en las infraestructuras sociales son la energía, el transporte, el agua y el saneamiento, y las infraestructuras industriales, áreas en las que no invertimos. El resultado es que la contribución positiva de nuestras empresas a estas áreas es inferior a la del MSCI World, no porque las empresas en las que invertimos tengan un mayor impacto negativo.

En general, el Fundsmith Sustainable Equity Fund tiene un índice de impacto neto del 22 %, en comparación con el 10 % del S&P 500 y el 7 % del MSCI World, con las siguientes puntuaciones divididas por categoría:

Relación de impacto neto



Fuente: Datos de Upright

Las empresas que participan en el Fundsmith Sustainable Equity Fund también siguen demostrando su compromiso con la reducción de su contribución al cambio climático. A finales de 2025, las empresas responsables del 94 % de las emisiones del Fondo ya habían establecido objetivos de reducción de emisiones alineados con el 1,5 °C en virtud de la iniciativa Science Based Targets (SBTi), y un 4 % más de las emisiones del Fondo están en proceso de hacerlo. Además, el 80 % de la cartera por peso tenía objetivos climáticos aprobados por la SBTi, en comparación con el 21 % de los MSCI All Country World Index¹ y el 88 % de las emisiones del Fondo estaban cubiertas por un objetivo a nivel de empresa de

alcanzar las cero emisiones netas¹ para al menos 2050.

La tercera parte de nuestra estrategia se centra en la valoración. El rendimiento medio ponderado del flujo de caja libre (FCF), entendido como el flujo de caja libre generado en relación con el valor de mercado de la cartera, se situaba en el 3,2 % a comienzos de 2025 y cerró el ejercicio en el 3,6 %. A cierre de año, el FCF yield del S&P 500 fue del 2,8 %, mientras que el del MSCI World se situó en el 3,1 %. Las acciones de nuestra cartera se han abaratado de forma notable en relación con el S&P, ya que el flujo de caja libre de muchas de las grandes compañías que hoy dominan el índice se ha reducido o incluso ha desaparecido frente al enorme gasto de capital destinado a la IA.

Nuestra cartera está formada por empresas que, desde un punto de vista fundamental, son claramente superiores a la media del S&P 500, y ya hemos explicado en el pasado que no resulta sorprendente que coticen con valoraciones superiores a la media del índice. Esto, por sí solo, no implica necesariamente que las acciones sean caras, del mismo modo que una valoración baja no convierte automáticamente a una acción en barata, pero en la actualidad cotizan con un descuento significativo frente al S&P.

Al mismo tiempo, ello plantea una preocupación evidente sobre la evolución futura del mercado. Pasando al cuarto pilar de nuestra estrategia, que resumimos como «no hacer nada», minimizar la rotación de la cartera sigue siendo uno de nuestros objetivos, y nuevamente se ha cumplido, con una rotación del 18,3 % durante el periodo. Quizá resulte más útil saber que, a lo largo del año, destinamos en total solo el 0,02 % (dos puntos básicos) del valor medio del Fondo a operaciones voluntarias, lo que excluye los costes de negociación asociados a suscripciones y reembolsos, ya que estos no son voluntarios. Vendimos una compañía, adquirimos tres y recibimos una participación en Magnum Ice Cream, que se escindió de Unilever. Al igual que el año pasado, esto puede parecer un número elevado de movimientos para una tasa de rotación tan baja, ya que en algunos casos el tamaño de las posiciones vendidas o adquiridas fue pequeño. Hemos mantenido catorce de las 27 empresas de la cartera desde su creación en 2021.

¿Por qué es tan importante? Ayuda a minimizar los costes y minimizar los costes de inversión es una contribución vital para lograr un resultado satisfactorio como inversor. Con demasiada frecuencia, los inversores, los comentaristas y los asesores se centran, o en algunos casos se obsesionan con, la Comisión Anual de Gestión («CGA») o la Cifra de Gastos Corrientes («CCO»), que incluye algunos costes por encima de la CGA, que se cargan al Fondo. El OCF para 2025 para la Clase T

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

Las acciones de capitalización fueron del 1,12 % (acciones de Clase I del 0,97 %). El problema es que la CCO no incluye un elemento importante de costes: los costes de negociación. Cuando un gestor de fondos negocia comprando o vendiendo, el fondo suele incurrir en el coste de la comisión pagada a un corredor, en el diferencial de oferta y oferta de las acciones negociadas y, en algunos casos, en impuestos sobre transacciones como el derecho de sello en el Reino Unido. Esto puede aumentar significativamente los costes de un fondo, pero no está incluido en el OCF.

Proporcionamos nuestra propia versión de este coste total, incluidos los costes de negociación, que hemos denominado Coste Total de Inversión («CIT»). El TCI para la Clase T en 2025 ascendió al 1,19 % (1,04 % para la Clase I), incluyendo todos los costes de negociación asociados a los flujos de entrada y salida del fondo, no solo las operaciones voluntarias. Nos satisface que el TCI supere al OCF en tan solo 0,07 %, es decir, siete puntos básicos, una vez considerados los costes de transacción. Sin embargo, volvemos a tener cuidado de no obsesionarnos con los cargos hasta tal punto que pierda el enfoque en la rentabilidad de los fondos. Cabe señalar que la rentabilidad de nuestro Fondo que se presenta al principio de esta carta es después de cobrar todas las comisiones, lo que sin duda debería ser el objetivo principal.

Vendimos nuestra participación en Mastercard y comenzamos a adquirir participaciones en EssilorLuxottica, Intuit y Wolters Kluwer a lo largo del año.

Redujimos la exposición del Fondo a los procesadores de pagos vendiendo nuestra participación en Mastercard antes de las propuestas de la administración Trump para limitar las tasas de préstamo de tarjetas de crédito.

EssilorLuxottica surgió de la fusión de empresas francesas e italianas que dominan el mercado de gafas, tanto monturas como lentes. El negocio cuenta con un viento de cola procedente de las personas que aún no tienen acceso a corrección visual. Además, presenta innovaciones relevantes, como las lentes Stellest, que ayudan a frenar la progresión de la miopía infantil y, por supuesto, las gafas Meta AI.

Anteriormente habíamos vendido nuestra posición en Intuit tras la adquisición de Mailchimp en 2021, al considerar que Mailchimp quedaba fuera de su círculo de competencia y que el precio pagado fue aproximadamente tres veces el adecuado, algo que se intentó justificar señalando que la mitad de la contraprestación se abonó en acciones de Intuit. Lo que esto implicaba para su

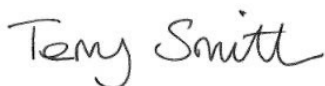
valoración nos parecía evidente. Durante un tiempo, la euforia en torno a la IA impulsó la cotización tras nuestra salida, pero más recientemente el pobre desempeño de la adquisición de Mailchimp se ha hecho patente y se ha reflejado en el precio de la acción. Hemos comenzado a reconstruir una posición con la esperanza de que la dirección haya aprendido de ese episodio.

Wolters Kluwer es líder en publicaciones técnicas dirigidas a profesionales de los ámbitos de la salud, la fiscalidad, la contabilidad, el riesgo y cumplimiento normativo, y el derecho. Se llegó a considerar una víctima de la disrupción de la IA, una percepción tan cuestionable como la idea, hoy desacreditada, de que Adobe o Intuit eran grandes beneficiarias de la IA. Esta visión ha llevado su PER a menos de 19 veces beneficios, pese a que sigue creciendo en torno al 5 % anual, con un ROIC del 18 % y un ROE cercano al 50 %.

Nuestra intención es seguir manteniendo una cartera de buenos negocios con la expectativa de que sus sólidos retornos fundamentales se traduzcan, a largo plazo, en una evolución superior de la cotización y del fondo, y de que, entretanto, el fondo demuestre una resistencia relativa frente a posibles perturbaciones si se deshacen las actuales condiciones extraordinarias del mercado, o cuando eso ocurra.

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

Un cordial saludo,



Terry Smith,
CEO
Fundsmith LLP

Descargo de responsabilidad: Hay disponible un documento de datos fundamentales y un folleto en inglés para Fundsmith SICAV - Fundsmith Sustainable Equity Fund en la web de Fundsmith o bajo previa solicitud, y los inversores deberían consultar estos documentos antes de comprar acciones del fondo. Las rentabilidades pasadas no garantizan necesariamente rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y los ingresos derivados de las mismas pueden tanto aumentar como disminuir y verse afectados por los cambios en los tipos de cambio, y es posible que no recupere el importe de su inversión original. Fundsmith LLP no ofrece asesoramiento de inversión ni hace recomendaciones sobre la idoneidad de su producto. Este documento es transmitido por Fundsmith LLP, que está autorizado y regulado por la Autoridad de Conducta Financiera.

FundRock Management Company S.A. es una sociedad gestora de organismos

de inversión colectiva en valores mobiliarios («OICVM») en el sentido de la Directiva sobre OICVM, y está autorizada a ofrecer acciones de la SICAV de Fundsmith a inversores transfronterizos.

Fundsmith SICAV - Fundsmith Sustainable Equity Fund, que es el objeto de este documento, no hace referencia a un plan de inversión colectiva autorizado en virtud del artículo 286 de la Ley de Valores y Futuros (Securities and Futures Act, «SFA»)), capítulo 289, de Singapur, ni reconocido en virtud del artículo 287 de la SFA. El presente documento no se ha registrado como folleto ante la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore, «MAS»). En consecuencia, este documento y cualquier otro documento o material relacionado con la oferta o la venta, o con una invitación a suscribir o adquirir participaciones del Fondo no podrán circularse ni distribuirse, ni podrán ofrecerse o venderse participaciones, ni ser objeto de una invitación a suscribir o adquirirlas, ya sea directa o indirectamente, a personas en Singapur, salvo a un inversor institucional conforme al artículo 304 de la SFA, o a una persona relevante de conformidad con el artículo 305(1) de la SFA o a cualquier persona de conformidad con el artículo 305(2) de la SFA, siempre que dicha distribución se realice de acuerdo con las condiciones especificadas en el artículo 305 de la SFA, o en cualquier otro caso, de conformidad con lo dispuesto y sujeto a las condiciones de cualquier otra disposición aplicable de la SFA. En particular, para los fondos de inversión no autorizados o reconocidos por la MAS, las participaciones en dichos fondos no se pueden ofrecer al público minorista. Este documento y cualquier otro documento o material emitido en relación con la oferta o venta no son un folleto como se define en la SFA. En consecuencia, no se aplica la responsabilidad legal en virtud de la SFA en relación con el contenido de los folletos, y los inversores deben considerar cuidadosamente si la inversión es adecuada para ellos. En particular, para los fondos de inversión no autorizados o reconocidos por la MAS, las participaciones en dichos fondos no se pueden ofrecer al público minorista. Este documento y cualquier otro documento o material emitido en relación con la oferta o venta no son un folleto como se define en la SFA. En consecuencia, no se aplica la responsabilidad legal en virtud de la SFA en relación con el contenido de los folletos, y los inversores deben considerar cuidadosamente si la inversión es adecuada para ellos.

Las opiniones y los puntos de vista expresados en el presente documento son los de Fundsmith a la fecha del mismo, y están sujetos a cambios según las condiciones de mercado y económicas vigentes, y no serán actualizados ni complementados.

Fuentes: Fundsmith LLP, Bloomberg y FE Analytics, a menos que se indique lo contrario. Los datos se refieren al 31 de diciembre de 2025, salvo que se indique lo contrario.

La rotación de la cartera es una medida de la actividad comercial del fondo, y se ha calculado tomando el total de compras y ventas de acciones menos el total de creaciones y liquidaciones dividido por el valor neto medio del fondo.

Los ratios PER y los rendimientos de flujo de caja libre se calculan en virtud de los últimos doce meses y con referencia al 31 de diciembre de 2025, salvo que se indique lo contrario. El cambio porcentual no se calcula si el periodo TTM (últimos doce meses) contiene una pérdida neta.

MSCI World Index es un índice mundial desarrollado de renta variable mundial de todos los sectores y, como tal, constituye una comparación justa teniendo en cuenta el objetivo y la política de inversión del fondo.

Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ Yr Bond Index muestra lo que podría haber

ganado si hubiera invertido en deuda pública.

El tipo de interés en € muestra lo que podría haber ganado si hubiera invertido en efectivo.

MSCI World Index es propiedad exclusiva de MSCI Inc. MSCI no ofrece garantías ni declaraciones explícitas o implícitas, ni asume ninguna responsabilidad en relación con los datos de MSCI contenidos en este documento. Los datos de MSCI no podrán redistribuirse ulteriormente ni utilizarse como base para otros índices, valores ni productos finales. El presente informe no ha sido aprobado, revisado ni elaborado por MSCI. El Global Industry Classification Standard (GICS) ha sido desarrollado por y es propiedad exclusiva de MSCI y Standard & Poor's, y «GICS®» es una marca de servicio de MSCI y Standard & Poor's.