

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 Equity Fund - un comparto della Sicav Fundsmith ("Fondo" o "Sicav") e vari comparatori. Si prega di notare le diverse date di inizio per le varie classi di azioni, riportate di seguito.

% rendimento totale	Dal 1° gennaio al 31 dicembre 2025	Dalla data di lancio al 31 dicembre 2025		Indice di Sortin o ⁵
		Cumulativo	Annualizzato	
Fundsmith Equity Fund EUR T Class ¹	-4,5	+513,1	+13,6	0,74
MSCI World Index EUR ²	+6,8	+468,8	+13,1	0,68
Obbligazioni europee ³	-3,8	+51,8	+3,0	
Liquidità ⁴	+2,2	+7,8	+0,5	
Fundsmith Equity Fund CHF I Class ¹	-5,5	+312,2	+10,9	
MSCI World Index CHF ²	+6,3	+310,6	+10,8	
Fundsmith Equity Fund USD I Class ¹	+7,9	+308,2	+11,6	
MSCI World Index USD ²	+21,1	+286,7	+11,1	
Fundsmith Equity Fund GBP I Class ¹	+0,6	+327,2	+13,2	
MSCI World Index GBP ²	+12,8	+309,8	+12,8	

¹ Azioni ad accumulazione, al netto delle commissioni, con prezzo alle 13:00 CET, date di lancio, **EUR T**: 2.11.11, **CHF I**: 5.4.12, **USD I**: 13.3.13,

GBP I: 15.4.14, fonte: Bloomberg. NB Prima di marzo 2019 la performance si riferisce a Fundsmith Equity Fund Feeder

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 dal 2.11.11 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 (l'Indice") è pertanto simile per ogni classe di azioni. Nel 2025 il Fondo ha sottoperformato rispetto a questo comparatore, ma una prospettiva a lungo termine può essere utile e sicuramente più coerente con i nostri obiettivi e la nostra strategia di investimento. Sin dalla data di lancio, le classi di azioni indicate nella tabella hanno registrato performance superiori. Le azioni ad accumulazione di classe T hanno reso lo 0,5% annuo in più rispetto all'MSCI World Index dalla data di lancio e lo hanno fatto con una volatilità dei prezzi al ribasso di molto inferiore, come evidenziato dall'indice di Sortino di 0,74 rispetto allo 0,68 dell'Indice. Ciò significa semplicemente che il Fondo ha reso circa il 9% in più rispetto all'Indice per ogni unità di volatilità dei prezzi, di cui in seguito.

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.

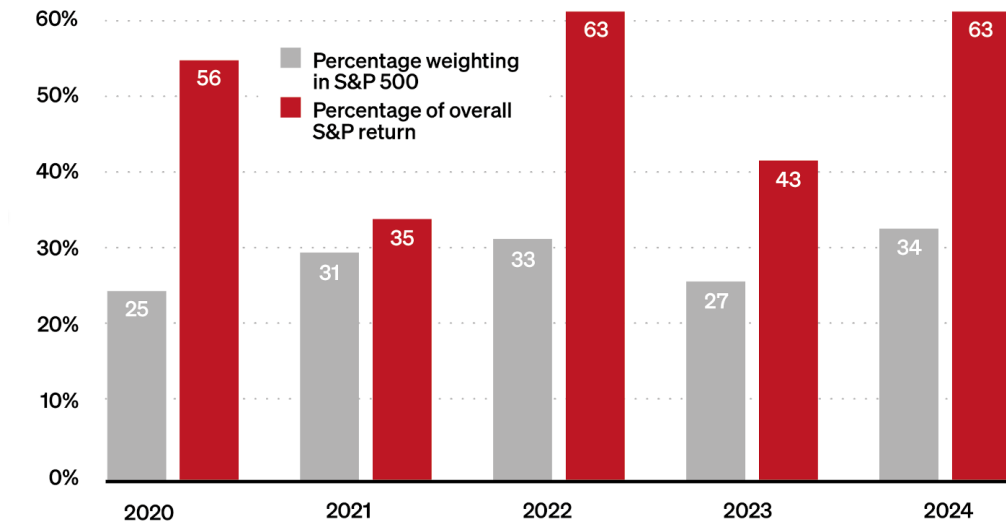
Prima di passare alle ragioni della performance, dovrei spiegare che, contrariamente a quanto suggerito da alcuni commentatori, non cerco di "incolpare" nessuno o nulla per la performance relativa del nostro Fondo. Ciò che cerco di fare è spiegarlo in modo che i nostri investitori abbiano una chiara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

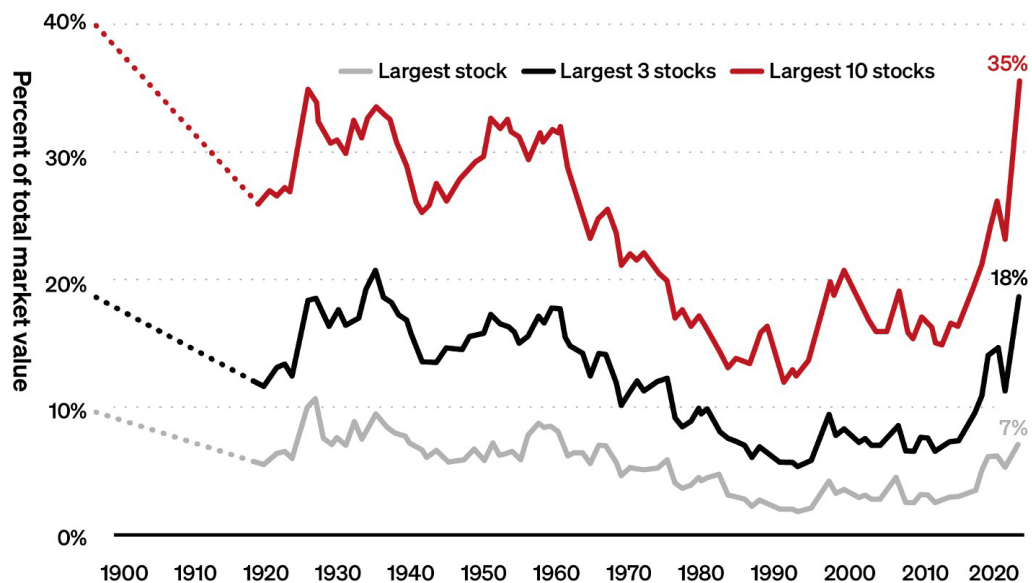


Fonte: Annuario dei rendimenti degli investimenti di UBS Global 2025

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

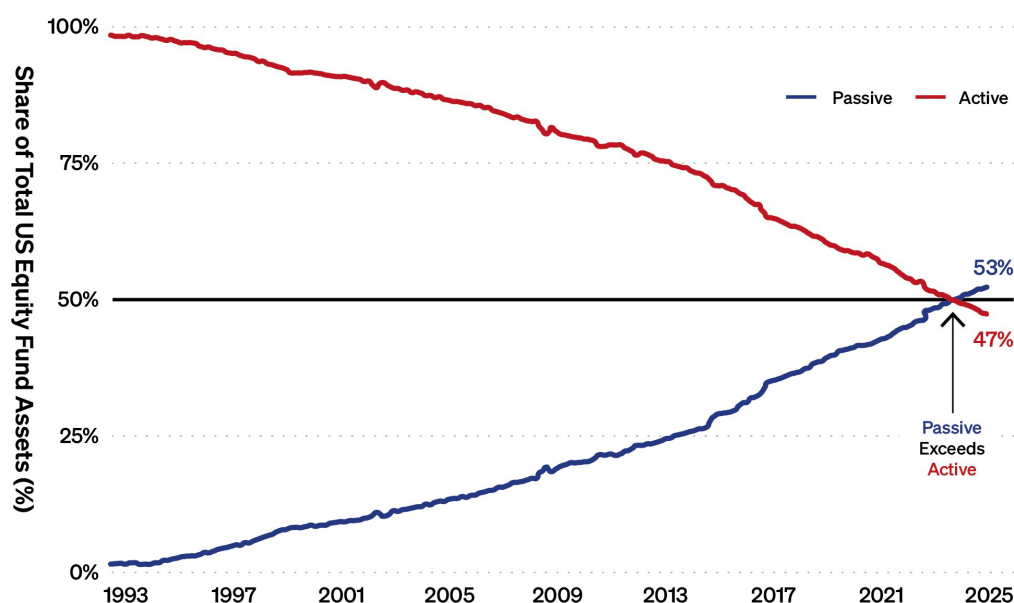
Questo secondo grafico mostra che l'ultima volta che il valore di mercato USA era così concentrato è stato nel 1930. Poi cosa successe? Ci è voluto fino al 1954 perché l'indice S&P ritornasse ai massimi del 1930. Malgrado questo sia oggi considerato preistorico dalla maggior parte degli investitori, è opportuno ricordare che l'S&P (non il NASDAQ) non è tornato ai suoi massimi del 2000 fino al 2007 e che scese subito di nuovo 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 senza detenere la maggior parte di questi titoli nelle loro ponderazioni di mercato, e noi non lo faremmo anche se fossimo convinti, e non lo siamo, che fossero tutte buone società come quelle che selezioniamo per i nostri investimenti. 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 attività dei fondi azionari statunitensi 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 Equity Fund, che hanno un gestore del fondo che prende 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 Equity Fund 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 tre titoli: Alphabet, Meta 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 per 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 Equity Fund 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.

Tale affermazione trova riscontri storici, 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 perché in Giappone la contabilità seguiva 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 sulla base di valutazioni azionarie in aumento, 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 di alcune delle principali aziende di IA hanno una visione chiara del futuro e possono prevedere che l'IA non produrrà solo una trasformazione nelle nostre vite e nel nostro modo di lavorare, ma anche cash flow incrementali in modo tale 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 raggiunto 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	-3,1
Automatic Data Processing	-1,0
Church & Dwight	-1,0
Stryker	-0,9
Procter & Gamble	-0,9

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 dolorosamente resi conto 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.

ADP, in qualità di fornitore di software per gestione paghe e risorse umane, ha risentito della debolezza del mercato del lavoro USA. Alla luce delle prospettive per questo mercato chiave, speriamo, con un po' di nervosismo, che le indicazioni fornite dal management sui ricavi futuri siano prudenti. Non perché noi facciamo affidamento su di loro, ma perché lo fa il mercato.

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.

Stryker, l'azienda di attrezzature e dispositivi medici che è un pilastro del nostro portafoglio, ha segnato una performance del prezzo delle azioni deludente, nonostante un anno di crescita del 10%

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	+2,4
IDEXX	+1,9
Philip Morris	+1,2
Meta Platforms	+0,6
L'Oréal	+0,5

Fonte: State Street

Alphabet fa la sua prima comparsa.

IDEXX, azienda di attrezzature diagnostiche veterinarie, fa la sua settima comparsa, essendosi risolledata dalla sua posizione di contributo negativo lo scorso anno, quando stava risentendo di un calo della tendenza ad adottare un pet nell'era del Covid.

Philip Morris fa la sua quarta comparsa, continuando a evidenziare i vantaggi del suo passaggio industriale ai prodotti a rischio ridotto ("RRP"), come i prodotti a base di tabacco riscaldato non bruciato e la produzione di sacchetti di nicotina.

Meta fa la sua quarta comparsa in questo elenco dei principali contributi positivi, mentre L'Oréal compare per la terza volta e beneficia della ripresa del mercato cinese, sovraperformando la categoria beauty in termini di performance di vendita, come di consueto.

Noi continuiamo ad applicare una semplice strategia di investimento in tre passaggi:

- Acquistare società di qualità
- 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 sarebbe il Fundsmith Equity Fund 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 Equity Fund Feeder/SICAV Portfolio								S&P 500	FTSE 100
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025	2025
ROCE	29%	29%	25%	28%	32%	32%	31%	31%	17%	17%
Margine lordo	65%	66%	65%	63%	63%	63%	64%	62%	45%	43%
Margine operativo	28%	27%	23%	26%	27%	29%	30%	28%	18%	17%
Conversione in contanti	95%	97%	101%	96%	88%	91%	86%	94%	89%	99%
Copertura interessi	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	29x	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 investe il Fundsmith Equity Fund Feeder/Sicav 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 2018-2019 si basano sui conti dell'ultimo anno fiscale comunicati al 31 dicembre e per il 2020-25, 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 16%.

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 1919. Nell'insieme, hanno più di un secolo.

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, Microsoft e Meta. 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:

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 una bolla negli investimenti in IA, spesso sembrano 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 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 3,1% 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 continuano ad essere 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 terza fase della nostra strategia, che descriviamo in breve come "Non fare nulla", la riduzione al minimo del turnover di portafoglio rimane uno dei nostri obiettivi, obiettivo che abbiamo di nuovo raggiunto con un turnover di portafoglio del 12,3% nel periodo. È forse più utile sapere che nel corso dell'anno abbiamo speso in totale solo lo 0,008% (appena al di sotto di un punto base) del valore medio del Fondo in negoziazioni volontarie (che escludono i costi di negoziazione associati alle sottoscrizioni e ai riscatti, poiché questi sono involontari). Abbiamo venduto due società, ne abbiamo comprate quattro 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. Dalla data di lancio nel 2010, deteniamo sei delle 29 società in portafoglio, dieci da oltre dieci anni e 16 da più di cinque anni.

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 le azioni ad accumulazione di Classe T è stato pari all'1,04% (azioni di Classe I 0,94%). 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'1,10% (azioni di Classe I 0,96%), inclusi tutti i costi di negoziazione per i flussi in entrata e in uscita dal Fondo, non solo la nostra negoziazione su base volontaria. Siamo lieti che il nostro TCI sia appena dello 0,02% (2 punti base) sopra al 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 le nostre quote in Brown-Forman e PepsiCo e iniziato ad acquistare quote in Zoetis, EssilorLuxottica, Intuit e Wolters Kluwer.

Ci sembra che il settore degli snack di Brown-Forman e PepsiCo risenta direttamente dell'impatto della riduzione dell'appetito, legata ai farmaci per la perdita di peso. Che il nostro investimento in Novo Nordisk alla fine vada o meno bene, crediamo che i farmaci per la perdita di peso e il loro impatto siano destinati a durare. Inoltre, il settore delle bevande alcoliche si trova a dover affrontare gli effetti delle abitudini di consumo (mancanza) della Generazione Z e della legalizzazione della cannabis.

Zoetis è la principale azienda farmaceutica veterinaria. Oltre a sfruttare la crescita a lungo termine della spesa sanitaria per la cura dei pet, ha il vantaggio che i farmaci più venduti per miliardi di dollari non esistono nel settore veterinario e dunque risentono meno la concorrenza dei farmaci generici. Il prezzo dell'azione di Zoetis ha risentito di un periodo critico legato ai timori degli effetti collaterali associati al Librela, il suo farmaco per il dolore cronico causato dall'osteoartrite (il mio lurcher ne soffre). La nostra veterinaria mi dice che lo prescrive ancora perché i benefici superano i potenziali effetti collaterali.

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 beneficiati 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 del Fundsmith Equity Fund (Sicav) sono disponibili sul sito web di Fundsmith o su richiesta; 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 Equity Fund (Sicav), oggetto del presente documento, non si riferisce a un organismo di investimento collettivo autorizzato ai sensi della sezione 286 del Securities and Futures Act, capitolo 289 di Singapore (l'"SFA") o riconosciuto ai sensi della sezione 287 dell'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, alla vendita, o all'invito alla sottoscrizione o all'acquisto di quote del Fondo non possono essere diffusi o distribuiti, né le quote possono essere offerte o vendute, o essere oggetto di un invito alla sottoscrizione o all'acquisto, direttamente o indirettamente, a soggetti a 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 è 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.

Il turnover del portafoglio è una misura dell'attività di negoziazione del fondo ed è stato calcolato 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.