

Gennaio 2025

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 2024	Dalla data di lancio al 31 dicembre 2024		Indice di Sortino ⁵
		Cumulativo	Annualizzato	
Fundsmith Equity Fund EUR T Class ¹	+13,6	+541,8	+15,2	0,79
MSCI World Index EUR ²	+26,6	+432,7	+13,5	0,65
Obbligazioni europee ³	+0,3	+57,8	+3,5	
Liquidità ⁴	+3,7	+5,5	+0,4	
Fundsmith Equity Fund CHF I Class ¹	+15,7	+336,1	+12,2	
MSCI World Index CHF ²	+29,0	+284,9	+11,2	
Fundsmith Equity Fund USD I Class ¹	+6,9	+278,1	+11,9	
MSCI World Index USD ²	+18,7	+219,3	+10,3	
Fundsmith Equity Fund GBP I Class ¹	+8,7	+324,6	+14,4	
MSCI World Index GBP ²	+20,8	+263,5	+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 Bloomberg/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr., fonte: Bloomberg

⁴ € Tasso di interesse, fonte: Bloomberg

⁵ Indice di Sortino dalla data di lancio dal 2.11.11 al 31.12.24, 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 2024 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 decisamente superiori. Le azioni ad accumulazione di classe T hanno reso circa l'1,7% 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 0,79 rispetto allo 0,65 dell'Indice. Ciò significa semplicemente che il Fondo ha reso circa il 22%, $((0,79 \div 0,65) - 1) \times 100$, in più rispetto all'Indice per ogni unità di volatilità dei prezzi.

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 2024 è stato più impegnativo del solito. Solo cinque titoli (i "Fab Five"?) Nvidia, Apple, Meta, Microsoft e Amazon hanno offerto il 45% dei rendimenti dell'indice S&P 500 ("S&P 500") nel 2024. In linea con la concentrazione dei rendimenti forniti dai cosiddetti Magnifici Sette nel 2023. Inoltre, un singolo titolo, Nvidia, ha realizzato oltre il 20% dei rendimenti dell'S&P 500 nel 2024.

Questa concentrazione di rendimenti in poche aziende tecnologiche non è un fenomeno solamente USA. In Germania, il 41% del rendimento dell'indice DAX è stato generato da un singolo titolo, SAP, società di software il cui prezzo azionario è salito del 69%, per cui ora viene negoziato a 97 volte gli utili.

Il nostro Fondo detiene alcuni di questi titoli, ma non tutti, ed è stato difficile ottenere performance perfino in linea con l'Indice, a meno che non li avessimo detenuti in quantità almeno equivalenti alla rispettiva ponderazione dell'indice. Non intendo descrivere il motivo per cui non li deteniamo tutti, ma fornirò ulteriori dettagli sul punto nel seguito di questa lettera.

Per quanto riguarda il contributo delle singole azioni alla performance, preferisco partire dai problemi. I cinque principali fattori che hanno penalizzato la performance del Fondo nel 2024 sono stati:

Azioni	Attribuzione
L'Oréal	-1,6%
IDEXX	-1,1%
Nike	-0,7%
Brown-Forman	-0,7%
LVMH	-0,5%

Fonte: Northern Trust

L'Oréal e LVMH sono state entrambe influenzate negativamente dagli eventi in Cina, dove l'economia si sta dibattendo sotto il peso di un settore immobiliare residenziale moribondo e dei problemi di credito associati. In nessun caso tali circostanze mutano la nostra opinione che queste siano attività fondamentalmente molto buone. Inoltre, la buona notizia riguardo ai settori di attività con performance scadenti è che hanno meno importanza. La Cina è stata il paese/regione più grande al mondo per le vendite di beni di lusso, ma le recenti performance l'hanno fatta retrocedere dietro l'America e forse persino l'Europa, e dunque potrebbe diminuire nel tempo l'impatto dei suoi problemi.

IDEXX, che realizza attrezzature e forniture per test diagnostici veterinari, risente di un calo delle visite veterinarie, dopo la corsa all'adozione di animali domestici avutasi durante la pandemia. Come leader del settore in un'area con reali prospettive di crescita a lungo termine e un titolo in cui avremmo probabilmente difficoltà a riacquistare la nostra posizione se lo vendessimo, intendiamo continuare a detenere IDEXX, cercando di sorridere per alleviare il dolore della sottoperformance.

Nike è un titolo che abbiamo acquistato in seguito al calo del prezzo delle azioni durante la pandemia, quando gli analisti sembravano convinti che si sarebbero comprate molte meno scarpe da ginnastica. Di fatto, Nike aveva compiuto grandi passi in avanti nel marketing e fulfillment online. Ciò di cui non ci eravamo resi conto era che il management di allora avrebbe trasformato questo successo in un problema ignorando il tradizionale canale di vendita al dettaglio, che si è ripreso con il superamento della pandemia, aprendo così letteralmente la porta alla concorrenza. Ad essere onesti ci sono stati altri problemi, tra cui una crescente dipendenza dalla moda e una minore popolarità degli esercizi fisici tradizionali. Tuttavia, la buona notizia è che quest'anno vi è stato un cambio di CEO. Vediamo molti commentatori riflettere sui motivi per cui l'economia USA è andata così bene. Forse un motivo alla base di questo trend è un dito più veloce sul grilletto quando i dirigenti non ottengono risultati. In questo contesto, notiamo come le azioni di Unilever siano salite del 20% nel 2024. Ci aspettiamo sviluppi dal nuovo management di Nike che, dopo tutto, ha ereditato quella che è tuttora la quota di mercato dominante nel settore.

Brown-Forman, una delle cinque maggiori aziende di bevande al mondo e distillatrice del Jack Daniel's Tennessee Whiskey, ha risentito del calo dei consumi legato ai picchi della pandemia e probabilmente vede i primi segni dell'impatto negativo dei farmaci per la perdita di peso. Abbiamo venduto la nostra quota in Diageo durante l'anno, cosa di cui parlerò più avanti, ma mantenere Brown-Forman ci consente di conservare un punto d'appoggio in quello che è da tempo un settore con buone caratteristiche commerciali e che offre i potenziali vantaggi del controllo familiare, che può

promuovere un buon processo decisionale a lungo termine, e una maggiore propensione verso i liquori premium rispetto a Diageo, il che potrebbe aiutare a ovviare all'impatto dei farmaci per la perdita di peso ("bevi meno ma di migliore qualità"). Questa azienda è sopravvissuta al Proibizionismo, quindi speriamo che abbia letteralmente qualcosa nel DNA che l'aiuti a superare queste circostanze avverse.

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

Azioni	Attribuzione
Meta Platforms	+4,5%
Microsoft	+1,9%
Philip Morris	+1,7%
Stryker	+1,6%
ADP	+1,5%

Fonte: Northern Trust

Per Meta e Microsoft ripeterò semplicemente il mio commento della lettera dell'anno scorso, sebbene con alcuni aggiornamenti:

La performance di Meta Platforms (ex Facebook) mi porta a chiedermi se dovrei avere un fondo che ogni anno investe solo in un'azione del nostro portafoglio per la quale abbiamo ricevuto i commenti più critici. Meta compare per la *terza* volta nell'elenco dei principali contributi positivi, mentre Microsoft vi compare per la *nona* volta dopo essere stati oggetto di forti critiche, allorché nel 2011 iniziammo a comprare azioni a 25 dollari circa (prezzo fine anno 2023: 376 dollari). Il prezzo a fine anno 2024 era 422 dollari.

Philip Morris fa la sua 3^a comparsa, e continua a evidenziare i vantaggi del suo passaggio industriale ai prodotti a rischio ridotto ("RRP"), come i prodotti a base di tabacco riscaldato, e l'acquisizione di Swedish Match con la sua produzione di cerotti alla nicotina. Talvolta è possibile desumere la giustizia degli eventi sulla base dei soggetti che vi si oppongono. I governi e le organizzazioni sanitarie disfunzionali che hanno preso posizione contro questi RRP, che si stanno rivelando un aiuto inestimabile nella riduzione dei rischi per i fumatori, sono un altro indicatore che Philip Morris è sulla strada giusta.

Stryker, che sta facendo la sua 5^a comparsa, sta beneficiando del lavoro sul backlog di procedure chirurgiche elettive accumulate durante la pandemia.

ADP, che fa la sua 2^a comparsa, continua con le sue performance metronomiche. Raramente si rivelano un fattore decisivo in termini di performance, ma nemmeno deludono, e ciò lo rende un buon

titolo per la nostra strategia.

Considerato il numero di ripetute apparizioni nell'elenco dei nostri cinque principali contributi positivi, sono tentato di ripetere uno dei nostri mantra: "Si guadagna con i vecchi amici". Tuttavia, due di questi vecchi amici che hanno ripetutamente offerto un contributo positivo, quest'anno si sono invece rivelati negativi, e sono L'Oréal e IDEXX. Tuttavia, se non altro considererei questo come un intoppo nel loro record a lungo termine e dunque intendiamo (perlopiù) attendere pazientemente un ritorno in positivo. A nostro avviso, questi titoli sono semplicemente troppo buoni per essere venduti e rischiano di diventare inaccessibili quando il mercato si riprenderà.

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

- Acquistare società di elevata 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 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
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024	2024
ROCE	28%	29%	29%	25%	28%	32%	32%	31%	16%	17%
Margine lordo	63%	65%	66%	65%	63%	63%	63%	64%	45%	42%
Margine operativo	26%	28%	27%	23%	26%	27%	29%	30%	16%	15%
Conversione in cash	102%	95%	97%	101%	96%	88%	91%	86%	85%	90%
Copertura interessi	17x	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	9x	9x

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 2017-2019 si basano sui conti dell'ultimo anno fiscale comunicati al 31 dicembre e per il 2020-24, dodici mesi consecutivi e come definiti da Bloomberg.

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

Nel 2024 le società in portafoglio hanno registrato margini di profitto operativo più elevati rispetto al passato. I margini lordi e il rendimento del capitale sono rimasti costanti. È importante notare

This fund is authorised in Luxembourg and regulated by the *Commission de Surveillance du Secteur Financier*.

che tutte le metriche citate rimangono significativamente migliori rispetto alle società presenti negli indici principali (che includono le nostre società). Inoltre, se si detengono azioni di società in un periodo di inflazione, è meglio possedere quelle con rendimenti e margini lordi elevati.

Un indicatore che valutiamo quando cerchiamo aziende in cui investire è un rendimento del capitale stabilmente elevato. 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 tassi elevati. A questo riguardo, come sono andate le nostre aziende nel 2024? Nel 2024 il free cash flow medio ponderato (la liquidità generata dalle aziende al netto di tutti i costi tranne i dividendi, che è la nostra misura preferenziale) è cresciuto del 15%.

L'unico parametro che continua a rimanere indietro rispetto alla sua performance storica è la conversione in cash, ovvero il grado al quale i profitti vengono convertiti in liquidità. Sebbene nel 2023 tale parametro si sia attestato al 91%, è ancora al di sotto del suo livello storico di circa il 100% e nel 2024 è sceso nuovamente all'86%. Ciò è dovuto a un forte aumento degli investimenti di un piccolo gruppo di aziende: Alphabet, Microsoft, Meta e Novo Nordisk. Novo si sta affrettando ad ampliare la capacità produttiva volta ad assicurare una quantità sufficiente del suo farmaco per la perdita di peso Wegovy e ha chiuso l'anno con un investimento di 10 miliardi di euro per l'acquisizione di tre siti produttivi. Le aziende tecnologiche sono impegnate a creare capacità di intelligenza artificiale ("IA") sotto forma di chip GPU e centri elaborazione dati. Se questa "corsa alle armi" generi profitti e rendimenti adeguati rispetto al capitale allocato rimane una questione aperta su cui tornerò più tardi. Almeno Novo sta costruendo impianti per produrre un farmaco per il quale vi è una domanda e redditività consolidata e su cui attualmente ha un vantaggio sulla concorrenza.

Il 1920 è l'anno medio di fondazione delle società che abbiamo in portafoglio. Nell'insieme, hanno più di un secolo.

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 2024 è stato del 3% e ha chiuso l'anno al 3,1%. Il FCF yield medio a fine anno nell'indice S&P 500 è stato del 3,7%.

Il nostro portafoglio è composto da società che sono fondamentalmente superiori rispetto alla media di quelle presenti nell'indice S&P 500, dunque non sorprende che siano valutate più della media delle società dell'indice. Di per sé, ciò non rende necessariamente più costose le azioni, non più di quanto un rating basso renda conveniente un titolo. Tuttavia, prevediamo che questa

disparità di valutazione sarà in parte eliminata nel 2025 se, come ci aspettiamo, la conversione in cash delle nostre società in portafoglio migliorerà.

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, che abbiamo di nuovo raggiunto con un turnover di portafoglio di -1,2% nel periodo. È forse più utile sapere che nel corso dell'anno abbiamo speso in totale solo lo 0,004% (meno della metà di un punto base) del valore medio del Fondo in negoziazioni volontarie (che escludono i costi di negoziazione associati alle sottoscrizioni e ai riscatti, in quanto questi sono involontari). Abbiamo venduto tre aziende e ne abbiamo acquistate due. Come lo scorso anno, questi possono sembrare parecchi nomi per quello che è un turnover moderato, poiché in alcuni casi la partecipazione venduta o acquistata era modesta. Dalla data di lancio del Fondo nel 2011, abbiamo detenuto sette delle società in portafoglio, nove per oltre dieci anni e 15 per più di cinque anni.

Perché questo è importante? Aiuta a ridurre al minimo 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 2024 per le azioni ad accumulazione di Classe T è stato pari all'1,08% (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 2024 il TCI è stato dell'1,09% (azioni di Classe I 0,95%), inclusi tutti i costi di negoziazione per i flussi in entrata e in uscita dal Fondo, inclusa la negoziazione volontaria. Siamo lieti che il nostro TCI sia appena dello 0,01% (1 punto base) superiore al nostro OCF, 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 partecipazioni in Diageo, McCormick e Apple.

Diageo, che deteniamo sin dalla data di lancio, ha avuto problemi con il nuovo management, come dimostra la mancanza di informazioni sulla sua attività in America Latina, che in quest'area ha prodotto risultati molto peggiori del settore. Inoltre, sospettiamo che l'intero settore delle bevande inizi a risentire dell'impatto negativo dei farmaci per la perdita di peso. Appare infatti probabile che i farmaci finiranno per essere utilizzati per curare l'alcolismo, visto il loro effetto sul consumo.

Abbiamo venduto McCormick perché siamo rimasti delusi dalla lenta risposta che l'azienda ha dimostrato nella sua capacità di affrontare l'inflazione dei costi di produzione, comprimendo così i propri margini, oltre ad essere esposta alla concorrenza delle proprie etichette, rafforzatasi in quanto l'inflazione ha spinto i consumatori a ridurre gli acquisti.

Abbiamo iniziato ad acquistare Apple due anni fa a circa 156 dollari per azione, quando il suo P/E era al di sotto della media dell'indice S&P 500 e la crescita dei ricavi da servizi in qualche modo ci convinse che il tanto discusso ecosistema, che lega gli utenti ai prodotti, poteva davvero esistere. Abbiamo correttamente intuito una serie di periodi di rendicontazione in cui la crescita delle vendite sarebbe stata debole e abbiamo dunque acquistato una piccola quota sperando di guadagnare una volta innescata una ripresa delle vendite. Abbiamo avuto ragione sulle performance di vendita: lo scorso anno sono cresciute solo del 2%, —ma ci siamo sbagliati riguardo al prezzo azionario, che è salito considerevolmente, posizionando le azioni su un rating di circa il 50% in più rispetto all'indice S&P 500. In questo contesto non intendevamo acquistare ulteriori azioni, che occupavano un posto nel nostro portafoglio, e dunque abbiamo ceduto la nostra quota.

Nel corso dell'anno abbiamo iniziato ad acquistare quote in Atlas Copco e Texas Instruments.

Atlas Copco è una società industriale svedese che produce compressori, attrezzature per vuoto, utensili elettrici e pneumatici e che presenta tre caratteristiche che riteniamo interessanti:

- esternalizza gran parte della produzione, il che alleggerisce gli investimenti migliorando i rendimenti;
- è altamente decentralizzata con oltre 600 entità operative che hanno una notevole autonomia nell'affrontare il rispettivo mercato locale; e

- vi è una quota di controllo detenuta dalla famiglia Wallenberg, il che dovrebbe tradursi in un efficace processo decisionale nel lungo termine, dal momento che quest'anno la società compie 151 anni di attività.

Texas Instruments è un'azienda produttrice di microprocessori analogici e integrati per un'ampia gamma di dispositivi di consumo e industriali, automobili e apparecchiature di comunicazione. La società sta investendo in vista di una probabile ripresa del ciclo dei semiconduttori, sebbene sia ora evidente come non esista un solo ciclo. La domanda di GPU di questo tipo prodotte da Nvidia, ben lungi dall'attraversare un ciclo in discesa, ha registrato una traiettoria lunare e vi sono nette differenze tra il ciclo dei chip per il settore automotive e i chip per i veicoli elettrici o i chip per altri dispositivi, nonché tra le diverse regioni. Tuttavia, Texas Instruments vanta una lunga storia di investimenti fatti ben prima della ripresa della domanda e che hanno dato buoni rendimenti. L'azienda inoltre beneficia dell'onshoring della produzione di semiconduttori per evitare i rischi geopolitici di Taiwan e Cina.

L'anno scorso ho dedicato parte di questa lettera a discutere del crescente interesse per l'intelligenza artificiale, come una delle forze trainanti dietro l'ascesa della maggior parte dei titoli delle "Magnifiche Sette", in particolare di Nvidia. Questo boom/hype (scegliete voi) è andato avanti anche nel 2024, ma alcune delle sue caratteristiche sono cambiate. Una di queste è che potrebbe essere diventato più focalizzato. Era stato visto come un fattore determinante nei prezzi delle azioni di società da noi possedute in precedenza, come Adobe e Intuit, entrambe le quali avevano macchiato il loro curriculum a nostro avviso, impegnandosi in acquisizioni o tentativi di acquisizione a prezzi troppo alti e apparentemente mal concepite. Entrambe le aziende hanno sottoperformato di molto il mercato nel 2024, con gli investitori inclini a pensare che l'IA potrebbe non essere un beneficio immediato e/o universale e potrebbe di fatto essere dannosa. Viceversa, ciò ha avuto l'effetto di focalizzare l'attenzione degli investitori su un minor numero di beneficiari immediati reali del boom dell'IA, come Nvidia.

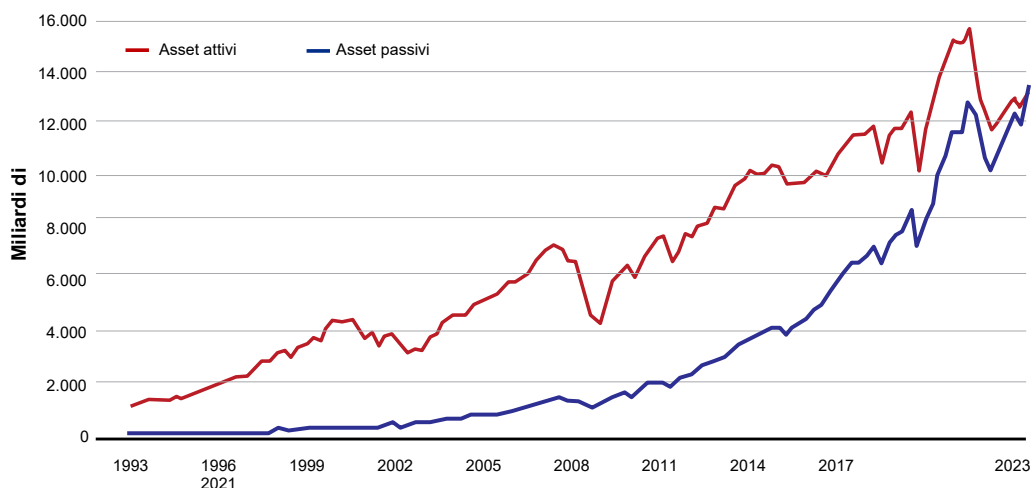
In questo periodo, i commentatori si sono spesso chiesti se il boom dell'IA fosse lo stesso dell'era Dotcom e dunque destinato ad avere una fine simile. Come risposta, sono tentato di citare Mark Twain: "La storia non si ripete, ma fa rima." Senza dubbio, l'entusiasmo per l'IA è in parte gonfiato, così come lo fu la mania delle Dotcom, ma vi sono un paio di differenze chiave:

1. L'azienda leader interessata dal boom dell'IA, Nvidia, è molto profittevole, sebbene con una storia di periodi di flessione, mentre nel boom Dotcom molta della performance del prezzo azionario era trainata da clic e visualizzazioni in assenza di

profitti o perfino ricavi. Anche società di cui si prevedeva la ripresa dopo il crollo delle Dotcom, come Amazon, non erano ancora profittevoli; e

2. La crescita dei cosiddetti fondi passivi o indicizzati.

La crescita dei fondi indicizzati



Fonte: Morningstar.

Alla fine del 2023, l'investimento passivo tramite fondi indicizzati ha superato per la prima volta l'ammontare degli asset detenuti in fondi attivi. Attualmente rappresentano più della metà degli asset in gestione ("AUM"). Tuttavia, durante il boom Dotcom, solo circa il 10% degli AUM era in fondi passivi. Come al solito, non sempre riusciamo a comprendere le etichette che a volte usiamo negli investimenti. I fondi indicizzati non sono realmente una strategia passiva. Potrebbero non esserci gestori del fondo che prendano decisioni di investimento, ma questo investimento in indici è di fatto una strategia "momentum".

La grande maggioranza dei fondi indicizzati è ponderata in base alla capitalizzazione di mercato, proprio come gli indici su cui si basano. L'entità delle partecipazioni in società del fondo indicizzato si basa sul loro valore di mercato confrontato con il valore di mercato dell'indice. Quindi, quando vi sono afflussi nei fondi indicizzati, la porzione maggiore va alle società più grandi, il contrario quando vi sono deflussi.

Il risultato è che, mentre il denaro defluisce dai fondi attivi e va a finire nei fondi indicizzati, come ha fatto finora, esso traina la performance delle società più grandi, ovvero quelle le cui azioni hanno già registrato buoni risultati, ed è in questo modo che sono diventate le società più grandi per valore di mercato.

Si tratta di un feedback loop positivo che funziona fino a quando non lo fa. Ad esempio, se si dovesse verificare una flessione economica che porti a una riduzione della spesa in tecnologia, che al momento rappresenta una quota così elevata della spesa

complessiva che non può che essere ciclica, un'area di vulnerabilità potrebbe essere la spesa per l'IA, poiché al momento non sta generando molti ricavi. Nel caso allora che le società più grandi realizzassero risultati insoddisfacenti, questo probabilmente si rifletterebbe negativamente sui loro prezzi azionari, con il risultato di trascinare in basso la performance degli indici più di quella di quei gestori attivi sottopesati in questi titoli. Ma anche se in futuro ci attende qualche scenario come questo, è difficile o impossibile prevedere con esattezza cosa lo causerà e quando potrebbe verificarsi.

Questo mi riporta all'argomento della volatilità che è stato sollevato all'inizio di questa lettera. Non siamo d'accordo sul fatto che la reale volatilità sia misurata tramite indici come l'indice di Sharpe o di Sortino, che guardano alla volatilità dei prezzi dei fondi o dei prezzi delle azioni, ma questi sono ampiamente accettati come parametro di misura. Inoltre, se è vero che gli investitori devono concentrarsi razionalmente sulla volatilità del valore fondamentale delle aziende in cui investono e accettare una maggiore volatilità dei prezzi se questo porta a rendimenti più elevati, questo è più facile a dirsi che a farsi. Un problema è che è difficile rimanere calmi e focalizzarsi sulle caratteristiche fondamentali quando la volatilità dei prezzi è nettamente in negativo. Prendiamo un titolo come Nvidia, che ha registrato una performance spettacolare negli ultimi due anni. Nel periodo 2021-2022 il prezzo delle azioni Nvidia scese di oltre due terzi. Noi o voi ci sentiremmo a nostro agio a detenere il titolo in tali circostanze e, se la risposta è no, la performance del prezzo azionario potrebbe indurci a prendere decisioni sbagliate? Abbiamo esperienza nel detenere questo tipo di azioni, come dimostra la performance di Meta, ma visto quanto possono essere difficili da detenere, forse una alla volta è sufficiente per il nostro portafoglio. Nel 2021-2022 il prezzo delle azioni di Meta crollò del 76%, ma mentre noi continuammo a detenerlo malgrado la flessione, a nostro attuale beneficio, vi sono diverse differenze chiave tra la situazione di Meta allora e di Nvidia ora:

- Meta serve circa 3,3 miliardi di consumatori e diversi milioni di inserzionisti. La domanda di Nvidia è dominata da una manciata di cosiddetti hyperscaler, che realizzano data center per la gestione di modelli linguistici di grandi dimensioni per l'IA.
- A volte la gente ci chiede se è pericoloso possedere titoli nel settore dei consumi nel mezzo di una crisi economica. A questa domanda rispondiamo sì, ma non è pericoloso quanto non essere vicini al consumatore in queste circostanze. Se pensate che le performance delle aziende nel settore dei beni di consumo siano fonte di preoccupazione in un periodo di recessione, aspettate di vedere cosa succede ai loro fornitori,

in particolare ai fornitori di beni strumentali come i macchinari industriali. Un calo del 5-10% del fatturato delle aziende di consumo può tradursi in uno stop degli ordini per alcuni fornitori. Nvidia fornisce beni strumentali (il suo server GPU di ultima generazione viene venduto a circa 3 milioni di dollari) e un forte calo della domanda da parte dei suoi clienti che offrono servizi ai consumatori sarebbe interessante da osservare a una distanza di sicurezza.

- Prima del calo del prezzo delle azioni, Meta aveva un P/E di 28x, mentre Nvidia attualmente ha un P/E di 54x.

Tutto ciò mi porta a ricordare ciò che cerchiamo di ottenere con il Fundsmith Equity Fund, ovvero realizzare un rendimento soddisfacente con un'elevata probabilità, più che la possibilità di un rendimento spettacolare che potrebbe essere incredibilmente buono o incredibilmente negativo.

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 Prospetto informativo in lingua inglese e un Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) per il Fundsmith Equity, Fund (Sicav) sono disponibili sul sito web di Fundsmith o su richiesta e gli investitori sono tenuti a consultare questi 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 SICAV Fundsmith 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 2024, salvo diversa indicazione.

Il turnover di portafoglio è una misura dell'attività di negoziazione del fondo ed è stato calcolato prendendo il totale degli acquisti e vendite di azioni meno le creazioni e le liquidazioni totali divise 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 2024, 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/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr mostra quanto avreste potuto guadagnare se aveste investito nel debito pubblico.

Il tasso d'interesse in € 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.