

LA MUZA INVERSIONES SICAV SA

Nº Registro CNMV: 425

Informe Semestral del Segundo semestre de 2025

Gestora: MUZA GESTIÓN DE
ACTIVOS, SGIIC, S.A.

Depositarario: CACEIS Bank Spain
SAU

Auditor:
PRICEWATERHOUSECOOPERS
AUDITORES, S.L

Grupo Gestora: MUZA GESTIÓN
DE ACTIVOS, SGIIC, S.A.

Grupo Depositarario: CREDIT
AGRICOLE

Rating Depositarario: Baa1

Sociedad por compartimentos: NO

Existe a disposición de los accionistas un informe completo, que contiene el detalle de la cartera de inversiones y que puede solicitarse gratuitamente en C/ CASTELLO, 128 9º PLANTA 28006 - MADRID (MADRID) , o mediante correo electrónico en info@muzagestion.com , pudiendo ser consultados en los Registros de la CNMV, y por medios telemáticos en www.muzagestion.com.

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

Dirección

C/ CASTELLO, 128 9º PLANTA 28006 - MADRID (MADRID)

Correo electrónico

info@muzagestion.com

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: inversores@cnmv.es).

INFORMACIÓN SOCIEDAD

Fecha de registro: 05-03-1999

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Tipo de sociedad: Otros

Vocación inversora: Global

Perfil de riesgo: 4, en una escala de 1 a 7

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

Descripción general

Política de inversión:

La SICAV podrá invertir hasta el 10% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora.

Se podrá invertir, de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo, pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos. No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes.

La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. Podrán incluso tomarse posiciones cortas para aprovechar una eventual tendencia bajista en algún mercado.

La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión.

Operativa en instrumentos derivados

Inversión y Cobertura para gestionar de un modo más eficaz la cartera

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método de compromiso.

Una información más detallada sobre la política de inversión de la sociedad se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación

EUR



2) Datos económicos.

	Período actual	Período anterior	2025	2024
Índice de rotación de la cartera	0,12	0,23	0,35	0,33
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	1,95	2,73	2,34	3,76

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Período actual	Período anterior
Nº de acciones en circulación	3.206.868,00	3.293.736,00
Nº de accionistas	256	237
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)	0,00	0,00

¿Distribuye dividendos? NO

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del periodo (EUR)		
		Mín	Máx	Fin de periodo
Periodo del informe	265.623	68,2421	82,8293	82,8293
2024	198.407	54,9408	64,1436	57,1843
2023	211.926	51,9315	58,2833	57,9213
2022	200.535	44,7309	55,3346	51,9330

Comisiones aplicadas en el periodo, sobre patrimonio medio

Comisión de gestión							
% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema imputación
Periodo			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,50		0,50	1,00		1,00	Patrimonio	

Comisión de depositario		
% efectivamente cobrado		Base de cálculo
Periodo	Acumulada	
0,03	0,05	Patrimonio

Nota: El periodo se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.


2.2) Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

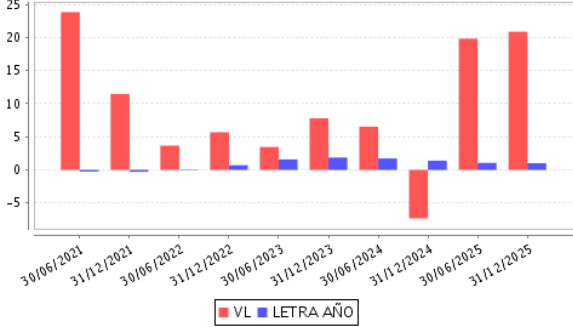
Rentabilidad (% sin anualizar)								
Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
	Ultimo Trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
44,85	10,96	8,93	11,79	7,19	-1,27	11,53	9,56	-3,08

(i) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente , en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

Gráficos evolución valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



2.3) Distribución del patrimonio al cierre del período (Importe en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	259.814	97,81	222.109	98,41
* Cartera interior	146.051	54,98	141.692	62,78
* Cartera exterior	113.032	42,55	79.867	35,39
* Intereses de la cartera de inversión	731	0,28	550	0,24
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	119	0,04	269	0,12
(+/-) RESTO	5.690	2,14	3.317	1,47
PATRIMONIO	265.623	100,00	225.696	100,00

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4) Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación período actual	Variación período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO ANTERIOR	225.696	198.407	198.407	
+/- Compra/ venta de acciones (neto)	-2,67	-5,29	-7,78	-41,87
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Rendimientos netos	19,06	18,17	37,30	20,65
(+/-) Rendimientos de gestión	19,82	18,97	38,85	20,19
+ Intereses	0,16	0,12	0,29	48,88
+ Dividendos	1,68	2,89	4,48	-33,29
+/- Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,03	-0,02	-0,06	65,46
+/- Resultados en renta variable (realizadas o no)	18,82	15,83	34,86	36,73
+/- Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Resultados en derivados (realizadas o no)	-0,79	0,17	-0,68	-633,96
+/- Resultados en IIC (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Otros resultados	-0,01	-0,02	-0,04	-30,59
+/- Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-0,76	-0,80	-1,55	9,55
- Comisión de gestión	-0,50	-0,50	-1,00	16,89
- Comisión de depositario	-0,03	-0,02	-0,05	16,89
- Gastos por servicios exteriores	-0,02	-0,02	-0,04	0,27
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	0,00	-0,01	-8,55
- Otros gastos repercutidos	-0,21	-0,25	-0,46	-4,64
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	-85,08
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	-85,08
+/- Revalorización inmuebles uso propio y result. por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO ACTUAL	265.623	225.696	265.623	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

3. Inversiones financieras

3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del período)

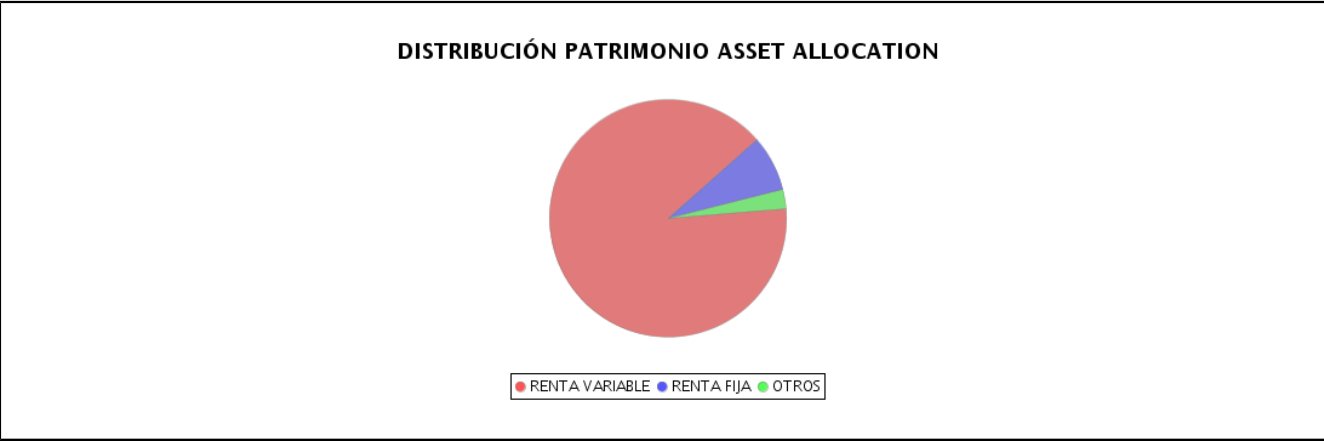
Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS		19.000	7,15	9.800	4,34
Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		1.228	0,46	1.415	0,63
RV COTIZADA		127.140	47,86	130.444	57,80
RV NO COTIZADA		33	0,01	33	0,01
RENTA FIJA COTIZADA		1.228	0,46	1.415	0,63
RENTA FIJA		20.228	7,61	11.215	4,97
RENTA VARIABLE		127.173	47,87	130.477	57,81
INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR		147.401	55,48	141.692	62,78
Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año				675	0,30
RV COTIZADA		111.316	41,90	79.192	35,11
RENTA FIJA COTIZADA				675	0,30
RENTA FIJA				675	0,30
RENTA VARIABLE		111.316	41,90	79.192	35,11
INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		111.316	41,90	79.867	35,41
INVERSIONES FINANCIERAS		258.717	97,38	221.559	98,19

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

* Para los valores negociados habrá que señalar si se negocian en Bolsa o en otro mercado oficial.

Los productos estructurados suponen un 0.00 % de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio



3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
S&P 500 INDEX	Compra de opciones "put"	70.496	Inversión
DJ STOXX 600 INDEX FUTURE	Compra de opciones "put"	25.425	Inversión
Total Otros Subyacentes		95.921	
CTA LIBRAS C/V DIVISA	Ventas al contado	487	Inversión
Total Subyacente Tipo de Cambio		487	
INDRA SISTEMAS	Emisión de opciones "call"	5.310	Inversión
Total Subyacente Renta Variable		5.310	
TOTAL DERECHOS		95.921	
TOTAL OBLIGACIONES		5.797	

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes		X

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No ha tenido ningún tipo de hechos relevantes

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Accionistas significativos en el capital de la sociedad (porcentaje superior al 20%)		X
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente	X	
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, directos o asesor o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, depositario u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo	X	
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas	X	

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

Se han realizado operaciones de compra de repo en los que el depositario ha actuado como vendedor por importe de 1.067.800.182,00 euros 3.4252%

Se han realizado operaciones de venta de repo en los que el depositario ha actuado como comprador por importe de 1.067.878.445,55 euros 3.425%

Tipo medio aplicado en repo con el resto del grupo del depositario: 1,78

Uno de los consejeros presenta un conflicto de intereses ya que es accionista indirecto en un porcentaje significativo del 10% de la sociedad cotizada AZKOYEN SA de la que también es consejero dominical y las carteras de las IICs están invertidas en dicha sociedad ya tiempo acostumbrados por otra parte.

Con una participación significativa agregada del 4,028%

Durante el semestre se han llevado a cabo operaciones vinculadas consideradas repetitivas o de escasa relevancia

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

Sin advertencias

9. Anexo explicativo del informe periódico

ANEXO EXPLICATIVO

1. SITUACIÓN DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO

El año 2025 ha sido, en términos generales, un buen año para la renta variable global con ganancias sensibles en casi todas las áreas geográficas, aunque eso sí no ha sido un año exento de fuertes incertidumbres geopolíticas y macroeconómicas, algo a lo que llevamos ya tiempo acostumbrados por otra parte.

Los principales índices estadounidenses cerraron 2025 con subidas relevantes (S&P 500 16,7%). Muchos de estos índices han cerrado cerca de máximos históricos, a pesar de las preocupaciones existentes sobre crecimiento, inflación y altas valoraciones de algunos sectores.

El sector tecnológico y especialmente las compañías vinculadas a la IA y mega-cap tech, lideraron una vez más este buen comportamiento en un contexto generalizado de buena actividad económica y crecimiento.

El año 2025 fue también un año muy positivo para las bolsas europeas, superando en muchos casos a los índices de EE. UU. (sobre todo en términos de Euro). El Stoxx 600 europeo subió significativamente (en torno al 20% incluyendo dividendos), y en términos de Euro, la diferencia de rentabilidad frente al S&P500 fue una de las más amplias desde 2006.

Reino Unido tuvo un año excepcional (22,4%), el mejor año desde 2009. El DAX alemán (+23%) y otros índices europeos también lograron ganancias de doble dígito. Y sin duda alguna, el mejor índice europeo fue el Español (IGBM) con rentabilidades superiores al 50% en el año, impulsado especialmente por el extraordinario comportamiento del sector bancario (que tiene un peso en el índice cercano al 40%).

En EE.UU. el año 2025 estuvo marcado por eventos disruptivos como la guerra tarifaria y la paralización del gobierno, a pesar de esto, la economía mostró fortaleza gracias al gasto en infraestructura de IA y a un buen nivel de consumo, sobre todo apoyado en los consumidores con mayores ingresos. Las expectativas para el año 2026 es que la economía pueda seguir creciendo a tasas del 2%. Es conveniente recordar que los ciudadanos estadounidenses se van a beneficiar a principios de este año 2026 de un fuerte estímulo fiscal (Ley One Big Beautiful Bill) vía devoluciones de impuestos, un flujo de liquidez que se sumará al tradicional efecto riqueza generado por el buen comportamiento de la bolsa y el sector inmobiliario.

Seguimos teniendo ciertas incógnitas sobre la inflación a medio plazo en EEUU, muchas estimaciones hablan de un repunte por encima del 3% en la primera mitad del año, impulsada en parte por los ya comentados incentivos fiscales y por el efecto diferido de las tarifas, para luego retroceder hacia el 2% al cierre del año.

En este contexto, la Reserva Federal, muy presionada por la administración Trump, podría realizar dos recortes de tipos, llevando la tasa a un rango cercano al 3,0%-3,25%, con posibilidad de un tercer recorte. El riesgo a que esta senda de bajadas de tipos se cruce con unos datos de inflación persistentes es un riesgo evidente.

La evolución del dólar en el año 2025 fue claramente débil las principales razones estructurales que provocaron esta debilidad es muy posible que se perpetúen en los próximos meses ya que, por un lado, La Fed está recortando tipos más agresivamente que otros bancos centrales (reduciendo el diferencial de tipos) y adicionalmente balanza comercial sigue siendo muy deficitaria (es cierto eso sí, que los datos de octubre de déficit comercial, sorprendieron muy positivamente, gracias entre otros factores a los nuevos acuerdos tarifarios). Siguiendo con el dólar, tampoco podemos perder de vista la próxima revisión de los presidentes de los bancos regionales prevista para febrero, así como la salida de Jerome Powell, factores que abren la puerta a un aumento de la influencia de la administración Trump en la política monetaria. Si, además, logran reemplazar a la gobernadora Cook y cuentan con el respaldo de sus actuales nombramientos, podrían llegar a controlar la totalidad de los presidentes regionales y una parte significativa del Consejo de Gobernadores. Consideramos que una pérdida de independencia del Banco Central podría ser negativa para el dólar.

Europa

Europa también ha empezado a implementar ciertas medidas fiscales y de carácter estratégico. Uno de los elementos más determinantes será el efecto del amplio programa de estímulo que Alemania anunció para 2025, y que empezará a verse en los principales indicadores económicos a lo largo de este ejercicio. Este plan de gasto público comprende un abanico muy amplio de iniciativas, que va desde nuevas partidas para defensa hasta la modernización de infraestructuras de transporte y diferentes fórmulas de apoyo a la industria. Al tratarse fundamentalmente de proyectos de inversión, se prevé que actúen como motor de la actividad manufacturera y respalden de forma notable el crecimiento del PIB.

Al mismo tiempo, el resto de los socios europeos están adoptando una posición más decidida en materia de defensa. Los Estados miembros han acordado elevar el gasto militar hasta el 3,5% del PIB e incluso hasta el 5% si se incorporan las infraestructuras relacionadas antes de 2035. Como referencia, en 2024 el gasto en defensa de la Unión Europea alcanzó los 343.000 millones de euros, un 19% más que el año anterior, la cifra podría haber alcanzado los 385.000 millones en 2025 (+12%) y las proyecciones hablan de unos 400.000 millones a finales de 2027.

Para acompañar este esfuerzo, la UE ha lanzado el programa Security Action for Europe (SAFE), dotado con 150.000 millones de euros. Este marco incorpora distintos instrumentos de financiación, entre ellos préstamos orientados a la compra de equipamiento militar, junto con modificaciones en las reglas fiscales que facilitan a los Estados cumplir sus compromisos sin poner en riesgo la sostenibilidad de las cuentas públicas.

En su conjunto, estas decisiones apuntan hacia una apuesta clara por la inversión estratégica y la seguridad, que fortalecerá la capacidad defensiva del bloque y generará efectos favorables sobre la industria, la innovación y el crecimiento económico en los próximos años.

Una breve referencia a la gran temática del año 2025 y probablemente del 2026: IA

Hace pocas semanas, el Consejero Delegado de IBM (Arvind Krishna) apareció en un famoso podcast cuestionando las fuertes inversiones de capital que se están realizando en Inteligencia Artificial y poniendo en duda el que todas ellas puedan alcanzar rendimientos razonables para sus inversores. Krishna afirmó que las cifras actuales para construir y equipar grandes centros de datos de IA sitúan a la industria en una trayectoria de alcanzar unos 8 trillones de dólares acumulados en inversiones, que deberían general al menos 800 mil millones de beneficios para pagar el coste del capital.

Krishna calculó que llevar a cabo una instalación de IA de un gigavatio con hardware de computación, requiere alrededor de 80.000 millones de dólares. Las empresas punteras de IA están planificando instalaciones de decenas de gigavatios cada una. Krishna comentó que, en conjunto, los anuncios públicos y privados apuntan a aproximadamente 100 gigavatios de capacidad planificada dedicada a cargas de trabajo de IA.

A \$80.000 millones por gigavatio, nos acercamos como decíamos con anterioridad a los 8 trillones de dólares de inversiones y estas inversiones tienen, según sus palabras, una vida útil de unos 5 años (ciclo de vida de la mayoría del hardware que componen los centros de datos), insistiendo en el hecho de tener que reemplazar la mayor parte del hardware de esos centros de datos en ese plazo, lo que según él, aparte de crear un efecto compuesto sobre los requisitos de inversiones a largo plazo, es uno de los riesgos más inadvertidos por parte de los inversores. Insistió en que las inversiones en infraestructura de AI, al ritmo al que evolucionan las arquitecturas de datos, hacen muy poco probable el hecho de que puedan ser extendidas en el tiempo: Tienes que usarlo todo en cinco años porque llegados a ese punto, tiras todo y lo reemplazas por nueva tecnología. Terminó diciendo que Este, es el boom tecnológico más intensivo en capital de la historia.

Sin ánimo de sonar innecesariamente agoreros y declarándonos absolutamente incapaces de cuestionar probabilidad de que algunas de estas inversiones acaben siendo deficitarias o poco productivas, lo que sí es cierto es que estamos ante uno de los eventos más intensos y disruptivos en materia de inversión de las últimas décadas.

En el mundo actual existen 3 tipologías de empresas involucradas en la IA:

Fabricantes de Hardware (Nvidia, ASML, etc.)

Desarrolladores de Infraestructura (centros de Datos Hyperscalers: Meta, Amazon, Microsoft) y,

Desarrolladores de Modelos de Lenguaje (LLM Large Language Models: OpenAI, Gemini, etc.)

Los usuarios finales (clientes particulares y empresas) tendrán que pagar y hacer rentables las inversiones tanto de fabricantes de hardware como de desarrolladores de Infraestructura y lenguaje.

Como en la mayoría de los episodios pasados de fuertes inversiones en tecnologías disruptivas, es probable que algunas empresas actualmente involucradas en su desarrollo encuentren dificultades para rentabilizarlas o necesiten ajustar sus modelos de negocio.

Una pequeña mirada hacia atrás

Quizás valga la pena recordar alguno de ellos. Recordemos brevemente que ocurrió tras el primer boom inversor en fibra óptica en EE.UU. Entre 1996 y 2001, el sector de telecomunicaciones invirtió más de 500.000 millones USD en gran parte financiados con deuda en desplegar redes de fibra óptica, conmutadores y redes inalámbricas. La capacidad instalada superó ampliamente la demanda, y una parte sustancial de la fibra quedó oscura (no se encendió)

Aquí va un muy breve resumen de lo ocurrido en esos años:

1996: La Telecommunications Act abre la competencia e incentiva la construcción de nuevas redes de larga distancia.

19982000: Auge de Internet; financiamiento barato; se multiplican las emisiones de deuda y las IPOs en telecom y equipamiento (Lucent, Nortel, etc.).

20002002: Estalla la burbuja; colapsan precios mayoristas de capacidad; caen ingresos; altos niveles de apalancamiento precipitan quiebras (WorldCom 2002, Global Crossing 2002, 360networks 2001).

20032004: Reestructuraciones; activos de red son recomprados con grandes descuentos; el tráfico empieza a alcanzar la capacidad instalada.

Las cantidades invertidas fueron muy significativas y dieron paso a los habituales excesos de sobrecapacidad:

Inversión acumulada (EE. UU., 19962001): superior a 500.000 M USD en fibra, switches y redes; y superior a 100.000 M USD estimados en despliegue de fibra óptica de larga distancia.

Las expectativas fundamentales eran altas inicialmente: multiplicación de carriers long haul y previsión de crecimiento exponencial del tráfico de datos;

La sobrecapacidad dio lugar a mucha red de fibra sin iluminar (dark fiber).

Todo esto provocó hundimiento de tarifas mayoristas y dificultades para financiar la última milla.

Lo que llevo al estrés financiero a muchas compañías e inversores.

Y como siempre hubo ganadores: Operadores e integradores que compraron activos con descuentos post quiebra y grandes operadores incumbentes con generación de caja (AT&T, Verizon) que consolidaron activos y clientela tras el estallido de la burbuja.

Y perdedores: Carriers sobre apalancados de larga distancia (WorldCom/MCI; Global Crossing; 360networks; PSINet, entre otros).

Fabricantes con ventas ligadas al boom y a esquemas de financiación a clientes (Lucent) y accionistas y tenedores de bonos de los operadores quebrados o reestructurados.

Los riesgos y las lecciones de los ciclos intensivos de inversión en nuevas tecnologías acaban casi siempre, siendo los mismos:

Se sobre-estima la demanda (se asume adopción masiva inmediata)

Lo anterior lleva asociado una sobre inversión, que conduce a sobre capacidades que a la larga dan lugar a: excesiva competencia, guerra de precios, bajos rendimientos, activos ociosos, etc.

Generalmente se dan también situaciones de sobre apalancamiento de las inversiones por fácil acceso a financiación, lo que agudiza los problemas.

Los activos que terminan rindiendo por debajo de lo esperado dando lugar a bajas rentabilidades, estrés financiero y quiebras.

Pero, esta vez es diferente

No hay nuevo ciclo inversor disruptivo que no lleve el sello: esta vez es diferente. Y por supuesto, este mega ciclo inversor en Inteligencia Artificial no iba a ser menos.

Esta vez es diferente:

Copilot ya factura, OpenAI ya factura, Nvidia ya factura, Cloud IA ya factura

La IA afecta a la productividad de infinidad de sectores y negocios Es una nueva capa del sistema económico (como en su día lo fue el ordenador, internet y la electricidad). Y esto cambia totalmente la dinámica.

En este caso los ganadores estructurales son mega-compañías con balances sólidos que están creando un oligopolio natural con altísimas barreras de entrada debido entre otras cosas, a las altas cantidades de inversión que necesarias para montar infraestructura.

La mayoría de estas inversiones no están apalancadas: se está financiando una gran parte con el cash Flow de las compañías que a su vez tienen balances sólidos (caso de las big tech mayoritariamente), y esto hace el ciclo mucho más estable.

Todas estas argumentaciones son ciertas y a día de hoy poco rebatibles. Por tanto, lo fácil sería decir, efectivamente, esta vez sí es diferente.

El problema de las fuertes inversiones en tecnologías disruptivas no viene tanto de lo que hoy conocemos, sino del simple hecho de extrapolar a futuro crecimientos, márgenes, posiciones competitivas infranqueables y modelos económicos que justifican holgadamente las inversiones que se están acometiendo, o dicho de otra manera, dar por cierta la rentabilidad de modelos de negocio que hoy en día todavía se están aún asentando.

Evidentemente el riesgo de burbuja no está en el concepto de utilidad de la IA y en el alto grado de adopción en infinidad de aplicaciones y sectores, esto es incuestionable, el riesgo está en lo bien o mal que se pueda rentabilizar toda esta inversión en capital, sobre todo si hay exceso de capacidad en la industria y si este capital además tiene periodos de amortización (vida útil) muy cortos.

Hasta ahora los que han estado financiando gran parte del esfuerzo inversor han sido los grandes desarrolladores de Infraestructura (Meta, Amazon, etc.) que a su vez han provocado un fuerte incremento de beneficios de los fabricantes de Hardware (siendo uno de los casos más notorios el de Nvidia).

La euforia inversora en torno a la inteligencia artificial y tecnologías asociadas ha elevado significativamente las valoraciones de las compañías de hardware y hyperscalers, que actualmente cotizan a múltiplos muy exigentes. Estas valoraciones reflejan la expectativa del mercado de que dichas inversiones en infraestructuras y capacidades computacionales generarán un crecimiento sostenido de ventas y márgenes a largo plazo. Al mercado no le queda otra opción (por ahora), que dar por válida esta y asumir que todo este nuevo capital invertido rendirá adecuadamente en el futuro.

No queremos decir con esto que los resultados de estas compañías no vayan a mejorar, pero no hay que perder de vista, que hay una posibilidad cierta de que los modelos de negocio no se consoliden en la dirección que el mercado está descontando y que algunas compañías, acaben encontrándose con un escenario de monetización de sus inversiones mucho menos favorable al que hoy se está dibujando.

No perdamos de vista, que en general los mercados discriminan muy mal, en esta fase inicial de fuertes inversiones donde nos encontramos, entre quienes van a ser los ganadores y quienes no lo van a ser.

En este contexto de boom inversor en tecnología nos encontramos con un índice como el S&P 500 con 10 compañías (de las 500 que componen dicho índice) que aglutinan el grosor de las inversiones que se están realizando en IA. Estas 10 compañías, representan más del 30% del peso del índice lo que hace que, lo que en su momento fue un índice equitativamente representado por diversos sectores y negocios, se haya convertido hoy en día, en un índice pseudo tecnológico = NVIDIA (7,26%), Microsoft (5,41%), Amazon AWS (4,60%), Alphabet Clase A (3,80%), Alphabet Clase C (3,60%), Broadcom ASICs y redes IA (2,60%), Meta Platforms (2,72%), Oracle infra IA / OCIC (0,85%), Palantir (0,67%), AMD GPU MI300/MI325 (0,51%), Micron HBM/DRAM para IA (0,31%), total 31,92%.

Otra forma de entender la concentración del índice se aprecia al observar las 10 primeras compañías por capitalización bursátil, que actualmente representan más del 41% del total. Un nivel de concentración sin precedentes que nuevamente pone de manifiesto la elevada dominancia tecnológica del índice, ya que solo JP Morgan y Berkshire Hathaway, de estas 10 mayores empresas cotizadas de EE.UU., carecen de una relación directa y evidente con negocios puramente tecnológicos.

b) Decisiones generales de inversión adoptadas

Inversión en acciones cuyos negocios se encuentran infravalorados por el mercado.

c) Índice de referencia

La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión, aunque a modo ilustrativo en nuestras publicaciones se compara con el STOXX 600 NR (incluye dividendos). Dicho índice obtuvo una rentabilidad del 10,13% en el periodo, que compara con un 20,88% de la SICAV, es decir, un diferencial en rentabilidad de 10,75%.

d) Evolución del Patrimonio, participes, rentabilidad y gastos de la IIC

El patrimonio sube desde 225,7 millones de euros hasta 265,6 millones de euros, es decir un 17,68%. El número de accionistas sube desde 237 unidades hasta 258 unidades. La rentabilidad en el semestre ha sido de un 20,88%. La rentabilidad de la Letra del Tesoro a un Año para este periodo ha sido de 2%.

e) Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora

La rentabilidad de la SICAV en el ejercicio hasta el 31/12/2025 ha sido del 44,85%, que compara con el 40,03% del fondo (MUZA, FI).

2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

ISS000425

a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo

Durante el segundo semestre, hemos aumentado inversiones en Qualitas y Zegona, y hemos entrado en Amper y en Savannah Resources, mientras que redujimos en Elecnor, CIE Automotive y Atalaya Mining. Hemos desinvertido completamente en Indra.

b) Operativa de préstamos de valores

No aplica.

c) Operativa en derivados y adquisición temporal de activos

Compra y venta de opciones y futuros sobre acciones e índices.

d) Otra información sobre inversiones

Valores no cotizados: - 1.100 acciones ALLIANZ CIA SEG por un valor a 31/12/2025 de 32.956 euros.

3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD

La SICAV no tiene ningún objetivo concreto de rentabilidad, más allá de obtener una revalorización a largo plazo del capital invertido.

4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO

La volatilidad de la SICAV hasta el 31/12/2025 ha sido del 14,81%, que compara con el 0,08% de la Letra del Tesoro a 1 año.

5. EJERCICIO DERECHOS POLÍTICOS

El ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a los valores que integren las carteras de las IIC se hará, en todo caso, en interés exclusivo de los socios y partícipes de las IIC gestionadas. El Consejo de Administración de la Sociedad Gestora ha establecido (tanto para cumplir con la normativa legal vigente como para actuar en interés de los socios y partícipes de las IIC gestionadas) que siempre se ejercerán los derechos de asistencia y voto en las Juntas Generales de Accionistas si se da cualquiera de los siguientes supuestos: i) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, siempre que la participación de las IIC y resto de carteras institucionales gestionadas por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora tuviera una antigüedad superior a DOCE (12) meses y dicha participación represente, al menos, el UNO POR CIENTO (1%) del capital de la sociedad emisora. ii) Cuando el ejercicio del derecho de asistencia comporte el pago de una prima.

Durante el ejercicio se ha delegado el voto en las Juntas Generales de Accionistas de las siguientes compañías: ACERINOX, AZKOYEN, ELECNOR, ENCE, GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA, IBERPAPEL, INMOBILIARIA DEL SUR, INVERSA PRIME, LLORENTE Y CUENCA, MIQUEL Y COSTAS, NICOLAS CORREA, SINGULAR PEOPLE, TUBACEX Y SACYR.

6. INFORMACIÓN Y ADVERTENCIAS CNMV

Nada que indicar.

7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS

No aplica.

8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANÁLISIS

La Sociedad ha soportado durante el ejercicio 2025 gastos derivados de los servicios de análisis financiero sobre inversiones. Los servicios de análisis constituyen pensamiento original y proponen conclusiones significativas, que no son evidentes o de dominio público, derivadas del análisis o tratamiento de datos, que pueden contribuir a mejorar la toma de decisiones de inversión para la Sociedad. Esta Sociedad Gestora elabora un presupuesto anual de gastos de análisis con la correspondiente asignación de los costes a soportar por cada IIC. La periodificación e imputación en el valor liquidativo de cada IIC de los gastos asignados se realiza diariamente. Los gastos de análisis soportados por la Sociedad en el ejercicio 2025 han ascendido a 80.840,00 euros, equivalentes a un 0,03% del patrimonio medio de la Sociedad durante el ejercicio.

9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS)

No aplica.

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACIÓN PREVISIBLE DEL FONDO

Navegamos por otras aguas

Toda esta introducción sobre la IA y la exposición que un mercado como EEUU tiene a la tecnología y sobre todo a esta fuerte corriente inversora, nos sirve de pretexto para explicar lo muy distante que estamos nosotros de esta tipología de inversiones.

Estamos muy alejados por distintas razones:

En primer lugar, porque se escapa de nuestra capacidad de entendimiento como va a acabar toda esta euforia inversora.

Y en segundo lugar, porque como ya hemos explicado con el breve ejemplo del boom de inversión que se produjo hace no muchos años con la fibra óptica, hemos visto muchos episodios de excesiva exuberancia inversora en el pasado, y casi todos ellos acaban generando algún periodo de ajuste tras los clásicos ciclos de exuberancia inversora.

Adicionalmente, no podemos perder de vista donde se encuentran las valoraciones de las compañías de alta capitalización, especialmente en EE.UU. Evidentemente la alta representación del sector tecnológico, esta distorsionando mucho el múltiplo al que cotiza el índice mas representativo de EE.UU., actualmente a 23 veces beneficios, cuando la media histórica ha estado situada en torno a las 17 veces.

Incluso sacando las 10 primeras compañías del índice que como hemos mencionado son mayoritariamente tecnológicas y con gran exposición a la IA, los ratios de beneficios siguen elevados (en torno a las 20 veces) lo que implica una necesidad de crecimientos futuros por encima de la media. Lo que te hace ser especialmente cauto sobre donde NO estar invertido. En contraposición vemos como en términos generales, las valoraciones de las compañías de pequeña y mediana capitalización están con respecto a su media histórica en un territorio mucho más atractivo. Es sobre todo en este mundo de pequeñas y medianas donde nos encontramos actualmente invertidos. De hecho, un 25% de nuestras compañías están por debajo de los 750 millones de euros de capitalización, un 50% están entre 750 y 7.500 millones y un tan sólo un 25% están encima de los 7.500 millones.

A pesar de que, en estos últimos 25 años, nos hemos movido mayoritariamente dentro de este segmento de compañías, esto no ha sido inconveniente para poder alcanzar las mismas o mejores rentabilidades que en el mundo de las grandes compañías cotizadas.

De hecho, hemos podido alcanzar estas rentabilidades en un entorno donde las grandes lo han hecho mejor en términos relativos que la mediana y pequeña capitalización.

No existe un coste de oportunidad como tal por invertir en sectores o tamaños de compañías no queridos por el mercado, de hecho, nos atreveríamos a decir justo lo contrario, cuanto peor-mejor, cuanto menos interés haya en un segmento determinado de tamaños de compañías y sectores, mejores oportunidades se presentan a medio y largo plazo de generar valor, casi podríamos decir que se produce una relación inversa entre el mal comportamiento actual y el buen comportamiento futuro y viceversa (y esto evidentemente aplica también a todo lo que hemos comentado sobre la euforia y el buen comportamiento de las valoraciones del sector tecnológico)

Y no sólo hemos estado invirtiendo en un mundo de pequeñas y medianas menos querido por los inversores que el de las grandes, sino que además lo hemos hecho en el segmento de compañías de valor, que lo ha hecho también peor que las compañías en crecimiento.

Esta evolución contraria, a priori, a nuestros intereses como inversores value, tampoco ha supuesto un impedimento para nuestra rentabilidad a lo largo de los años. La argumentación es exactamente la misma que hemos explicado antes, cuanto peor-mejor.

En resumen, llevamos muchos años invirtiendo en compañías pequeñas y medianas con una filosofía de valor dentro de un mercado que ha seguido tendencias diametralmente opuestas, y este hecho, lejos de ser un problema, creemos que nos ha brindado más y mejores oportunidades de inversión.

En esta misma dinámica de compañías con ineficiencias de valor de pequeña y mediana capitalización, con negocios sencillos de entender es donde seguimos centrando nuestros esfuerzos inversores. Esta tipología de compañías esta por definición, lejos de las grandes tendencias y modas del mercado que tanto suenan estos días y donde, como hemos comentado, vemos un cierto riesgo de fallo en estimaciones y valoraciones a medio plazo.

10. Información sobre las políticas de remuneración

Información sobre remuneraciones, conforme al artículo 46bis de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, modificada por la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado: (a) La cuantía total de la remuneración abonada por la sociedad gestora a su personal en 2025 ha sido de 1.077.914,39 euros, siendo en su totalidad correspondiente a remuneración fija, por tanto, sin retribución variable. A 31 de diciembre de 2025 los empleados que figuran en plantilla de la sociedad gestora son 8. La totalidad de éstos son beneficiarios de una remuneración fija y ninguno son beneficiarios de una remuneración variable. Ninguna de las remuneraciones al personal se ha determinado como una participación en los beneficios de las IIC obtenida por la SGIIC como remuneración por su gestión. (b) A 31 de diciembre de 2025 el número total de altos cargos dentro de la SGIIC, siendo además responsables de asumir riesgos, es de 8. La remuneración fija de este colectivo, como queda indicado en el anterior punto a), ha ascendido a 1.077.914,39 euros, sin retribución variable alguna. (c) La remuneración durante el ejercicio está formada únicamente por un componente de carácter fijo para todos los empleados, vinculado a los conceptos y criterios establecidos por el Convenio Colectivo de Oficinas y Despachos y un componente voluntario o gratificación, en función de la responsabilidad. (d) La Sociedad Gestora dispone de una política específica de remuneraciones e incentivos donde se establecen sus principios generales, los criterios para la determinación de la retribución global, así como los componentes de retribución fija y, en su caso, variable, que componen ésta última

11. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total

Sin información