

**MUZA, FI**  
Nº Registro CNMV: 5391

**Informe Semestral del Segundo Semestre 2025**

**Gestora:** MUZA GESTIÓN DE ACTIVOS, SGIIC, S.A.      **Depositario:** CACEIS BANK SPAIN S.A.      **Auditor:**  
PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES, S.L.  
**Grupo Gestora:** MUZA      **Grupo Depositario:** CREDIT AGRICOLE      **Rating Depositario:** Baa1

**El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.muzagestion.com..](http://www.muzagestion.com..)**

**La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:**

**Dirección**  
C/ CASTELLO, 128 9º PLANTA 28006 - MADRID (MADRID) (911634812)

**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 FONDO**

Fecha de registro: 21/06/2019

### **1. Política de inversión y divisa de denominación**

#### **Categoría**

Tipo de fondo:

Otros

Vocación inversora: Renta Variable Internacional

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

#### **Descripción general**

**Política de inversión:** El fondo tiene un mínimo del 75% de la exposición total en renta variable, sin predeterminación respecto a capitalización bursátil ni sector. Los mercados/emisores no están predeterminados, pudiendo invertir en cualquier área geográfica, incluyendo países emergentes, pudiendo existir puntualmente concentración geográfica y/o sectorial.

El resto de la exposición será principalmente en renta fija de emisores públicos de países OCDE con duración inferior a 12 meses, no obstante no se descarta puntualmente la exposición a renta fija pública y/o privada sin predeterminación en cuanto a emisores/mercados, incluyendo países emergentes, ni a la duración. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos, así como instrumentos del mercado monetario cotizados o no, que sean líquidos. La calificación crediticia para las emisiones de renta fija será al menos media (BBB- por S&P o equivalente) o si fuera inferior, el rating que tenga el Reino de España en cada momento. La metodología de selección de

valores, se centra en la filosofía de valor que consiste en los principios básicos de la inversión en Valor fundamentado en la inversión en compañías a un precio por debajo de su valor intrínseco o real. La exposición a riesgo de divisa será de 0%-100%. Se podrá invertir hasta el 10% en IIC financieras. Directamente solo se realizan derivados negociados en mercados organizados de derivados como cobertura, si bien se podrán realizar indirectamente en organizados o no como cobertura o inversión.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado de la UE, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con solvencia no inferior a la de España.

La IIC diversifica las inversiones en los activos mencionados anteriormente en, al menos, seis emisiones diferentes. La inversión en valores de una misma emisión no supera el 30% del activo de la IIC.

Se podrá operar con derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de instrumentos financieros derivados es el importe del patrimonio neto.

La estrategia de inversión del fondo conlleva una alta rotación de la cartera. Esto puede incrementar sus gastos y afectar a la rentabilidad.

#### **Operativa en instrumentos derivados**

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

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

**Divisa de denominación EUR**

## 2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2025	2024
Índice de rotación de la cartera	0,08	0,16	0,23	0,17
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	1,77	2,26	2,01	3,56

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

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de Participaciones	1.309.178,13	1.222.849,79
Nº de Partícipes	169	152
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	0,00
Inversión mínima (EUR)	.00 EUR	

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del período (EUR)
Periodo del informe	30.697	23.4472
2024	21.454	16.7449
2023	22.589	16.9619
2022	19.480	15.5203

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación		
	Periodo			Acumulada						
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total				
Comisión de gestión	0,50	1,54	2,04	1,00	2,94	3,94	mixta	al fondo		
Comisión de depositario			0,04			0,07	patrimonio			

## 2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

### A) Individual. Divisa EUR

Rentabilidad (% sin anualizar)	Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
Rentabilidad IIC	40,03	9,55	8,17	10,93	6,52	-1,28	9,29	7,35	0,00

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual			Último año		Últimos 3 años		
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha		
Rentabilidad mínima (%)	-1,32	17-10-2025	-4,94	04-04-2025	-3,43	24-01-2022		
Rentabilidad máxima (%)	1,28	23-10-2025	2,76	10-04-2025	2,83	07-07-2022		

(i) Sólo se informa para las clases con una antigüedad mínima del periodo solicitado y siempre que no se haya modificado su vocación inversora

Se refiere a las rentabilidades máximas y mínimas entre dos valores liquidativos consecutivos.

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es *diaria*

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el período.

Medidas de riesgo (%)	Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
<b>Volatilidad(ii) de:</b>									
<b>Valor liquidativo</b>	13,43	9,58	8,22	19,58	13,65	10,15	8,43	15,27	29,15
<b>Ibex-35</b>	16,18	11,49	12,59	23,89	14,53	13,31	13,84	19,37	33,84
<b>Letra Tesoro 1 año</b>	0,08	0,07	0,07	0,08	0,08	0,11	0,13	0,07	0,46
<b>VaR histórico del valor liquidativo(iii)</b>	7,57	7,57	7,57	7,57	7,57	15,32	16,43	18,66	22,87

(ii) Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de distintas referencias. Sólo se informa de la volatilidad para los períodos con política de inversión homogénea.

(iii) VaR histórico del valor liquidativo: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2025	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2024	2023	2022	2020
<b>Ratio total de gastos (iv)</b>	1,14	0,28	0,28	0,29	0,28	1,14	1,18	1,11	1,20

(iv) 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.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

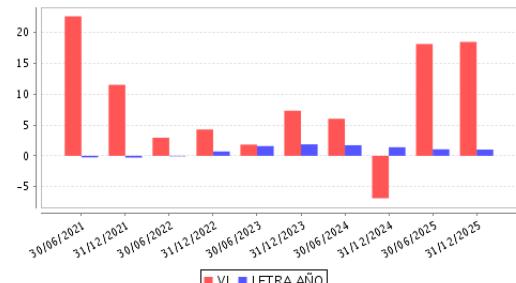
### Evolución del valor liquidativo últimos 5 años

Gráficos evolución valor liquidativo últimos 5 años



### Rentabilidad semestral de los últimos 5 años

Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



### B) Comparativa

Durante el periodo de referencia, la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora se presenta en el cuadro adjunto. Los fondos se agrupan según su vocación inversora.

Vocación inversora	Patrimonio gestionado* (miles de euros)	Nº de partícipes*	Rentabilidad Semestral media**
Renta Fija Euro			
Renta Fija Internacional			
Renta Fija Mixta Euro			
Renta Fija Mixta Internacional			
Renta Variable Mixta Euro			
Renta Variable Mixta Internacional			
Renta Variable Euro			
Renta Variable Internacional	26.858	162	18,50
IIC de Gestión Pasiva			
Garantizado de Rendimiento Fijo			
Garantizado de Rendimiento Variable			
De Garantía Parcial			
Retorno Absoluto			
Global			
FMM a Corto Plazo de Valor Liquidativo Variable			
FMM a Corto Plazo de Valor Liq. Constante de Deuda Pública			
FMM a Corto Plazo de Valor Liquidativo de Baja Volatilidad			
FMM Estándar de Valor Liquidativo Variable			
Renta Fija Euro Corto Plazo			
IIC que Replica un Índice			
IIC con Objetivo Concreto de Rentabilidad No Garantizado			
Total fondos	26.858	162	18,50

\*Medias.

\*\*Rentabilidad media ponderada por patrimonio medio de cada FI en el periodo

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

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	30.753	100,18	23.974	99,08
* Cartera interior	17.899	58,31	15.259	63,06

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
* Cartera exterior	12.789	41,66	8.666	35,82
* Intereses de la cartera de inversión	65	0,21	50	0,21
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	103	0,34	207	0,86
(+/-) RESTO	-159	-0,52	15	0,06
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>30.697</b>	<b>100,00 %</b>	<b>24.196</b>	<b>100,00 %</b>

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 periodo anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	24.196	21.454	21.454	
± Suscripciones/ reembolsos (neto)	7,13	-4,74	3,38	-277,92
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	17,07	16,80	33,90	20,07
(+) Rendimientos de gestión	19,36	19,01	38,40	20,39
+ Intereses	0,16	0,12	0,29	64,15
+ Dividendos	1,70	2,85	4,45	-29,63
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	-0,02	-0,03	-0,05	3,73
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	18,33	15,91	34,45	36,15
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	-0,79	0,18	-0,70	-631,78
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Otros resultados	-0,01	-0,02	-0,03	-27,45
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-2,29	-2,21	-4,51	22,77
- Comisión de gestión	-2,04	-1,89	-3,94	27,49
- Comisión de depositario	-0,04	-0,03	-0,07	20,06
- Gastos por servicios exteriores	-0,03	-0,03	-0,06	-5,09
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	-0,01	-0,01	-75,86
- Otros gastos repercutidos	-0,19	-0,24	-0,42	-6,34
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	-92,83
+ 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	-92,83
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	30.697	24.196	30.697	

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

### 3. Inversiones financieras

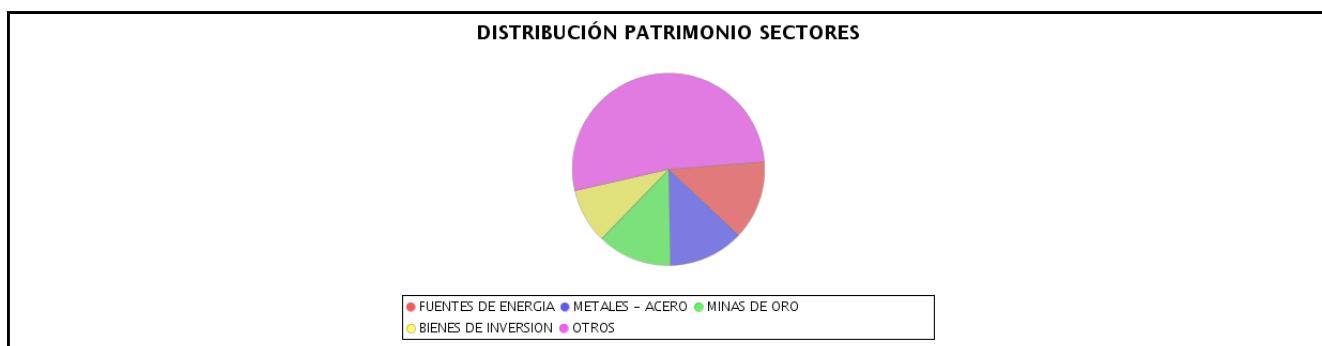
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA	109	0,36	126	0,52
TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS	3.200	10,42	1.000	4,13
TOTAL RENTA FIJA	3.309	10,78	1.126	4,65
TOTAL RV COTIZADA	14.740	48,04	14.133	58,40
TOTAL RENTA VARIABLE	14.740	48,04	14.133	58,40
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR	18.049	58,82	15.259	63,05
TOTAL RENTA FIJA COTIZADA			70	0,29
TOTAL RENTA FIJA			70	0,29
TOTAL RV COTIZADA	12.598	41,03	8.595	35,53
TOTAL RENTA VARIABLE	12.598	41,03	8.595	35,53
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	12.598	41,03	8.666	35,82
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	30.647	99,85	23.925	98,87

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

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 total



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

Subyacente	Instrumento	Importe nominal comprometido	Objetivo de la inversión
S&P 500 INDEX	Compra de opciones "put"	7.833	Inversión
DJ STOXX 600 INDEX FUTURE	Compra de opciones "put"	2.825	Inversión
Total otros subyacentes		10658	
<b>TOTAL DERECHOS</b>		10658	
INDRA SISTEMAS	Emisión de opciones "call"	590	Inversión
Total subyacente renta variable		590	
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>		590	

### 4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de suscripciones/reembolsos		X
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		X
c. Reembolso de patrimonio significativo		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Sustitución de la sociedad gestora		X

	SI	NO
f. Sustitución de la entidad depositaria		X
g. Cambio de control de la sociedad gestora		X
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
i. Autorización del proceso de fusión		X
j. Otros hechos relevantes		X

## 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No ha tenido ningun tipo de hechos relevantes

## 6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (porcentaje superior al 20%)		X
b. Modificaciones de escasa relevancia en el Reglamento		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 o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra una entidad del grupo de la gestora o 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 217.999.818,00 euros 6.99749 %

Se han realizado operaciones de venta de repo en los que el depositario ha actuado como comprador por importe de 218.015.797,74 euros 6.998%

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 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

### 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 (IBGM) 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 si, 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 comenzado 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 si 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 llevó 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 períodos 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 grueso 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

El Fondo 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 18,50% del fondo, es decir, un diferencial en rentabilidad de 8,38%.

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

El patrimonio sube desde 24,19 millones de euros hasta 30,69 millones de euros, es decir un 26,87%. El número de accionistas sube desde 152 unidades hasta 169 unidades. La rentabilidad en el semestre ha sido de un 18,50%. 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 del fondo en el ejercicio hasta el 31/12/2025 ha sido del 40,03%, que compara con el 44,85% de la SICAV (LA MUZA INVERSIONES SICAV) .

## 2. INFORMACIÓN SOBRE LAS INVERSIONES

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

No aplica.

## 3. EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD

El fondo 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 del fondo hasta el 31/12/2025 ha sido del 17,30%, 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

El fondo 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 8.160,00 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. Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
XS2356570239 - RFIJA OHL OPERACIONES  5.10 2026-03-31	EUR	109	0,36	126	0,52
Total Renta Fija Privada Cotizada menos de 1 año		109	0,36	126	0,52
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>		109	0,36	126	0,52
ES0000012N43 - REPO SPAN LETRAS DEL T 1.20 2025-07-01	EUR	3.200	10,42	1.000	4,13
<b>TOTAL ADQUISICIÓN TEMPORAL DE ACTIVOS</b>		3.200	10,42	1.000	4,13
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>		3.309	10,78	1.126	4,65
ES0112458312 - ACCIONES AZCOYEN	EUR	880	2,87	877	3,62
ES0109260531 - ACCIONES AMPER	EUR	51	0,17		
ES0141571192 - ACCIONES GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(	EUR	411	1,34	333	1,38
ES0154653911 - ACCIONES INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	634	2,07	542	2,24
ES0164180012 - ACCIONES MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	774	2,52	690	2,85
ES0173516115 - ACCIONES REPSOL SA	EUR	1.405	4,58	1.107	4,57
ES0105630315 - ACCIONES CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	1.480	4,82	1.117	4,62
ES0130625512 - ACCIONES GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	562	1,83	678	2,80
ES0105591004 - ACCIONES ILLORENTE & CUENCA SA	EUR	113	0,37	146	0,60
ES0147561015 - ACCIONES IBERPAPEL GESTION SA	EUR	237	0,77	242	1,00
ES0157261019 - ACCIONES LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	1.863	6,07	1.267	5,24
ES0118594417 - ACCIONES INDRA SISTEMAS SA	EUR	968	3,15	955	3,95
ES0129743318 - ACCIONES ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	986	3,21	1.664	6,88
ES0105611000 - ACCIONES SINGULAR PEOPLE	EUR	249	0,81	300	1,24
ES0105389003 - ACCIONES ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	238	0,78	260	1,07
ES0126501131 - ACCIONES AC ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	115	0,38	107	0,44
ES0132945017 - ACCIONES TUBACEX SA	EUR	1.672	5,45	1.981	8,19
ES0182870214 - ACCIONES SACYR SA	EUR	1.394	4,54	1.188	4,91
ES0132105018 - ACCIONES ACERINOX SA	EUR	494	1,61	422	1,74
ES0166300212 - ACCIONES NICOLAS CORREA	EUR	214	0,70	256	1,06
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		14.740	48,04	14.133	58,40
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		14.740	48,04	14.133	58,40
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIOR</b>		18.049	58,82	15.259	63,05
NO0012423476 - RFIJA INTERNATIONAL PE 7.25 2027-02-01	USD			70	0,29
Total Renta Fija Privada Cotizada mas de 1 año				70	0,29
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA</b>				70	0,29
<b>TOTAL RENTA FIJA</b>				70	0,29
MX01Q000008 - ACCIONES QUALITAS COMPAÑIA DE SEGUROS	MXN	549	1,79	368	1,52
LU1598757687 - ACCIONES ARCELORMITTAL	EUR	965	3,14	659	2,73
GB00BVBGBY890 - ACCIONES ZEGONA COMMUNICATIONS PLC	GBP	2.492	8,12	1.066	4,40
DE000A3CMGN3 - ACCIONES HGEARS AG	EUR	16	0,05	15	0,06
CA46016U1084 - ACCIONES INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	2.238	7,29	1.884	7,79
LU0569974404 - ACCIONES APERAM W/I	EUR	333	1,08	252	1,04
DE0007100000 - ACCIONES MERCEDES BENZ GROUP	EUR	1.080	3,52	844	3,49
AU000000BKY0 - ACCIONES BERKELEY ENERGIA LTD(BKY SM)	EUR	112	0,36	138	0,57
LU1704650164 - ACCIONES BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	1.348	4,39	1.193	4,93
CY0106002112 - ACCIONES ATALAYA MINING COPPER S.A	GBP	3.433	11,18	2.177	9,00
GB00B647W791 - ACCIONES SAVANNAH RESOURCES PLC	GBP	33	0,11		
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		12.598	41,03	8.595	35,53
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		12.598	41,03	8.595	35,53
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR</b>		12.598	41,03	8.666	35,82
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS</b>		30.647	99,85	23.925	98,87

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

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

## 11. Información sobre la política 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

**12. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total (Reglamento UE 2015/2365)**

Sin información