

Muza, F.I.

Informe de auditoría
Cuentas anuales a 31 de diciembre de 2025
Informe de gestión



Informe de auditoría de cuentas anuales emitido por un auditor independiente

A los partícipes de Muza, F.I. por encargo de los administradores de Muza Gestión de Activos, S.A., S.G.I.I.C. (la Sociedad gestora):

Opinión

Hemos auditado las cuentas anuales de Muza, F.I. (el Fondo), que comprenden el balance a 31 de diciembre de 2025, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto y la memoria correspondientes al ejercicio terminado en dicha fecha.

En nuestra opinión, las cuentas anuales adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera del Fondo a 31 de diciembre de 2025, así como de sus resultados correspondientes al ejercicio terminado en dicha fecha, de conformidad con el marco normativo de información financiera que resulta de aplicación (que se identifica en la nota 2 de la memoria) y, en particular, con los principios y criterios contables contenidos en el mismo.

Fundamento de la opinión

Hemos llevado a cabo nuestra auditoría de conformidad con la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas vigente en España. Nuestras responsabilidades de acuerdo con dichas normas se describen más adelante en la sección *Responsabilidades del auditor en relación con la auditoría de las cuentas anuales* de nuestro informe.

Somos independientes del Fondo de conformidad con los requerimientos de ética, incluidos los de independencia, que son aplicables a nuestra auditoría de las cuentas anuales en España según lo exigido por la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas. En este sentido, no hemos prestado servicios distintos a los de la auditoría de cuentas ni han concurrido situaciones o circunstancias que, de acuerdo con lo establecido en la citada normativa reguladora, hayan afectado a la necesaria independencia de modo que se haya visto comprometida.

Consideramos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido proporciona una base suficiente y adecuada para nuestra opinión.

Aspectos más relevantes de la auditoría

Los aspectos más relevantes de la auditoría son aquellos que, según nuestro juicio profesional, han sido considerados como los riesgos de incorrección material más significativos en nuestra auditoría de las cuentas anuales del periodo actual. Estos riesgos han sido tratados en el contexto de nuestra auditoría de las cuentas anuales en su conjunto, y en la formación de nuestra opinión sobre éstas, y no expresamos una opinión por separado sobre esos riesgos.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.
Torre PwC, Pº de la Castellana 259 B, 28046
Madrid, España
Tel.: +34 915 684 400 / +34 902 021 111

R. M. Madrid, hoja M-63.988, folio 75, tomo 9.267, libro 8.054, sección 3.ª
Inscrita en el R.O.A.C. con el número S0242 - NIF: B-79031290

Cartera de inversiones financieras

De conformidad con la legislación vigente, el objeto social de las Instituciones de Inversión Colectiva es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

De acuerdo con la actividad anteriormente descrita, el patrimonio atribuido a partícipes del Fondo está fundamentalmente invertido en instrumentos financieros. La política contable aplicable a la cartera de inversiones financieras (en adelante, la cartera) del Fondo, se encuentra descrita en la nota 3 de la memoria adjunta y el detalle de la cartera, por tipo de activo, a 31 de diciembre de 2025 se muestra en el balance adjunto.

Identificamos esta área como el aspecto más relevante de la auditoría del Fondo, por la repercusión que la cartera tiene en el cálculo del valor liquidativo.

El Fondo mantiene un contrato de gestión con Muza Gestión de Activos, S.A., S.G.I.I.C., como Sociedad gestora. Hemos obtenido un entendimiento de los procedimientos y los criterios empleados por la Sociedad gestora en la determinación del valor razonable de los instrumentos financieros del Fondo.

Adicionalmente, hemos realizado procedimientos sobre la cartera del Fondo, entre los que destacan los siguientes:

Obtención de confirmaciones de la Entidad depositaria de los títulos

Solicitamos a la Entidad depositaria las confirmaciones relativas a la existencia de la totalidad de los títulos recogidos en la cartera del Fondo a 31 de diciembre de 2025, comparando la respuesta recibida con los registros contables del Fondo, proporcionados por la Sociedad gestora.

Valoración de la cartera

Comprobamos la valoración de los activos que se encuentran en la cartera del Fondo a 31 de diciembre de 2025, mediante la re-ejecución de los cálculos realizados por la Sociedad gestora y utilizando para ello valores fiables de mercado a la fecha de análisis.

Como consecuencia de los procedimientos realizados, no se han identificado diferencias significativas.

Otra información: Informe de gestión

La otra información comprende exclusivamente el informe de gestión del ejercicio 2025, cuya formulación es responsabilidad de los administradores de la Sociedad gestora y no forma parte integrante de las cuentas anuales.

Nuestra opinión de auditoría sobre las cuentas anuales no cubre el informe de gestión. Nuestra responsabilidad sobre el informe de gestión, de conformidad con lo exigido por la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas, consiste en evaluar e informar sobre la concordancia del informe de gestión con las cuentas anuales, a partir del conocimiento de la entidad obtenido en la realización de la auditoría de las citadas cuentas, así como en evaluar e informar de si el contenido y presentación del informe de gestión son conformes a la normativa que resulta de aplicación. Si, basándonos en el trabajo que hemos realizado, concluimos que existen incorrecciones materiales, estamos obligados a informar de ello.

Sobre la base del trabajo realizado, según lo descrito en el párrafo anterior, la información que contiene el informe de gestión concuerda con la de las cuentas anuales del ejercicio 2025 y su contenido y presentación son conformes a la normativa que resulta de aplicación.

Responsabilidad de los administradores de la Sociedad gestora en relación con las cuentas anuales

Los administradores de la Sociedad gestora son responsables de formular las cuentas anuales adjuntas, de forma que expresen la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del Fondo, de conformidad con el marco normativo de información financiera aplicable a la entidad en España, y del control interno que consideren necesario para permitir la preparación de cuentas anuales libres de incorrección material, debida a fraude o error.

En la preparación de las cuentas anuales, los administradores de la Sociedad gestora son responsables de la valoración de la capacidad del Fondo para continuar como empresa en funcionamiento, revelando, según corresponda, las cuestiones relacionadas con empresa en funcionamiento y utilizando el principio contable de empresa en funcionamiento excepto si los citados administradores tienen intención de liquidar el Fondo o de cesar sus operaciones, o bien no exista otra alternativa realista.

Responsabilidades del auditor en relación con la auditoría de las cuentas anuales

Nuestros objetivos son obtener una seguridad razonable de que las cuentas anuales en su conjunto están libres de incorrección material, debida a fraude o error, y emitir un informe de auditoría que contiene nuestra opinión.

Seguridad razonable es un alto grado de seguridad, pero no garantiza que una auditoría realizada de conformidad con la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas vigente en España siempre detecte una incorrección material cuando existe. Las incorrecciones pueden deberse a fraude o error y se consideran materiales si, individualmente o de forma agregada, puede preverse razonablemente que influyan en las decisiones económicas que los usuarios toman basándose en las cuentas anuales.

Como parte de una auditoría de conformidad con la normativa reguladora de la actividad de auditoría de cuentas vigente en España, aplicamos nuestro juicio profesional y mantenemos una actitud de escepticismo profesional durante toda la auditoría. También:

- Identificamos y valoramos los riesgos de incorrección material en las cuentas anuales, debida a fraude o error, diseñamos y aplicamos procedimientos de auditoría para responder a dichos riesgos y obtenemos evidencia de auditoría suficiente y adecuada para proporcionar una base para nuestra opinión. El riesgo de no detectar una incorrección material debida a fraude es más elevado que en el caso de una incorrección material debida a error, ya que el fraude puede implicar colusión, falsificación, omisiones deliberadas, manifestaciones intencionadamente erróneas, o la elusión del control interno.
- Obtenemos conocimiento del control interno relevante para la auditoría con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados en función de las circunstancias, y no con la finalidad de expresar una opinión sobre la eficacia del control interno de la entidad.
- Evaluamos si las políticas contables aplicadas son adecuadas y la razonabilidad de las estimaciones contables y la correspondiente información revelada por los administradores de la Sociedad gestora.
- Concluimos sobre si es adecuada la utilización, por los administradores de la Sociedad gestora, del principio contable de empresa en funcionamiento y, basándonos en la evidencia de auditoría obtenida, concluimos sobre si existe o no una incertidumbre material relacionada con hechos o con condiciones que pueden generar dudas significativas sobre la capacidad del Fondo para continuar como empresa en funcionamiento. Si concluimos que existe una incertidumbre material, se requiere que llamemos la atención en nuestro informe de auditoría sobre la correspondiente información revelada en las cuentas anuales o, si dichas revelaciones no son adecuadas, que expresemos una opinión modificada. Nuestras conclusiones se basan en la evidencia de auditoría obtenida hasta la fecha de nuestro informe de auditoría. Sin embargo, los hechos o condiciones futuros pueden ser la causa de que el Fondo deje de ser una empresa en funcionamiento.

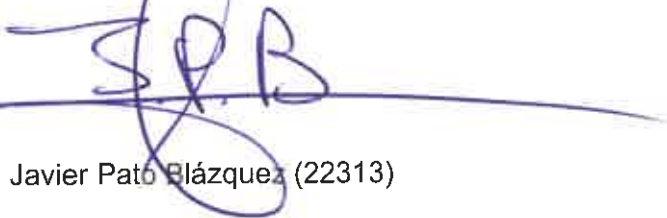
- Evaluamos la presentación global, la estructura y el contenido de las cuentas anuales, incluida la información revelada, y si las cuentas anuales representan las transacciones y hechos subyacentes de un modo que logran expresar la imagen fiel.

Nos comunicamos con los administradores de la Sociedad gestora en relación con, entre otras cuestiones, el alcance y el momento de realización de la auditoría planificados y los hallazgos significativos de la auditoría, así como cualquier deficiencia significativa del control interno que identificamos en el transcurso de la auditoría.

Entre los riesgos significativos que han sido objeto de comunicación a los administradores de la Sociedad gestora, determinamos los que han sido de la mayor significatividad en la auditoría de las cuentas anuales del periodo actual y que son, en consecuencia, los riesgos considerados más significativos.

Describimos esos riesgos en nuestro informe de auditoría salvo que las disposiciones legales o reglamentarias prohíban revelar públicamente la cuestión.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L. (S0242)



Javier Pato Blázquez (22313)

28 de abril de 2026





CLASE 8ª



OP4408841

Muza, F.I.

Balance al 31 de diciembre de 2025

(Expresado en euros)

ACTIVO	2025	2024
Activo no corriente	-	-
Inmovilizado intangible	-	-
Inmovilizado material	-	-
Bienes inmuebles de uso propio	-	-
Mobiliario y enseres	-	-
Activos por impuesto diferido	-	-
Activo corriente	31 690 480,12	21 496 864,53
Deudores	684 747,85	247 943,92
Cartera de inversiones financieras	30 902 659,02	21 181 132,38
Cartera interior	18 049 027,19	14 648 629,16
Valores representativos de deuda	3 309 349,58	2 198 846,87
Instrumentos de patrimonio	14 739 677,61	12 449 782,29
Instituciones de Inversión Colectiva	-	-
Depósitos en Entidades de Crédito	-	-
Derivados	-	-
Otros	-	-
Cartera exterior	12 788 543,35	6 493 411,85
Valores representativos de deuda	-	79 249,51
Instrumentos de patrimonio	12 597 817,69	6 414 162,34
Instituciones de Inversión Colectiva	-	-
Depósitos en Entidades de Crédito	-	-
Derivados	190 725,66	-
Otros	-	-
Intereses de la cartera de inversión	65 088,48	39 091,37
Inversiones morosas, dudosas o en litigio	-	-
Periodificaciones	-	-
Tesorería	103 073,25	67 788,23
TOTAL ACTIVO	31 690 480,12	21 496 864,53

Las Notas 1 a 13, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante del balance al 31 de diciembre de 2025.



CLASE 8.^a



OP4408842

Muza, F.I.

Balance al 31 de diciembre de 2025

(Expresado en euros)

PATRIMONIO Y PASIVO	2025	2024
Patrimonio atribuido a partícipes o accionistas	30 696 567,50	21 453 741,23
Fondos reembolsables atribuidos a partícipes o accionistas	30 696 567,50	21 453 741,23
Capital	-	-
Partícipes	22 292 595,55	21 761 151,17
Prima de emisión	-	-
Reservas	-	-
(Acciones propias)	-	-
Resultados de ejercicios anteriores	-	-
Otras aportaciones de socios	-	-
Resultado del ejercicio	8 403 971,95	(307 409,94)
(Dividendo a cuenta)	-	-
Ajustes por cambios de valor en inmovilizado material de uso propio	-	-
Otro patrimonio atribuido	-	-
Pasivo no corriente	-	-
Provisiones a largo plazo	-	-
Deudas a largo plazo	-	-
Pasivos por impuesto diferido	-	-
Pasivo corriente	993 912,62	43 123,30
Provisiones a corto plazo	-	-
Deudas a corto plazo	-	-
Acreedores	843 912,62	43 123,30
Pasivos financieros	-	-
Derivados	150 000,00	-
Periodificaciones	-	-
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	31 690 480,12	21 496 864,53
CUENTAS DE ORDEN	2025	2024
Cuentas de compromiso	11 247 880,00	-
Compromisos por operaciones largas de derivados	-	-
Compromisos por operaciones cortas de derivados	11 247 880,00	-
Otras cuentas de orden	294 387,63	-
Valores cedidos en préstamo por la IIC	-	-
Valores aportados como garantía por la IIC	-	-
Valores recibidos en garantía por la IIC	-	-
Capital nominal no suscrito ni en circulación	-	-
Pérdidas fiscales a compensar	294 387,63	-
Otros	-	-
TOTAL CUENTAS DE ORDEN	11 542 267,63	-

Las Notas 1 a 13, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante del balance al 31 de diciembre de 2025.



CLASE 8.^a



OP4408843

Muza, F.I.

Cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

(Expresada en euros)

	2025	2024
Comisiones de descuento por suscripciones y/o reembolsos	-	-
Comisiones retrocedidas a la Institución de Inversión Colectiva	-	-
Gastos de personal	-	-
Otros gastos de explotación	(1 014 240,65)	(260 454,94)
Comisión de gestión	(977 983,35)	(226 784,91)
Comisión de depositario	(17 362,45)	(15 872,83)
Ingreso/gasto por compensación compartimento	-	-
Otros	(18 894,85)	(17 797,20)
Amortización del inmovilizado material	-	-
Excesos de provisiones	-	-
Deterioro y resultados por enajenaciones de inmovilizado	-	-
Resultado de explotación	(1 014 240,65)	(260 454,94)
Ingresos financieros	1 174 461,10	1 335 179,82
Gastos financieros	(21 279,10)	(13 156,55)
Variación del valor razonable en instrumentos financieros	6 876 609,30	(1 349 625,82)
Por operaciones de la cartera interior	2 457 229,37	(768 829,96)
Por operaciones de la cartera exterior	4 732 460,41	(580 795,86)
Por operaciones con derivados	(313 080,48)	-
Otros	-	-
Diferencias de cambio	(8 643,24)	4 183,01
Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	1 479 204,01	(23 535,46)
Deterioros	-	-
Resultados por operaciones de la cartera interior	1 125 695,96	240 573,67
Resultados por operaciones de la cartera exterior	213 393,64	275 995,76
Resultados por operaciones con derivados	140 032,76	(540 149,40)
Otros	81,65	44,51
Resultado financiero	9 500 352,07	(46 955,00)
Resultado antes de impuestos	8 486 111,42	(307 409,94)
Impuesto sobre beneficios	(82 139,47)	-
RESULTADO DEL EJERCICIO	8 403 971,95	(307 409,94)

Las Notas 1 a 13, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante de la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025.

Muza, F.I.

Estado de cambios en el patrimonio neto correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresado en euros)

A) Estado de ingresos y gastos reconocidos		31 de diciembre de 2025		31 de diciembre de 2024		
Resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias		8 403 971,95		(307 409,94)		
Total ingresos y gastos imputados directamente en el patrimonio atribuido a participes y accionistas						
Total transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias						
Total de ingresos y gastos reconocidos		8 403 971,95		(307 409,94)		
B) Estado total de cambios en el patrimonio neto						
	Participes	Reservas	Resultados de ejercicios anteriores	Resultado del ejercicio	Otro patrimonio atribuido	Total
Saldos al 31 de diciembre de 2023	20 719 382,99	-	-	1 869 972,51	-	22 589 355,50
Ajustes por cambios de criterio	-	-	-	-	-	-
Ajustes por errores	-	-	-	-	-	-
Saldo ajustado	20 719 382,99	-	-	1 869 972,51	-	22 589 355,50
Total ingresos y gastos reconocidos	-	-	-	(307 409,94)	-	(307 409,94)
Aplicación del resultado del ejercicio	1 869 972,51	-	-	(1 869 972,51)	-	-
Operaciones con participes	-	-	-	-	-	-
Suscripciones	1 394 897,15	-	-	-	-	1 394 897,15
Reembolsos	(2 223 101,48)	-	-	-	-	(2 223 101,48)
Otras variaciones del patrimonio	-	-	-	-	-	-
Saldos al 31 de diciembre de 2024	21 761 151,17	-	-	(307 409,94)	-	21 453 741,23
Ajustes por cambios de criterio	-	-	-	-	-	-
Ajustes por errores	-	-	-	-	-	-
Saldo ajustado	21 761 151,17	-	-	(307 409,94)	-	21 453 741,23
Total ingresos y gastos reconocidos	-	-	-	8 403 971,95	-	8 403 971,95
Aplicación del resultado del ejercicio	(307 409,94)	-	-	307 409,94	-	-
Operaciones con participes	-	-	-	-	-	-
Suscripciones	2 161 811,53	-	-	-	-	2 161 811,53
Reembolsos	(1 322 957,21)	-	-	-	-	(1 322 957,21)
Otras variaciones del patrimonio	-	-	-	-	-	-
Saldos al 31 de diciembre de 2025	22 292 595,55	-	-	8 403 971,95	-	30 696 567,50

Las Notas 1 a 13, descritas en la memoria adjunta, forman parte integrante del estado de cambios en el patrimonio neto correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025.



OP4408844



CLASE 8.^a



OP4408845

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresada en euros)

1. Actividad y gestión del riesgo

a) Actividad

Muza, F.I., en lo sucesivo el Fondo, fue constituido en Madrid el 30 de mayo de 2019. Tiene su domicilio social en Calle Castelló, 128-9º, Madrid.

El Fondo se encuentra inscrito en el Registro de Fondos de Inversión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.) desde el 21 de junio de 2019 con el número 5391, adquiriendo, a efectos legales, la consideración de Fondo de Inversión a partir de entonces.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 1º de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y sucesivas modificaciones (en adelante "Ley 35/2003"), el objeto social de las Instituciones de Inversión Colectiva es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

La gestión, administración y representación del Fondo está encomendada a Muza Gestión de Activos, S.A., S.G.I.I.C., sociedad participada al 50,00% por Finlurem, S.L. y al 50% por Horizon Capital, S.L., siendo la Entidad Depositaria del Fondo, Caceis Bank Spain, S.A. Dicha Entidad Depositaria debe desarrollar determinadas funciones de vigilancia, supervisión, custodia y administración para el Fondo, de acuerdo con lo establecido en la normativa en vigor.

El Fondo está sometido a la normativa legal específica de los Fondos de Inversión, recogida principalmente por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, y sucesivas modificaciones (en adelante "Real Decreto 1082/2012"), por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003. Los principales aspectos de esta normativa que le son aplicables son los siguientes:

- El patrimonio mínimo deberá situarse en 3.000.000 euros.
- El número de partícipes del Fondo no podrá ser inferior a 100.

Cuando por circunstancias del mercado o por el obligatorio cumplimiento de la normativa en vigor, el patrimonio o el número de partícipes de un fondo, o de uno de sus compartimentos, descendieran de los mínimos establecidos en el Real Decreto 1082/2012, dichas Instituciones gozarán del plazo de un año, durante el cual podrán continuar operando como tales.

- Los valores mobiliarios y demás activos financieros del Fondo no pueden pignorararse ni constituirse en garantía de ninguna clase, salvo para servir de garantía de las operaciones que el Fondo realice en los mercados secundarios oficiales de derivados, y deben estar bajo la custodia de las Entidades legalmente habilitadas para el ejercicio de esta función.
- Para gestionar la liquidez del Fondo, la Sociedad Gestora deberá contar con sistemas internos de control de la profundidad del mercado de los valores en que invierte considerando la negociación habitual y el volumen invertido, para procurar una liquidación ordenada de las posiciones del Fondo a través de los mecanismos normales de contratación. Los documentos informativos del Fondo deberán contener una explicación sobre la política adoptada a este respecto.



CLASE 8.^a



OP4408846

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresada en euros)

- Se establecen unos porcentajes máximos de obligaciones frente a terceros y de concentración de inversiones.
- El Fondo se encuentra sujeto a unos límites generales a la utilización de instrumentos derivados por riesgo de mercado, así como a unos límites por riesgo de contraparte.

De acuerdo con el folleto registrado del Fondo, la Sociedad Gestora y la Entidad Depositaria percibirán una comisión anual en concepto de gastos de gestión y gastos de depositaria, respectivamente, que no podrán exceder los límites establecidos en la normativa vigente. Ambas entidades perciben una comisión anual según el siguiente detalle:

	2025	2024
Comisión de gestión		
Sobre patrimonio	1,00%	1,00%
Sobre resultados	9,00%	9,00%

Como consecuencia de haber superado el valor liquidativo de la fecha de referencia, el Fondo ha registrado importe de 730 miles de euros por este concepto en el ejercicio 2025, no habiendo registrado importe alguno por este concepto al cierre del ejercicio 2024.

Igualmente, el Folleto del Fondo establece una remuneración de la Entidad Depositaria que no podrá exceder del 0,20% anual del patrimonio custodiado en los ejercicios 2025 y 2024. La comisión por tramos se aplica de manera acumulativa siendo los tramos aplicados los siguientes:

Tramos				Comisión aplicada	
Hasta	50 000 000,00 euros				0,07%
Desde	50 000 000,01 euros	hasta	75 000 000,00 euros		0,065%
Desde	75 000 000,01 euros	hasta	125 000 000,00 euros		0,055%
Desde	125 000 000,01 euros				0,045%

Al 31 de diciembre de 2025 y 2024, la Sociedad Gestora no aplica a los partícipes del Fondo comisión sobre el importe de las participaciones suscritas, ni sobre el importe de las participaciones reembolsadas.

Durante los ejercicios 2025 y 2024, el Fondo no ha recibido importes como consecuencia de la devolución de las comisiones de gestión devengadas por las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas por entidades no pertenecientes al Grupo, en las que ha invertido el Fondo.

b) Gestión del riesgo

La política de inversión del Fondo, así como la descripción de los principales riesgos asociados, se detallan en el folleto registrado y están a disposición del público en el registro correspondiente de la C.N.M.V. y en la Sociedad Gestora.

Debido a la operativa en mercados financieros del Fondo, los principales riesgos a los que se encuentra expuesto son los siguientes:



CLASE 8.^a



0P4408847

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

(Expresada en euros)

- **Riesgo de mercado:** representa el riesgo de incurrir en pérdidas debido a movimientos adversos en los precios de mercado de los activos financieros en los que opera el Fondo. Entre dichos riesgos, los más significativos son los de tipo de interés, los de tipo de cambio y las cotizaciones de los títulos que el Fondo tenga en cartera.
- **Riesgo de crédito:** se trata del riesgo de que puedan originarse pérdidas potenciales debidas a cambios en la capacidad o intención de la contraparte de cumplir sus obligaciones financieras con el Fondo.
- **Riesgo de liquidez:** se produce cuando existen dificultades en el momento de realizar en el mercado los activos en cartera.
- **Riesgo operacional:** aquel que puede provocar pérdidas como resultado de errores humanos, procesos internos inadecuados o defectuosos, fallos en los sistemas o como consecuencia de acontecimientos externos.
- **Riesgo de sostenibilidad:** se tiene en consideración cuando el Fondo promueve características medioambientales o sociales, como se recoge en el artículo 8 ó 9 del Reglamento de la Unión Europea 2019/2088. Se considera todo acontecimiento o estado medioambiental, social o de gobernanza que, de ocurrir, pudiera surtir un efecto material negativo sobre el valor de la inversión. El proceso de inversión tiene en cuenta los riesgos de sostenibilidad y está basado en análisis propios. Para ello la Sociedad Gestora utiliza una metodología propia y tiene en cuenta información ASG publicada por las propias compañías o emisores de los activos en los que invierte, así como "ratings" publicados por proveedores externos. El riesgo de sostenibilidad de las inversiones dependerá, entre otros, del tipo de emisor, el sector de actividad o su localización geográfica. De este modo, las inversiones que presenten un mayor riesgo de sostenibilidad pueden ocasionar una disminución del precio de los activos subyacentes y, por tanto, afectar negativamente al valor liquidativo de la participación del Fondo. La Sociedad Gestora tiene en cuenta las incidencias adversas de las decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad, en línea con su Declaración de Principales Incidencias Adversas (PIAS) que se informan a los partícipes en los informes periódicos.

La Sociedad Gestora tiene establecidos los mecanismos necesarios para controlar la exposición a los riesgos de mercado, crédito y liquidez, así como el referido al riesgo operacional. En este sentido, el control de los coeficientes normativos mencionados en el apartado 1.a) anterior, limitan la exposición a algunos de dichos riesgos.

2. Bases de presentación de las cuentas anuales

a) Imagen fiel

Las cuentas anuales, formuladas por los Administradores de la Sociedad Gestora del Fondo, han sido preparadas a partir de los registros contables del Fondo, habiéndose aplicado las disposiciones legales vigentes en materia contable que le son aplicables, con el objeto de mostrar la imagen fiel de su patrimonio, de su situación financiera y de sus resultados.



CLASE 8.^a



OP4408848

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresada en euros)

Las cuentas anuales adjuntas se encuentran pendientes de aprobación por el Consejo de Administración de la Sociedad Gestora, si bien los Administradores estiman que serán aprobadas sin modificaciones significativas.

b) Principios contables

Para la elaboración de estas cuentas anuales se han seguido los principios y criterios contables y de clasificación recogidos, fundamentalmente, en la Circular 3/2008 de la C.N.M.V. y sucesivas modificaciones. Los principios más significativos se describen en la Nota 3. No existe ningún principio contable de aplicación obligatoria que, siendo significativo su efecto sobre estas cuentas anuales, se haya dejado de aplicar.

c) Comparabilidad

Las cuentas anuales al 31 de diciembre de 2025 se presentan atendiendo a la estructura y principios contables establecidos en la normativa vigente de la C.N.M.V.

Los Administradores de la Sociedad Gestora presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance, de la cuenta de pérdidas y ganancias y del estado de cambios en el patrimonio neto, además de las cifras del ejercicio 2025, las correspondientes al ejercicio anterior.

No se han producido modificaciones contables que afecten significativamente a la comparación entre las cuentas anuales de los ejercicios 2025 y 2024.

d) Estimaciones contables y corrección de errores

En determinadas ocasiones los Administradores de la Sociedad Gestora han realizado estimaciones para obtener la valoración de algunos activos, pasivos, ingresos, gastos y compromisos que figuran registrados en las cuentas anuales. Dichas estimaciones se refieren, principalmente, al valor razonable y a las posibles pérdidas por deterioro de determinados activos financieros, si los hubiera. Aun cuando estas se consideren las mejores estimaciones posibles, en base a la información existente en el momento del cálculo, acontecimientos futuros podrían obligar a modificarlas prospectivamente, de acuerdo con la normativa vigente.

En cualquier caso, el valor liquidativo del Fondo se verá afectado por las fluctuaciones de los precios del mercado y otros riesgos asociados a las inversiones financieras.

No existen cambios en las estimaciones contables ni errores que se hubieran producido en ejercicios anteriores y hayan sido detectados durante los ejercicios 2025 y 2024.

Las cifras contenidas en los documentos que componen estas cuentas anuales, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto y esta memoria, están expresadas en euros, excepto cuando se indique expresamente.



CLASE 8.^a



OP4408849

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresada en euros)

3. Resumen de los principios contables y normas de valoración más significativos

Los principios contables más significativos aplicados en la formulación de estas cuentas anuales han sido los siguientes:

a) Principio de empresa en funcionamiento

En la elaboración de las cuentas anuales se ha considerado que la gestión del Fondo continuará en el futuro previsible. Por tanto, la aplicación de las normas contables no está encaminada a determinar el valor del patrimonio a efectos de su transmisión global o parcial ni el importe resultante en caso de su liquidación.

b) Principio del devengo

Los ingresos y gastos se registran contablemente en función del periodo en que se devengan, con independencia de cuando se produce su cobro o pago efectivo.

c) Deudores

La valoración inicial se realiza por su valor razonable que, salvo evidencia en contrario, es el precio de la transacción, que equivale al valor razonable de la contraprestación entregada más los costes de transacción que les sean directamente atribuibles.

La valoración posterior se hace a su coste amortizado. Los intereses devengados se contabilizan en la cuenta de pérdidas y ganancias aplicando el método del tipo de interés efectivo. No obstante, aquellas partidas cuyo importe se espere recibir en un plazo de tiempo inferior a un año se valoran por su valor nominal.

Las pérdidas por deterioro del valor de las partidas a cobrar se calculan teniendo en cuenta los flujos de efectivo futuros estimados, descontados al tipo de interés efectivo calculado en el momento del reconocimiento. Las correcciones valorativas por deterioro, así como su reversión se reconocen como un gasto o un ingreso en la cuenta de pérdidas y ganancias.

d) Cartera de inversiones financieras

Los activos de la cartera de inversiones financieras han sido considerados como activos financieros a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias. Los principales productos financieros recogidos en la cartera, así como la determinación de su valor razonable se describen a continuación:

- Valores representativos de deuda: valores que suponen una deuda para su emisor y que devengan una remuneración consistente en un interés establecido contractualmente.

El valor razonable de los valores representativos de deuda cotizados se determina por los precios de cotización en un mercado, siempre y cuando este sea activo y los precios se obtengan de forma consistente. Cuando no estén disponibles precios de cotización el valor razonable se corresponde con el precio de la transacción más reciente siempre que no haya habido un cambio significativo en las circunstancias económicas desde el momento de la transacción.



CLASE 8.^a



OP4408850

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresada en euros)

Los intereses devengados no cobrados de valores representativos de deuda se periodifican de acuerdo con el tipo de interés efectivo y forman parte del resultado del ejercicio.

- Instrumentos de patrimonio: instrumentos financieros emitidos por otras entidades, tales como acciones y cuotas participativas, que tienen la naturaleza de instrumentos de capital para el emisor.

El valor razonable de los instrumentos de patrimonio cotizados lo establece el cambio oficial de cierre del día de la fecha del balance, si existe, o inmediato hábil anterior o el cambio medio ponderado si no existiera precio oficial de cierre.

- Depósitos en entidades de crédito: depósitos que el Fondo mantiene en entidades de crédito, a excepción de los saldos que se recogen en el epígrafe de Tesorería.

Se considera valor razonable el precio que iguala el rendimiento interno de la inversión a los tipos de mercado vigentes en cada momento.

- Acciones o participaciones de otras Instituciones de Inversión Colectiva: su valor razonable se establece en función del valor liquidativo o valor de cotización del día de referencia. En el caso de que para el día de referencia no se calculara un valor liquidativo, se utiliza el último valor liquidativo disponible. Para las inversiones en Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre, Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre e Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras similares, se utilizan, en su caso, valores liquidativos estimados.
- Derivados: incluye, entre otros, las diferencias de valor en los contratos de futuros y forwards, las primas pagadas/cobradas por warrants y opciones compradas/emitidas, cobros o pagos asociados a los contratos de permuta financiera, así como las inversiones en productos estructurados.

El valor del cambio oficial de cierre el día de referencia determina su valor razonable. Para los no negociados en mercados organizados, la Sociedad Gestora establece un modelo de valoración en función de las condiciones específicas establecidas en la Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la C.N.M.V., sobre operaciones con instrumentos derivados de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Los activos en los que concurra un deterioro notorio e irrecuperable de su inversión se darán de baja con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Los activos y pasivos financieros se dan de baja en el balance cuando se traspasan, sustancialmente, todos los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad de estos.

e) Adquisición y cesión temporal de activos

Las adquisiciones temporales de activos o adquisiciones con pacto de retrocesión se contabilizan por el importe efectivo desembolsado, cualesquiera que sean los instrumentos subyacentes, en la cuenta de activo correspondiente.

La diferencia entre este importe y el precio de retrocesión se imputa como ingreso en la cuenta de pérdidas y ganancias utilizando el método del tipo de interés efectivo.



OP4408851

CLASE 8.^a

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025 (Expresada en euros)

Las diferencias de valor razonable se imputan en la cuenta de pérdidas y ganancias en el epígrafe de Variación del valor razonable en instrumentos financieros.

La cesión en firme del activo adquirido temporalmente se registra como pasivo financiero a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.

f) Instrumentos de patrimonio

Los instrumentos de patrimonio cotizados se registran en el momento de su contratación por el valor razonable de la contraprestación entregada, incluyendo los costes de transacción explícitos directamente atribuibles a la operación.

Las diferencias que surjan como consecuencia de los cambios en el valor razonable de estos activos se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias de la siguiente forma: las diferencias negativas o diferencias positivas se registran bajo el epígrafe de Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros o de Variación del valor razonable en instrumentos financieros por operaciones de la cartera interior o exterior, según los cambios se hayan liquidado o no, utilizando como contrapartida la cuenta de Instrumentos de patrimonio, de la cartera interior o exterior del activo del balance.

g) Valores representativos de deuda

Los valores representativos de deuda se registran en el momento de su liquidación por el valor razonable de la contraprestación entregada, incluyendo los costes de transacción explícitos directamente atribuibles a la operación.

Las diferencias que surjan como consecuencia de los cambios en el valor razonable de estos activos se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias de la siguiente forma: las diferencias negativas o diferencias positivas se registran bajo el epígrafe de Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros o de Variación del valor razonable en instrumentos financieros por operaciones de la cartera interior o exterior, según los activos se hayan liquidado o no, utilizando como contrapartida la cuenta de Valores representativos de deuda, de la cartera interior o exterior del activo del balance.

h) Operaciones de derivados

Las operaciones de derivados se registran en el momento de su contratación y hasta el momento de cierre de la posición o el vencimiento del contrato, en el epígrafe correspondiente de cuentas de orden, por el importe nominal comprometido.

Los fondos depositados en concepto de garantía tienen la consideración contable de depósito cedido, registrándose en el capítulo correspondiente del epígrafe de Deudores del activo en el balance.

El valor razonable de los valores aportados en garantía se registra en cuentas de orden en el epígrafe de Valores aportados como garantía por la Institución de Inversión Colectiva.

Las primas resultantes de las opciones compradas o emitidas se reflejan en el epígrafe de Derivados del activo o pasivo del balance, en la fecha de ejecución de la operación.



CLASE 8.^a



OP4408852

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

(Expresada en euros)

La contrapartida de los cobros o pagos asociados a cada contrato de permuta financiera, se registran en el epígrafe de Derivados de la cartera interior o exterior del activo o del pasivo corriente del balance, según corresponda.

Las diferencias que surjan como consecuencia de los cambios en el valor razonable de estos activos se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias de la siguiente forma: las diferencias negativas o diferencias positivas se registran bajo el epígrafe de Resultados por operaciones con derivados o de Variación del valor razonable en instrumentos financieros por operaciones con derivados según éstos se hayan liquidado o no, utilizando como contrapartida el epígrafe de Derivados, de la cartera interior o exterior del activo o del pasivo corriente del balance.

Al 31 de diciembre de 2024, no existían en la cartera operaciones de derivados.

i) Moneda extranjera

En el caso de partidas monetarias que sean tesorería, débitos y créditos, las diferencias de cambio, tanto positivas como negativas, se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias bajo el epígrafe de Diferencias de cambio.

Para el resto de las partidas monetarias y no monetarias que forman parte de la cartera de inversiones financieras, las diferencias de cambio se tratan juntamente con las pérdidas y ganancias derivadas de la valoración.

j) Valor liquidativo de las participaciones

La determinación del patrimonio del Fondo a los efectos del cálculo del valor liquidativo de las correspondientes participaciones que lo componen se realiza de acuerdo con los criterios establecidos en la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la C.N.M.V., sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las Instituciones de Inversión Colectiva.

k) Suscripciones y reembolsos

Las suscripciones y reembolsos de participaciones se contabilizan por el importe efectivamente suscrito o reembolsado con abono o cargo, respectivamente, al capítulo de Partícipes del pasivo del balance del Fondo.

El precio de las participaciones será el valor liquidativo correspondiente al plazo establecido en el folleto informativo, determinándose de este modo tanto el número de participaciones suscritas o reembolsadas, como el efectivo a reembolsar en su caso. Durante el periodo que media entre la solicitud y la determinación efectiva del precio de las participaciones, el importe solicitado se registra en el capítulo de Solicitudes de suscripción pendientes de asignar participaciones, del pasivo del balance del Fondo.

l) Impuesto sobre beneficios

La cuenta de pérdidas y ganancias recoge el gasto por el Impuesto sobre beneficios, en cuyo cálculo se contempla el efecto del diferimiento de las diferencias producidas entre la base imponible del impuesto y el resultado contable antes de aplicar el impuesto que revierte en periodos subsiguientes.



CLASE 8.^a



OP4408853

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresada en euros)

Los pasivos por impuestos diferidos se reconocen siempre, en cambio los activos por impuestos diferidos sólo se reconocen en la medida en que resulte probable que la Institución disponga de ganancias fiscales futuras que permitan la aplicación de estos activos.

Los derechos a compensar en ejercicios posteriores por las pérdidas fiscales no dan lugar al reconocimiento de un activo por impuesto diferido en ningún caso y sólo se reconocen mediante la compensación del gasto por impuesto con la frecuencia del cálculo del valor liquidativo. Las pérdidas fiscales que puedan compensarse se registran en el epígrafe de Cuentas de orden - Pérdidas fiscales a compensar.

4. Deudores

El desglose de los deudores, al 31 de diciembre de 2025 y 2024, es el siguiente:

	2025	2024
Depósitos de garantía	526 530,97	-
Operaciones pendientes de liquidar	-	13 295,65
Administraciones públicas deudoras	158 216,88	234 648,27
	684 747,85	247 943,92

El capítulo Depósitos de garantía al 31 de diciembre de 2025, recoge los importes cedidos en garantía por posiciones vivas en derivados al cierre del ejercicio.

El capítulo Operaciones pendientes de liquidar al 31 de diciembre de 2024, recoge las operaciones de venta de activos pendientes de liquidar a cierre del ejercicio.

El capítulo de Administraciones públicas deudoras, recoge las retenciones sobre intereses y otros rendimientos de capital mobiliario pendientes de liquidar a cierre del ejercicio correspondiente.

5. Acreedores

El desglose de los acreedores, al 31 de diciembre de 2025 y 2024, es el siguiente:

	2025	2024
Administraciones públicas acreedoras	82 139,47	-
Otros	761 773,15	43 123,30
	843 912,62	43 123,30

El capítulo de Administraciones Públicas acreedoras al 31 de diciembre de 2025 recoge el Impuesto sobre beneficios devengado en el ejercicio.

El capítulo Acreedores - Otros recoge, principalmente, el importe de las comisiones de gestión y depositaría pendientes de pago al cierre del ejercicio correspondiente.



CLASE 8.ª



0P4408854

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

(Expresada en euros)

Durante los ejercicios 2025 y 2024, el Fondo no ha realizado pagos que acumularan aplazamientos superiores a los legalmente establecidos. Asimismo, al cierre de los ejercicios 31 de diciembre de 2025 y 2024, el Fondo no tiene saldo alguno pendiente de pago que acumule un aplazamiento superior al plazo legal establecido.

6. Cartera de inversiones financieras

El detalle de la cartera de inversiones financieras del Fondo, por tipo de activo, al 31 de diciembre de 2025 y 2024 se muestra en el balance adjunto.

En los Anexos I y III adjuntos, se detalla la cartera de inversiones financieras del Fondo al 31 de diciembre de 2025 y 2024, respectivamente. En el Anexo II adjunto, se detallan las inversiones en derivados del Fondo, al 31 de diciembre de 2025.

Los Anexos adjuntos son parte integrante de esta memoria.

Al 31 de diciembre de 2025 y 2024 todos los títulos recogidos dentro de la cartera de inversiones financieras se encuentran depositados en la Entidad Depositaria.

7. Tesorería

El detalle de la tesorería al 31 de diciembre de 2025 y 2024 se muestra a continuación:

	2025	2024
Cuentas en el Depositario		
Cuentas en euros	123 591,29	67 708,20
Cuentas en divisa	(0,01)	0,02
Otras cuentas de tesorería		
Cuentas en euros	(20 518,03)	80,01
Cuentas en divisa	-	-
	103 073,25	67 788,23

Durante los ejercicios 2025 y 2024 el tipo de interés de remuneración de las cuentas en la Entidad Depositaria ha sido un tipo de interés de mercado.

El capítulo de Otras cuentas de tesorería al 31 de diciembre de 2025 y 2024, se corresponden íntegramente al saldo de las cuentas corrientes mantenidas por el Fondo en otras entidades distintas al depositario. Durante el ejercicio 2025 y 2024, las cuentas corrientes estaban remuneradas a un tipo de interés de mercado.



CLASE 8ª



OP4408855

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresada en euros)

8. Patrimonio atribuido a partícipes

El movimiento del patrimonio atribuido a partícipes durante los ejercicios 2025 y 2024, se detalla en el Estado de cambios en el patrimonio neto.

Las participaciones por las que está representado el Fondo son de iguales características, representadas por certificados nominativos sin valor nominal y confieren a sus propietarios un derecho de propiedad sobre dicho patrimonio.

El valor liquidativo de las participaciones al 31 de diciembre de 2025 y 2024 se ha obtenido de la siguiente forma:

	2025	2024
Patrimonio atribuido a partícipes	30 696 567,50	21 453 741,23
Número de participaciones	1 309 178,13	1 281 209,51
Valor liquidativo por participación	23,45	16,74
Número de partícipes	169	150

El resultado del ejercicio, una vez considerado el Impuesto sobre beneficios, se distribuirá en la cuenta de Partícipes del Fondo.

De acuerdo con el artículo 31 del Real Decreto 1082/2012, se considera participación significativa aquella que supera el 20% del Patrimonio atribuido a partícipes del Fondo.

Al cierre de los ejercicios 2025 y 2024 no existen participaciones significativas con un porcentaje de participación individualmente superior al 20% y que se considere participación significativa de acuerdo con el artículo 31 del Real Decreto 1082/2012 de Instituciones de Inversión Colectiva, y sucesivas modificaciones.

9. Cuentas de compromiso

En el Anexo II, parte integrante de esta memoria, se detalla la cartera de inversiones en derivados del Fondo al 31 de diciembre de 2025. Al 31 de diciembre de 2024 el Fondo no tiene inversiones en derivados.



CLASE 8.^a



0P4408856

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025
(Expresada en euros)

10. Otras cuentas de orden

El desglose de este epígrafe, al 31 de diciembre de 2025 y 2024, se muestra en el balance adjunto.

11. Administraciones públicas y situación fiscal

Durante el ejercicio 2025, el régimen fiscal del Fondo ha estado regulado por la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, encontrándose sujeto en dicho impuesto a un tipo de gravamen del 1%, siempre que el número de partícipes requerido sea como mínimo el previsto en el artículo noveno de la Ley 35/2003. Adicionalmente, el artículo 26 de la Ley 27/2014 establece para el ejercicio 2025 una limitación del importe de las bases imponibles negativas de ejercicios anteriores a compensar, en función de la situación del Fondo respecto a las mismas.

El capítulo Acreedores - Administraciones Públicas recoge el Impuesto sobre beneficios devengado en el ejercicio, que se obtiene, principalmente, de aplicar el 1% al resultado contable antes de impuestos una vez deducidas las bases imponibles negativas de ejercicios anteriores, de acuerdo con los límites establecidos en normativa vigente, que se compensarán en el momento en que sea presentada la correspondiente declaración del Impuesto sobre beneficios.

De acuerdo con la legislación vigente, las declaraciones para los diferentes impuestos a los que el Fondo está sujeto no pueden considerarse definitivas hasta haber sido inspeccionadas por las autoridades fiscales o haber transcurrido el plazo de prescripción de cuatro años.

El Fondo tiene abiertos a inspección todos los impuestos a los que está sujeto de los últimos cuatro ejercicios.

No existen contingencias significativas que pudieran derivarse de una revisión por las autoridades fiscales.

12. Otra información

La Sociedad Gestora ha adoptado procedimientos para evitar conflictos de interés y asegurarse de que las operaciones vinculadas se realizan en interés exclusivo del Fondo y a precios de mercado. Los informes periódicos incluyen, según lo establecido en la Circular 4/2008 de la C.N.M.V., información sobre las operaciones vinculadas realizadas, si las hubiera.

Adicionalmente, en la Nota de Actividad y gestión del riesgo se indica el importe de las comisiones retrocedidas con origen en las Instituciones de Inversión Colectiva gestionadas por entidades pertenecientes al Grupo de la Sociedad Gestora, en caso de que se hubieran producido durante el ejercicio.

Respecto a la operativa que realiza con el Depositario, en la Nota de Tesorería se indican las cuentas que mantiene el Fondo con este al 31 de diciembre de 2025 y 2024.

Al tratarse de una entidad que por sus peculiaridades no dispone de empleados ni oficinas y que por su naturaleza debe estar gestionada por una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, los temas relativos a la protección del medio ambiente y la seguridad y salud del trabajador aplican exclusivamente a dicha Sociedad Gestora.



CLASE 8.^a



0P4408857

Muza, F.I.

Memoria de las cuentas anuales correspondiente al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

(Expresada en euros)

Los honorarios percibidos por PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L., por servicios de auditoría de cuentas anuales de los ejercicios 2025 y 2024, ascienden a 4 miles de euros en cada ejercicio, no habiéndose prestado otros servicios en el ejercicio por la citada firma. Ninguna otra entidad del entorno de PricewaterhouseCoopers ha prestado otros servicios al Fondo durante los mencionados ejercicios.

13. Acontecimientos posteriores

Desde el cierre del ejercicio, al 31 de diciembre de 2025, hasta la fecha de formulación de las presentes cuentas anuales, no se han producido hechos posteriores de especial relevancia que sean objeto de incluir en esta memoria.

Anexo I. Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2025
(Expresado en euros)



OP4408858

Cartera Interior	Divisa	Valoración inicial	Intereses	Valor razonable	(Minusvalía) / Plusvalía	ISIN
Renta fija privada cotizada						
OHL OPERACIONES [5.10]2026-03-31	EUR	111 465,08	64 938,26	109 341,58	(2 123,50)	XS2356570239
TOTALES Renta fija privada cotizada		111 465,08	64 938,26	109 341,58	(2 123,50)	
Adquisición temporal de activos con depositario						
SPAIN LETRAS DEL T11.69 2026-01-02	EUR	3 200 008,00	150,22	3 200 008,00	-	ES00000012N43
TOTALES Adquisición temporal de activos con depositario		3 200 008,00	150,22	3 200 008,00	-	
Acciones admitidas cotización.						
AC ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	191 889,37	-	115 290,00	(76 599,37)	ES0126501131
ACERINOX SA	EUR	381 547,61	-	493 740,00	112 192,39	ES0132105018
ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	160 800,56	-	237 933,19	77 132,63	ES0105389003
AMPER	EUR	39 297,82	-	51 092,90	11 795,08	ES0109260531
AZCOYEN	EUR	578 945,73	-	880 170,30	301 224,57	ES0112458312
CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	1 239 763,35	-	1 479 794,75	240 031,40	ES0105630315
ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	578 643,30	-	985 750,65	407 107,35	ES0129743318
GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA(	EUR	341 857,30	-	410 776,50	68 919,20	ES0141571192
GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	694 204,35	-	561 839,50	(132 364,85)	ES0130625512
IBERPAPEL GESTION SA	EUR	208 659,62	-	236 770,80	28 111,18	ES0147561015
INDRA SISTEMAS SA	EUR	407 795,41	-	968 373,00	560 577,59	ES0118594417
INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	374 349,38	-	634 099,50	259 750,12	ES0154653911
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	1 546 781,89	-	1 863 407,50	316 625,61	ES0157261019
LLORENTE Y CUENCA SA.	EUR	140 556,66	-	112 616,70	(27 939,96)	ES0105591004
MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	612 863,67	-	773 899,20	161 035,53	ES0164180012
NICOLAS CORREA	EUR	224 697,62	-	214 080,00	(10 617,62)	ES0166300212
REPSOL SA	EUR	1 229 827,14	-	1 404 585,00	174 757,86	ES0173516115
SACYR SA	EUR	716 908,73	-	1 394 392,75	677 484,02	ES0182870214
SINGULAR PEOPLE	EUR	408 928,10	-	249 143,16	(159 784,94)	ES0105611000
TUBACEX SA	EUR	1 316 598,40	-	1 671 922,21	355 323,81	ES0132945017
TOTALES Acciones admitidas cotización.		11 394 916,01	-	14 739 677,61	3 344 761,60	
TOTAL Cartera Interior		14 706 389,09	65 088,48	18 049 027,19	3 342 638,10	

Anexo I. Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2025
(Expresado en euros)

Cartera Exterior	Divisa	Valoración inicial	Intereses	Valor razonable	(Minusvalía) / Plusvalía	ISIN
Acciones admitidas cotización						
APERAM W/I	EUR	251 136,94	-	332 982,76	81 845,82	LU0569974404
ARCELORMITTAL	EUR	603 924,69	-	964 506,66	360 581,97	LU1598757687
ATALAYA MINING COPPER S.A	GBP	960 220,86	-	3 432 993,58	2 472 772,72	CY0106002112
BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	1 236 722,82	-	1 347 973,00	111 250,18	LU1704650164
BERKELEY ENERGIA LTD(BKY SM)	EUR	84 021,17	-	111 759,73	27 738,56	AU000000BKY0
HGEARS AG	EUR	260 015,00	-	16 000,00	(244 015,00)	DE000A3CMGN3
INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	847 681,29	-	2 237 683,95	1 390 002,66	CA46016U1084
MERCEDES BENZ GROUP	EUR	1 107 992,75	-	1 080 058,60	(27 934,15)	DE0007100000
QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	288 036,82	-	549 144,33	261 107,51	MX0100000008
SAVANNAH RESOURCES PLC	GBP	31 864,69	-	32 530,84	666,15	GB00B647W791
ZEGONA COMMUNICATIONS PLC	GBP	1 359 578,42	-	2 492 184,24	1 132 605,82	GB00BVGBY890
TOTALES Acciones admitidas cotización		7 031 195,45	-	12 597 817,69	5 566 622,24	
TOTAL Cartera Exterior		7 031 195,45	-	12 597 817,69	5 566 622,24	



Anexo II. Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2025
(Expresado en euros)

Descripción	Divisa	Importe Nominal Comprometido	Valor razonable	Vencimiento del contrato
Compra de opciones "put"				
DJ STOXX 600 INDEX FUTURE 50	EUR	2 825 000,00	61 100,00	19/06/2026
SYP 500 INDEX 50	USD	7 832 880,00	129 625,66	18/06/2026
TOTALES Compra de opciones "put"		10 657 880,00	190 725,66	
Emisión de opciones "call"				
INDRA SISTEMAS 100 FISICA	EUR	590 000,00	150 000,00	20/03/2026
TOTALES Emisión de opciones "call"		590 000,00	150 000,00	
TOTALES		11 247 880,00	340 725,66	



OP4408860

Anexo III Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2024
(Expresado en euros)



OP4408861

Cartera Interior	Divisa	Valoración inicial	Intereses	Valor razonable	(Minusvalía) / Plusvalía	ISIN
Renta fija privada cotizada						
OHL OPERACIONES [5.10]2026-03-31	EUR	187 887,44	34 740,93	198 838,87	10 951,43	XS2356570239
TOTALES Renta fija privada cotizada		187 887,44	34 740,93	198 838,87	10 951,43	
Adquisición temporal de activos con depositario						
SPAIN GOVERNMENT B[2.22]2025-01-02	EUR	2 000 008,00	123,10	2 000 008,00	-	ES00000012F92
TOTALES Adquisición temporal de activos con depositario		2 000 008,00	123,10	2 000 008,00	-	
Acciones admitidas cotización.						
AC.ALANTRA PARTNERS, SA	EUR	191 889,37	-	105 682,50	(86 206,87)	ES0126501131
ACERINOX SA	EUR	557 167,13	-	538 186,95	(18 980,18)	ES0132105018
ALMAGRO CAPITAL SOCIMI	EUR	288 037,56	-	333 360,94	45 323,38	ES0105389003
ARCELORMITTAL	EUR	163 865,58	-	138 716,37	(25 169,21)	LU1598757687
AZCOYEN	EUR	517 840,92	-	579 397,28	61 556,36	ES0112458312
CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	1 032 776,01	-	1 061 364,40	28 588,39	ES0105630315
ELECTRIFICACIONES DEL NORTE	EUR	1 533 935,06	-	1 716 444,62	182 509,56	ES0129743318
GENERAL DE ALQUILER MAQUINARIA	EUR	341 857,30	-	325 521,00	(16 336,30)	ES0141571192
GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	349 104,96	-	265 717,20	(83 387,76)	ES0105130001
GRUPO EMPRESARIAL ENCE, S.A.	EUR	875 547,24	-	912 410,57	36 863,33	ES0130625512
IBERPAPEL GESTION SA	EUR	214 623,62	-	212 318,40	(2 305,22)	ES0147561015
INMOBILIARIA DEL SUR SA	EUR	151 995,99	-	185 542,45	33 546,46	ES0154653911
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI	EUR	1 164 317,55	-	1 456 977,75	292 660,20	ES0157261019
LLORENTE Y CUENCA SA	EUR	143 304,19	-	95 045,30	(48 258,89)	ES0105591004
MIQUEL Y COSTAS AND MIQUEL SA	EUR	542 163,79	-	623 910,40	81 746,61	ES0164180012
OBRASCON	EUR	110 815,51	-	68 112,48	(42 703,03)	ES0142090317
REPSOL SA	EUR	1 231 147,91	-	1 040 410,00	(190 737,91)	ES0173516115
SACYR SA	EUR	647 979,22	-	1 063 507,13	415 527,91	ES0182870214
SINGULAR PEOPLE	EUR	408 928,10	-	241 815,42	(167 112,68)	ES0105611000
TUBACEX SA	EUR	1 156 481,21	-	1 485 341,13	328 859,92	ES0132945017
TOTALES Acciones admitidas cotización.		11 623 798,22	-	12 449 782,29	825 984,07	
TOTAL Cartera Interior		13 811 693,66	34 864,03	14 648 629,16	836 935,50	

Anexo III Cartera de inversiones financieras al 31 de diciembre de 2024
(Expresado en euros)



Cartera Exterior	Divisa	Valoración inicial	Intereses	Valor razonable	(Minusvalía / Plusvalía)	ISIN
Renta fija privada cotizada						
INTERNATIONAL PEI7.25 2027-02-01	USD	72 644,56	4 227,34	79 249,51	6 604,95	NO0012423476
TOTALES Renta fija privada cotizada		72 644,56	4 227,34	79 249,51	6 604,95	
Acciones admitidas cotización						
APERAM W/I	EUR	237 555,27	-	225 138,94	(12 416,33)	LU0569974404
ARCELOORMITTAL	EUR	680 849,58	-	622 182,22	(58 667,36)	LU1598757687
ATALAYA MINING PLC	GBP	1 124 543,29	-	1 783 063,49	658 520,20	CY0106002112
BEFESA MEDIO AMBIENTE S.A.	EUR	946 326,02	-	666 271,44	(280 054,58)	LU1704650164
BERKELEY ENERGIA LTD (BKY SM)	EUR	84 021,17	-	79 572,92	(4 448,25)	AU000000BKY0
FAIRFAX INDIA HOLDINGS CORP	USD	57 529,98	-	120 607,17	63 077,19	CA3038971022
HGEARS AG	EUR	260 015,00	-	16 950,00	(243 065,00)	DE000A3CMGN3
INTERNATIONAL PETROLEUM CORP	SEK	746 787,97	-	1 510 818,46	764 030,49	CA46016U1084
MERCEDES BENZ GROUP	EUR	905 797,32	-	784 404,00	(121 393,32)	DE0007100000
NABALTEC AG (NTG GY)	EUR	51 194,69	-	27 162,00	(24 032,69)	DE000A0KPPR7
NAVIGATOR	EUR	184 279,82	-	234 516,75	50 236,93	PTPT10AM0006
QUALITAS COMPANIA DE SEGUROS	MXN	134 421,14	-	343 474,95	209 053,81	MX01Q0000008
TOTALES Acciones admitidas cotización		5 413 321,25	-	6 414 162,34	1 000 841,09	
TOTAL Cartera Exterior		5 485 965,81	4 227,34	6 493 411,85	1 007 446,04	

OP4408862



CLASE 8.ª



0P4408863

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

Exposición fiel del negocio y actividades principales

a) Situación de los mercados y evolución

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 mostro 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).



CLASE 8.^a



OP4408864

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

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 pódcast 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 generar 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.



CLASE 8.^a



OP4408865

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

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.
- 1998–2000: Auge de Internet; financiamiento barato; se multiplican las emisiones de deuda y las IPOs en telecom y equipamiento (Lucent, Nortel, etc.).
- 2000–2002: Estalla la burbuja; colapsan precios mayoristas de capacidad; caen ingresos; altos niveles de apalancamiento precipitan quiebras (WorldCom 2002, Global Crossing 2002, 360networks 2001).
- 2003–2004: 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., 1996–2001): 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.



CLASE 8.^a



OP4408866

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

- 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.



CLASE 8.^a



OP4408867

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

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 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%.



CLASE 8.ª



OP4408868

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

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%.

d) 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) .

1. 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.

2. 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.

3. 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.



CLASE 8.ª



0P4408869

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

4. 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.

5. Información y advertencias CNMV

Nada que indicar.

6. Entidades beneficiarias del fondo solidario e importe cedido a las mismas

No aplica.

7. 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.

8. Compartimentos de propósito especial (side pockets)

No aplica.

9. 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:



CLASE 8.^a



OP4408870

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

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.



CLASE 8.^a



OP4408871

Muza, F.I.

Informe de gestión del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2025

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.

Uso de instrumentos financieros

Dada su actividad, el uso de instrumentos financieros por el Fondo, tal y como se describe en la memoria adjunta, está destinado a la consecución de su objeto social, ajustando sus objetivos y políticas de gestión de los riesgos de mercado, crédito, y liquidez de acuerdo con los límites y coeficientes establecidos por la Ley 35/2003 y desarrollados por el Real Decreto 1082/2012.

Gastos de I+D y medioambiente

A lo largo del ejercicio 2025 no ha existido actividad en materia de investigación y desarrollo.

En la contabilidad del Fondo correspondiente a las cuentas anuales del ejercicio 2025 no existe ninguna partida que deba ser incluida en el documento aparte de información medioambiental.

Riesgo de sostenibilidad

Las inversiones del Fondo pueden estar sujetas a riesgos de sostenibilidad. Estos incluyen riesgos medioambientales (como por ejemplo exposición al cambio climático y riesgos de transición), riesgos sociales (por ejemplo, desigualdad, salud, inclusión, relaciones laborales, etc.) y de gobernanza (falta de supervisión sobre aspectos materiales de sostenibilidad o falta de políticas y procedimientos relacionados con la ética de la entidad). El riesgo de sostenibilidad de las inversiones dependerá, entre otros, del tipo de emisor, el sector de actividad o su localización geográfica.

Adicionalmente, las inversiones subyacentes a este producto financiero no tienen en cuenta los criterios de la UE para las actividades económicas medioambientalmente sostenibles.

Periodo medio de pago a proveedores

Durante el ejercicio 2025, el Fondo no ha realizado pagos que acumularan aplazamientos superiores a los legalmente establecidos diferentes a los descritos en la memoria. Asimismo, al cierre del ejercicio 2025, el Fondo no tiene saldo alguno pendiente de pago que acumule un aplazamiento superior al plazo legal establecido.

Acciones propias

Al Fondo no le aplica lo referente a las acciones propias.

Acontecimientos posteriores al cierre al 31 de diciembre de 2025

Desde el cierre del ejercicio, al 31 de diciembre de 2025, hasta la fecha de este informe de gestión, no se han producido hechos posteriores de especial relevancia que no se señalen en la memoria.