

Januar 2026

Sehr geehrte Anleger,

in der nachstehenden Tabelle sind die Performance-Zahlen des letzten Kalenderjahres sowie die kumulierte und annualisierte Performance des Fundsmith Equity Fund – ein Teilfonds der Fundsmith SICAV („Fonds“ oder „SICAV“) und verschiedene Vergleichswerte aufgeführt. Bitte beachten Sie die unterschiedlichen Starttermine für die verschiedenen Anteilklassen, die unter der Tabelle aufgeführt sind.

% Gesamterträge	1. Januar bis 31. Dezember 2025	Auflegung bis 31. Dez. 2025		Sortino - Verhältnis ⁵
		Kumuliert	Annualisiert	
Fundsmith Equity Fund, T-Klasse EUR ¹	-4,5	+513,1	+13,6	0,74
MSCI World Index EUR ²	+6,8	+468,8	+13,1	0,68
Europäische Anleihen ³	-3,8	+51,8	+3,0	
Barmittel ⁴	+2,2	+7,8	+0,5	
Fundsmith Equity Fund I-Klasse CHF ¹	-5,5	+312,2	+10,9	
MSCI World Index CHF ²	+6,3	+310,6	+10,8	
Fundsmith Equity Fund I-Klasse USD ¹	+7,9	+308,2	+11,6	
MSCI World Index USD ²	+21,1	+286,7	+11,1	
Fundsmith Equity Fund I-Klasse GBP ¹	+0,6	+327,2	+13,2	
MSCI World Index GBP ²	+12,8	+309,8	+12,8	

¹ Thesaurierende Anteile, abzüglich Gebühren, bewertet um 13:00 Uhr MEZ, Auflegungsdatum, **EUR T**: 2.11.11, **CHF I**: 5.4.12, **USD I**: 13.3.13,

GBP I: 15.4.14, Quelle: Bloomberg. Hinweis: Die Performance vor März 2019 bezieht sich auf den Fundsmith Equity Fund Feeder

² MSCI World Index, bewertet zum Geschäftsschluss in den USA, Quelle: Bloomberg

³ Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond Index, Quelle: Bloomberg

⁴ € Zinssatz, Quelle: Bloomberg

⁵ Das Sortino-Verhältnis liegt seit Auflegung am 2.11.11 bis 31.12.25 bei 3,5 % risikofreier Rate, Quelle: Financial Express Analytics
 Der Fonds wird nicht unter Bezugnahme auf einen Referenzindex verwaltet. Die vorstehenden Vergleichsgrößen dienen nur zu Informationszwecken.

Da wir das Währungsrisiko nicht absichern ist der Hauptunterschied in der Performance zwischen den Währungsanteilklassen die Währungsbewegungen im Jahr. Die relative Performance im Vergleich zum MSCI World Index („Index“) ist daher für jede Anteilsklasse ähnlich. Der Fonds entwickelte sich 2025 schlechter als dieser Vergleichswert, aber eine längerfristige Perspektive kann nützlich sein und stimmt sicherlich besser mit unseren Anlagezielen und unserer Strategie überein. Seit ihrer Auflegung haben die in der Tabelle aufgeführten Anteilsklassen eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erzielt. Die thesaurierenden Anteile der T-Klasse haben seit Auflegung eine Rendite von 0,5 % p.a. mehr als der MSCI World Index erzielt und dies bei geringerer Kursvolatilität nach unten, wie das Sortino-Verhältnis von 0,74 gegenüber 0,68 für den Index zeigt. Das bedeutet einfach, dass der Fonds für jede Einheit der Kursvolatilität eine Rendite von ca. 9 % über dem Index erzielt hat, worauf wir später eingehen werden.

Eine Performance über jener des Marktes oder gar eine positive Rendite ist nicht etwas, was Sie von unserem Fonds in jedem Jahr oder Berichtszeitraum erwarten sollten, und die überdurchschnittliche Performance gegenüber dem Markt war 2025 erneut schwieriger als üblich.

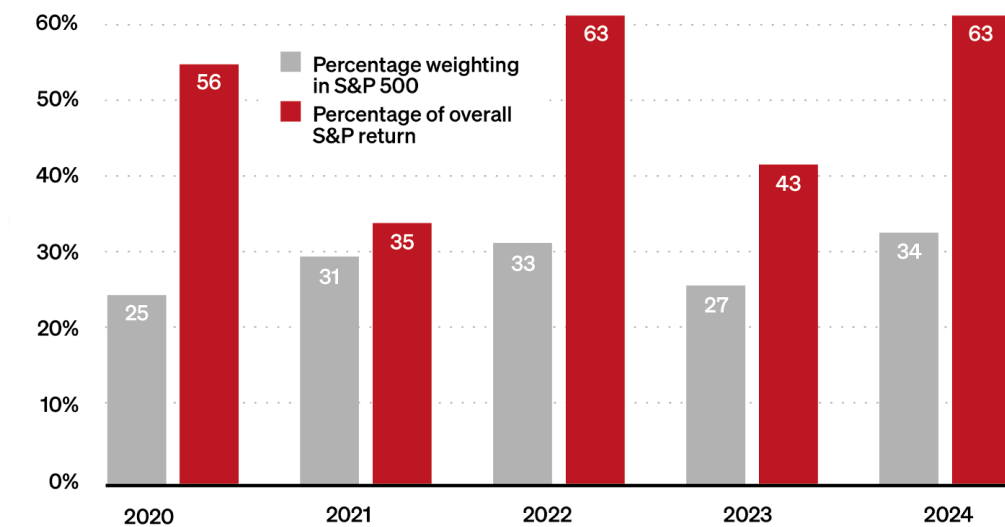
Bevor ich auf die Gründe für die Performance eingehe, sollte ich erklären, dass ich nichts und niemandem die Schuld für die relative Performance unseres Fonds geben möchte, auch wenn einige Kommentatoren Gegenteiliges behaupten. Ich möchte dies erklären, damit unsere Anleger ein klares Verständnis dafür erhalten, was geschehen ist und warum. Eine Erklärung ist keine Entschuldigung. Ich frage mich, wie diese Kommentatoren oder unsere Investoren es sehen würden, wenn wir keine Erklärung abgeben würden. Ich sehe drei Hauptprobleme.

1. Indexkonzentration

Die Dominanz der Renditen einer kleinen Gruppe großer „Technologie“-Aktien wurde 2023 so stark, dass sie zu einer der prägnanten Bezeichnungen führte, die Marktkommentatoren für die sogenannten Glorreichen Sieben so sehr mögen: Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia und Tesla. Dies setzte sich im Jahr 2024 fort, nachdem Jensen Huang, CEO von Nvidia, bei mehreren öffentlichen Auftritten die bevorstehende Transformation des Computing durch künstliche Intelligenz („KI“) pries, die natürlich von Nvidias Chips angetrieben werden soll. Das Ergebnis glich einem Startschuss für ein Rennen, in dem die Investitionsausgaben der großen Tech-Konzerne – der sogenannten Hyperscaler – für Halbleiterchips und Rechenzentren in die Höhe schossen, in einem Wettrüsten, bei dem nur noch die Entwicklung ihrer Aktienkurse mithalten konnte.

Das Ergebnis zeigt sich in diesen Diagrammen:

Konzentration der Performance der Top 10 Aktien im S&P 500

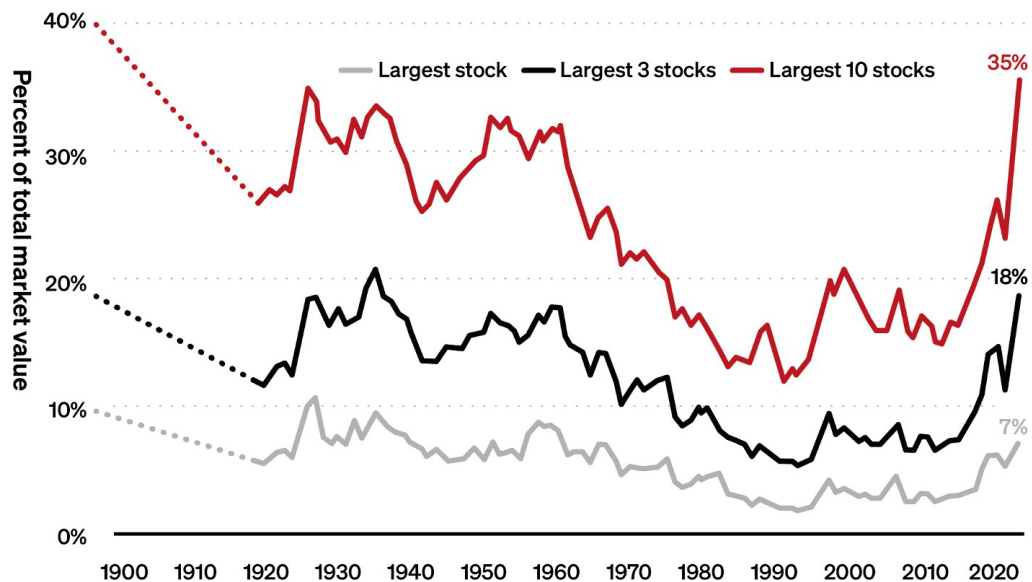


Quelle: UBS Global Investment Returns Yearbook 2025

Diese Entwicklung setzte sich im Jahr 2025 fort, sodass die zehn größten Aktien Ende 2025 39 % des Werts des S&P 500 Index („S&P“) ausmachten und 50 % zu dessen Gesamtrendite in USD beitrugen.

Ist das anders als in der Vergangenheit?

US-Marktkonzentration in den letzten 125 Jahren



Quelle: UBS Global Investment Returns Yearbook 2025

Dieses zweite Diagramm zeigt, dass der US-Marktwert das letzte Mal 1930 so konzentriert war. Was ist dann passiert? Es dauerte bis 1954, bis der S&P seinen Höhepunkt von 1930 wieder erreichte. Obwohl dies von den meisten Anlegern heute als prähistorisch angesehen wird, ist es ratsam, sich daran zu erinnern, dass der S&P (nicht der NASDAQ) erst 2007 seinen Höhepunkt von 2000 erneut erreichte und ihn dann in der Kreditkrise bis 2013 sofort

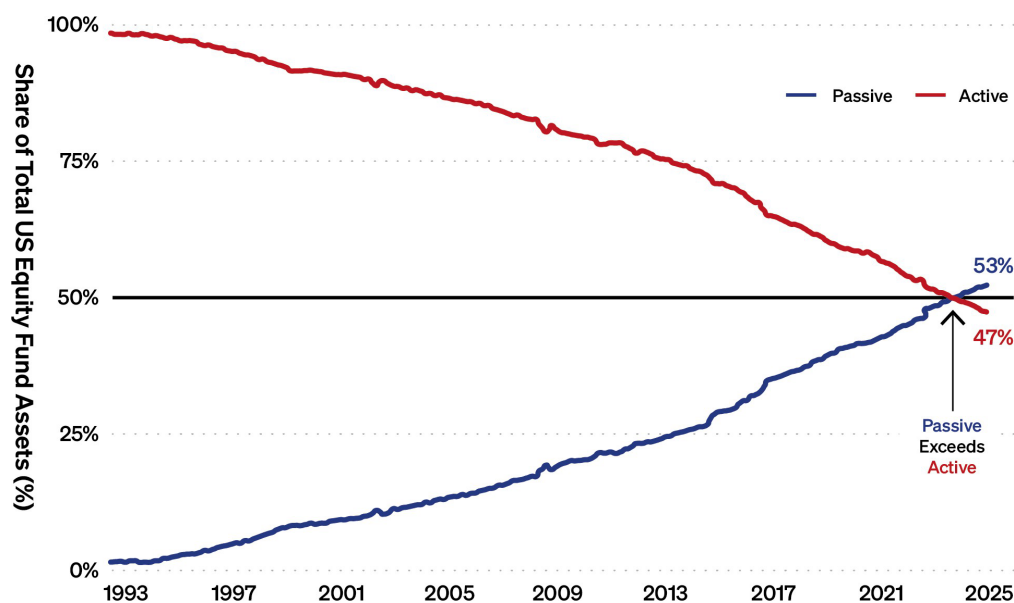
wieder einbüßte. Wenn Blasen platzen, können sie viele verlorene Jahre oder sogar Jahrzehnte verursachen.

Es war in den letzten Jahren sogar schwierig, sich im Einklang mit dem Index zu entwickeln, wenn man nicht die meisten dieser Aktien in ihren Marktgewichtungen gehalten hat. Doch wir würden dies auch dann nicht tun, wenn wir davon überzeugt wären, dass es sich um gute Unternehmen der Art handelt, in die wir investieren möchten, was nicht der Fall ist. Unserer Meinung nach wäre es ein zu großes Portfoliorisiko, sie alle zu besitzen, genauso wie wir nicht alle fünf Getränkeunternehmen, die wir in unserem Anlageuniversum haben, besitzen würden, auch wenn wir die Aussichten für den Sektor für gut hielten. Unser Fonds ist ein Portfolio und keine Sektorwette.

2. Das Wachstum von Vermögenswerten in Indexfonds

Der Anstieg der Glorreichen Sieben- und der KI-Aktien erhielt zudem starken Auftrieb durch den Anstieg der in den Indexfonds gehaltenen Vermögenswerte. Im Jahr 2023 überstieg der Anteil des US-Aktienfondsvermögens in Index-Tracking-Fonds erstmals 50 %.

Aktiver vs. passiver Fondsanteil am US-Aktienfondsvermögen



Quelle: Research Affiliates, Daten zum 31. Dez. 2024

Die Finanzdienstleistungsbranche macht mit den von ihr verwendeten Labels das Verständnis nicht einfach. Indexfonds und Index-ETFs werden oft als „passive“ Fonds bezeichnet, im Gegensatz zu „aktiven“ Fonds wie dem Fundsmith Equity Fund, bei denen ein Fondsmanager die Anlageentscheidungen trifft. Die „passiven Fonds“ bilden meist den Index, in den sie investieren, nach, indem sie die Aktien im Verhältnis zu ihrem Marktwert halten. Dies macht sie zu einer Momentum-Strategie und sie sind somit weit davon entfernt, im üblichen Sinne des Wortes passiv zu sein.

Eine Momentum-Anlagestrategie ist eine Strategie, bei der der

Anleger Aktien kauft, die sich stark entwickeln. Wenn Sie Geld von einem aktiven Fonds wie dem Fundsmith Equity Fund zurückgeben und es in einen S&P 500 Index-Tracker-Fonds investieren, kauft Ihr neuer Fonds die Indexaktien im

Verhältnis zu ihrem Marktwert. Derzeit gehen etwa 7 % davon in Nvidia, das wir nicht besitzen. Etwa 35 % gehen in die Glorreichen Sieben, von denen wir nur drei Aktien besitzen – Alphabet, Meta und Microsoft. Dies verleiht den Aktien, die wir nicht besitzen und die einen großen Teil des Index ausmachen, zusätzliche Dynamik.

John Bogle, der Pionier des indexbasierten Investierens und Gründer von Vanguard, dem Indexfondsmanager, wurde auf der Jahresversammlung von Berkshire Hathaway 2017 gefragt, ob es ein Niveau von Vermögenswerten in Indexfonds gäbe, das die Märkte verzerren würde. Er bejahte dies, auch wenn er keine Methode hatte, dieses Niveau zu bestimmen. Vielleicht haben wir es schon erreicht.

Im Jahr 2021 veröffentlichte das National Bureau of Economic Research („NBER“) in Cambridge, Massachusetts eine Forschungsarbeit mit dem Titel *„In search of the origins of financial market fluctuations: the inelastic markets hypothesis“* (*Auf der Suche nach den Ursprüngen der Schwankungen auf den Finanzmärkten: die Hypothese der unelastischen Märkte*). Vielleicht haben Sie noch nichts davon gehört, denn es ist nichts, was man auf einem langen Flug lesen würde. Sie enthält jedoch einige erschreckende Enthüllungen, die für den aktuellen Markt relevant sind.

Sie beginnt mit der scheinbar unumstrittenen Behauptung, dass eine Umschichtung von 1 USD (oder 1 Mio. USD oder 1 Mrd. USD) zwischen Aktien oder Anleihen (oder eine beliebige andere Umschichtung) den intrinsischen Wert der jeweiligen Anlageklasse nicht beeinflusst. Wenn Sie Gelder von einem aktiven Fonds wie dem Fundsmith Equity Fund zurückgeben, um sie in einen Indexfonds anzulegen, ändert dies nicht die Bewertung der Aktien, die wir verkaufen müssen, um die Rücknahme zu finanzieren, oder der Aktien, die der Indexfonds kauft. Die NBER-Forschungsarbeit zeigt jedoch, dass eine solche Rotation in Wirklichkeit einen Multiplikatoreffekt von 3:1 bis 8:1 hat, ein Durchschnitt von etwa 5,5:1. Der Zufluss aus solchen Rotationen steigert den Wert der erworbenen Aktien durchschnittlich um das Fünffache des investierten Betrags. Zu behaupten, dies stehe im Widerspruch zu grundlegenden Anlagetheorien, wäre eine meisterhafte Untertreibung.

Die NBER-Forschungsarbeit schreibt dies der Inelastizität von Angebot und Nachfrage nach Aktien zu. Über 50 % der Aktien befinden sich in Indexfonds, die keinen Einfluss auf ihre Anlageentscheidungen haben. Darüber hinaus wird ein Teil der so genannten aktiven Fonds, die übrig bleiben, so verwaltet, dass es

unwahrscheinlich ist, dass sie gegen die Entwicklung des Index positioniert werden. Ungeachtet etwaiger Mandatsbeschränkungen wissen Fondsmanager schon lange, dass es ihrer eigenen Karriere förderlicher ist, sich im Rahmen einer sogenannten verdeckten Indexnachbildung eng an die Indexgewichtung zu halten. Und wer kann ihnen angesichts unserer Erfahrungen der letzten Jahre einen Vorwurf machen?

Die NBER-Forschungsarbeit könnte in einem Sinne als Aussage über die blendende Offensichtlichkeit der Auswirkungen des Aufstiegs von Indexfonds betrachtet werden, aber was bei Weitem nicht offensichtlich ist, ist das Ausmaß dieser Auswirkungen. Die Tatsache, dass etwas offensichtlich erscheint, nachdem es einmal erklärt wurde, bedeutet auch nicht, dass es dann ignoriert werden sollte.

Der Kauf von Tesla-Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis („PE“) von 327 (das aktuelle Rating) macht möglicherweise grundsätzlich keinen Sinn, aber das Unternehmen ist das nach Wert neuntgrößte Unternehmen im S&P 500 Index. Somit ist es riskant, die Position nicht im Portfolio zu haben, wenn Geld in Indexfonds fließt.

John Bogle hatte Recht. Der wachsende Anteil der von Indexfonds gehaltenen Aktien wird unabhängig von der Qualität oder Bewertung der gekauften Aktien investiert, was gefährliche Verzerrungen verursacht.

Entgegen der allgemeinen Meinung ist die Börse kein Ersatz für Online-Casinos, sondern vielmehr ein Mechanismus zur Bewertung von Unternehmen, zur Kapitalbeschaffung und zur Bereitstellung von Liquidität. Bei Verzerrungen kommt es oft zu einer erheblichen Fehlallokation von Kapital.

Sir John Templeton, der Gründer der gleichnamigen Investmentmanagementgruppe, sagte einst: „Die vier gefährlichsten Wörter beim Investieren sind: Diesmal ist es anders“. Er wies darauf hin, dass es immer Menschen gibt, die bereit sind, Ausbrüche von Investitionsmanien zu rationalisieren, aber sie beweisen sich immer als falsch, wenn die Blasen platzen und sich die Investitionsfundamentaldaten wieder behaupten.

Das haben wir schon einmal gesehen, nicht nur im Dotcom-Boom und -Bust, sondern auch in anderen Beispielen wie dem japanischen Markt Ende der 1980er Jahre. Damals wurde uns gesagt, dass der PE von über 50 im Nikkei-Index aufgrund der japanischen, konservativen Rechnungslegung in Ordnung sei. Tatsächlich war der Markt einfach überbewertet. Nach dem anschließenden Fall des Nikkei dauerte es bis 2024, bis der Index seinen Höhepunkt von 1989 wieder erreichte.

Wenn Unternehmen und/oder Anleger durch steigende Aktienkurse und Bewertungen davon überzeugt werden, dass Kapital fast kostenlos ist, folgen einige katastrophale Investitionsentscheidungen. Sie scheinen sich so zu verhalten, als ob die Kosten des Kapitals, das Unternehmen investieren, in gewissem Maße das Gegenteil ihres PE-Verhältnisses sind. Ein PE von 50 entspricht also Kapitalkosten von 2 % ($100 \div 50$). Das ist absoluter Unsinn.

Die Eigenkapitalkosten verhalten sich nicht umgekehrt proportional zur Bewertung und werden vielleicht am besten anhand der Kosten des sogenannten risikofreien Kapitals geschätzt, d. h. die Rendite langfristiger Staatsanleihen zuzüglich einer sogenannten Aktienrisikoprämie. Es ist kein schlechter Ausgangspunkt für die Schätzung der Eigenkapitalkosten, die langfristige Rendite von Aktien zu betrachten, da es sich tatsächlich um Opportunitätskosten handelt: Welche Rendite kann ein Anleger langfristig von einer Aktienanlage erwarten? Das sollten sie als Kosten für die Bereitstellung von Eigenkapital durch den Besitz von Aktien fordern – die Eigenkapitalkosten. US-Aktien haben im vergangenen Jahrhundert eine durchschnittliche Rendite von rund 9 % p.a. erzielt. Das sind sicherlich nicht 2 %.

Wenn Unternehmen oder Investoren Entscheidungen treffen, die aufgrund steigender Aktienbewertungen stark von dieser Annahme abweichen, ist das Ergebnis katastrophal. Im Jahr 2000 machte Vodafone, der in Großbritannien ansässige Mobilfunkbetreiber, der zu den führenden Anbietern des Dotcom-Booms gehörte, dem deutschen Mobilfunkbetreiber Mannesmann ein Übernahmeangebot. Vodafone hatte damals auf einen PE von 54 und Mannesmann einen PE von 56. Das deutet auf einen weiteren Trugschluss hin – oft rechtfertigt das Management die hohen Kaufpreise für Vermögenswerte in Boomphasen und Blasen damit, dass es durch die Ausgabe von über- oder hoch bewerteten Aktien bezahlt. Moment mal, und was bedeutet das für die Anleger? Wir sehen die Ergebnisse insofern, dass die Vodafone-Aktien im Jahr 2000 mit dem Übernahmeangebot für Mannesmann auf einen Wert von 570 p angestiegen sind und jetzt mit 99 p gehandelt werden. Wenn der Wert durch schlechte Investitionsentscheidungen zerstört wird, bleibt eine spätere Abrechnung nicht aus.

Vielleicht haben die Führungskräfte einiger der führenden KI-Unternehmen einen klaren Blick in die Zukunft und können voraussehen, dass KI nicht nur unser Leben und unsere Arbeitsweise verändern, sondern auch inkrementelle Cashflows generieren wird, sodass die Renditen auf die enormen Kapitalbeträge, die sie investieren, angemessen oder besser als angemessen sein werden. Wenn nicht, können wir davon ausgehen, dass sich Sir John Templetons Aussage erneut bewiesen hat, wenn auch nach einer längeren Zeit und einem größeren Ausmaß an irrationaler Euphorie als in der

Vergangenheit, angetrieben durch die Dynamik des indexbasierten Investierens.

Doch selbst wenn wir richtig liegen und die Hinwendung zu Indexfonds eine der Ursachen unserer jüngsten Unterperformance ist und zugleich den Grundstein für eine große Investmentkatastrophe legt, habe ich nicht die geringste Ahnung, wie oder wann das Ganze enden wird – außer, dass das Ende kein Gutes sein wird.

Mit aufrichtigem Respekt vor dem verstorbenen Sir John Templeton, den ich oben zitiert habe, denke ich, dass es diesmal anders sein könnte. Nicht in dem Sinne, dass der Boom der Großartigen Sieben bzw. der KI-Boom anders ist, sondern vielmehr in dem Maßstab, den er erreichen kann und wie lange er anhalten kann. Als wir den Dotcom-Boom erlebten, lag der Anteil des verwalteten Vermögens, das sich in Indexfonds befand, unter 10 %. Die Dominanz von Indexfonds macht den Anstieg dieser großen Aktien nun zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung.

3. Dollarschwäche

Der Rückgang des US-Dollars gegenüber dem Euro von rund 1,04 USD/EUR zu Jahresbeginn auf 1,17 USD zum Jahresende verstärkte den Gegenwind noch mehr:



USD/EUR-Wechselkurs

Quelle: Bloomberg

Ich bezweifle, dass dies die relative Stärke der Wirtschaft in der Eurozone oder die Zufriedenheit mit der Regierungspolitik widerspiegelt. Die Trump-Regierung ist offensichtlich bestrebt, die Zinsen zu senken und das Handelsdefizit zu reduzieren. Keines dieser Ziele passt zu einem starken Dollar.

Die US-Dollar-Schwäche zeigt sich auch im Goldpreis, der auf einem 50-Jahres-Hoch von 4.319 USD pro Unze liegt. Es gibt viele

Spekulationen über die Gründe für die Stärke des Goldpreises, aber in gewissem Maße sehe ich dies als Ausdruck einer Schwäche in der Währung, in der Gold bewertet wird.

Dies wirkt sich auf den EUR-Wert unseres Fonds aus, da die Mehrheit der Unternehmen in den Vereinigten Staaten notiert ist und dies vor allem ihre größte einzige Einnahmequelle ist.

Ich hoffe, dass all dies dazu beitragen kann, zu erklären, womit wir im Hinblick auf die Konkurrenz von Indexfonds und die Performance großer Technologieunternehmen insbesondere in den letzten Jahren konfrontiert waren, zusätzlich belastet durch die Dollarschwäche.

Diese Ereignisse haben mich davon überzeugt, dass Tommy Docherty Optimist war. In der Woche, in der er als Manager von Manchester United entlassen wurde und seine Frau eine Scheidung beantragte, sagte er: „Im Leben ist es so: Kaum schließt sich eine Tür, schlägt dir die nächste ins Gesicht“. Ich glaube, ich weiß, wie er sich gefühlt hat.

Vielleicht ist eine relevantere Frage, was wir dagegen tun werden?

Wir könnten:

1. Anfangen, Aktien aller großen Unternehmen, die die Indizes dominieren, zu kaufen und/oder
2. Momentum-Investoren werden, die Aktien kaufen, die unabhängig von ihren fundamentalen Werten eine starke Performance aufweisen.

Wir werden weder das eine noch das andere tun. Wenn Sie einen Indexfonds wünschen, können Sie einen kaufen, der deutlich günstiger ist als einer von uns oder anderen aktiven Anlageverwaltern. Wir sind auch keine Momentum-Investoren und es gibt bessere Vertreter dieser Anlagestrategie als uns. Ich würde Ihnen nur zur Vorsicht raten, wenn Sie über diesen Ansatz nachdenken. Gute Momentum-Investoren kaufen nach meiner Erfahrung Aktien, die steigen, und verkaufen sie, wenn sie fallen. Sie überzeugen sich beispielsweise nicht davon, dass sie wissen, was mit KI oder GPUs passieren wird, weil sie Nvidia-Aktien gekauft haben, wenn sie steigen.

Wir kaufen keine Aktien von Unternehmen, nur weil sie groß sind und die Gewichtung und Performance des Index dominieren, es sei denn, wir sind davon überzeugt, dass es sich um gute Unternehmen der Art handelt, die wir besitzen möchten, die langfristig relativ vorhersehbare Wachstumsquellen und mehr als angemessene Kapitalrenditen bieten.

Während wir an unserer Anlagestrategie festhalten, werden wir

natürlich versuchen, sie besser zu machen. Wir schätzen viele Redensarten des verstorbenen Charlie Munger, aber die, die hier am besten passt, lautet: „Jedes Jahr, in dem man nicht eine seiner Lieblingsideen über Bord wirft, ist wahrscheinlich ein verlorenes Jahr.“ Später mehr dazu.

Wenn ich mir den individuellen Aktienbeitrag zur Performance im Jahr 2025 so wie immer ansehe, beginne ich lieber mit den Problemen. Die fünf Positionen mit den größten negativen Auswirkungen auf die Performance des Fonds im Jahr 2025 waren:

Aktie	Attribution
Novo Nordisk	-3,1
Automatic Data Processing	-1,0
Church & Dwight	-1,0
Stryker	-0,9
Procter & Gamble	-0,9

Quelle: Northern Trust

Novo Nordisk hat meine Überzeugung bestätigt, dass man niemals sagen sollte: „Schlimmer geht es nicht“. Das Unternehmen hat seine marktführende Position in der wahrscheinlich spannendsten Arzneimittelentwicklung der letzten drei Jahrzehnte zu einer Nebenrolle degradiert und es nicht geschafft, illegalen Generikawettbewerb in seinem Kernmarkt in den USA zu verhindern.

Eines unserer Mantras war, dass wir immer in Unternehmen investieren sollten, die von einem Idioten geführt werden könnten, damit die Performance nicht stark vom Management abhängig ist. Wir mussten leider auf bittere Weise

erfahren, dass die Bandbreite der Unternehmen, die von einem Idioten geführt werden können, viel begrenzter ist, als wir gedacht haben, und wir werden danach versuchen, uns der Auswirkungen, die ein schlechtes Management haben kann, bewusster zu werden. Unsere Erfahrung deutet auch darauf hin, dass ein Engagement für Veränderungen, wenn wir auf ein schlechtes Management stoßen, weniger effektiv ist als der Verkauf der Aktien. In der Zwischenzeit hat Novo Nordisk einen neuen CEO ernannt und Änderungen im Vorstand vorgenommen, und das aktuelle Rating (ein PE von 13) signalisiert aus unserer Sicht, dass der Markt praktisch nichts erwartet. Hätten wir das Unternehmen nicht bereits im Portfolio, würden wir vermutlich einen Kauf in Betracht ziehen – als solides Unternehmen, das durch eine „Panne“, wenn auch eine erhebliche Panne, unter Druck geraten ist.

ADP als Anbieter von Payroll- und HR-Software leidet unter einer Schwäche auf dem US-Arbeitsmarkt. Angesichts der Aussichten für diesen Kernmarkt hoffen wir – mit etwas Nervosität –, dass die Prognosen des Managements hinsichtlich der zukünftigen Erträge konservativ sind. Nicht, weil wir uns darauf verlassen, aber der

Markt tut es.

Church & Dwight, ein Basiskonsumgüterunternehmen, scheint unter der Tatsache zu leiden, dass die heterogene finanzielle Lage verschiedener Verbrauchergruppen in der US-Wirtschaft Verbraucher keineswegs zu seinen Discountprodukten führt, sondern vielmehr jene ärmer macht, die ohnehin zu ihnen tendieren.

Stryker, das Unternehmen für medizinische Geräte und Instrumente, das eine tragende Säule unseres Portfolios ist, verzeichnete trotz eines Jahres mit einem Wachstum von 10 % eine enttäuschende Aktienkurs-Performance.

Procter & Gamble wurde vom allgemeinen Pessimismus rund um Basiskonsumgüter erfasst, die durch den Wettlauf um Investitionen in KI an Aufmerksamkeit verloren und stark beeinträchtigt wurden.

In einem Zeitalter, in dem sich Analysten auf mundgerecht servierte Prognosen in Form von „Richtwerten“ verlassen und die Liquidität begrenzt ist, wie die NBER-Forschungsarbeit andeutet, können Ergebnisse, die den optimistischen Richtwerten nicht entsprechen, zu spektakulär schlechten Aktienkursbewegungen führen.

Die fünf Positionen mit den größten positiven Auswirkungen auf die Performance des Fonds waren:

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

Quelle: State Street

Alphabet erscheint zum ersten Mal.

IDEXX, das Unternehmen für veterinärmedizinische Diagnosegeräte, erscheint zum siebten Mal, nachdem es sich von seiner Rolle als Bremsklotz im vergangenen Jahr erholt hat, als das Nachlassen des Haustier-Booms aus der Covid-Zeit auf die Ergebnisse drückte.

Philip Morris steht zum vierten Mal auf unserer Liste und zeigt weiterhin die Vorteile seines branchenführenden Wechsels hin zu Produkten mit reduziertem Risiko (Reduced Risk Products, „RRPs“), wie z. B. Tabakprodukte, die erhitzt, aber nicht verbrannt werden, und mit seinem Nikotinbeutelgeschäft.

Meta erscheint zum vierten Mal in dieser Liste der Unternehmen mit den Top-Beiträgen, während L'Oréal zum dritten Mal dort erscheint

und von der Erholung im chinesischen Markt profitierte und die Kategorie Beauty wie gewohnt in der Sales Performance übertraf.

Wir wenden weiterhin eine einfache Anlagestrategie in drei Schritten an:

- Gute Unternehmen kaufen
- Nicht zu viel zahlen
- Nichts tun

Ich werde der Reihe nach überprüfen, wie wir für jeden dieser Punkte abschneiden.

Wie gewohnt möchten wir Ihnen einen Einblick in den ersten und wichtigsten der Punkte – ob wir gute Unternehmen besitzen – geben, indem wir Ihnen die folgende Tabelle zeigen, die zeigt, wie es um den Fundsmith Equity Fund aussehen würde, wenn er anstelle eines Fonds ein Unternehmen wäre und die Anteile, die er im Portfolio hält, auf einer „Look-Through-Basis“ bilanzieren und dies mit dem Markt, in diesem Fall dem FTSE 100 und dem S&P 500 Index, vergleichen würde. Hier sehen Sie auch, wie sich das Portfolio im Laufe der Zeit entwickelt hat.

Jahresende	Fundsmith Equity Fund Feeder/SICAV Portfolio								S&P 500	FTSE 100
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025	2025
ROCE	29 %	29 %	25 %	28 %	32 %	32 %	31 %	31 %	17 %	17 %
Bruttomarge	65 %	66 %	65 %	63 %	63 %	63 %	64 %	62 %	45 %	43 %
Operative Marge	28 %	27 %	23 %	26 %	27 %	29 %	30 %	28 %	18 %	17 %
Cash Conversion	95 %	97 %	101 %	96 %	88 %	91 %	86 %	94 %	89 %	99 %
Zinsdeckung	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	29x	9x	8x

Quelle: Fundsmith LLP/Bloomberg.

ROCE (Return on Capital Employed), Bruttomarge, operative Marge und Cash Conversion sind der gewichtete Mittelwert der zugrunde liegenden Unternehmen, in die der Fundsmith Equity Fund Feeder/SICAV investiert, und der Mittelwert für die Indizes FTSE 100 und S&P 500. Die FTSE 100- und S&P 500-Nummern schließen Finanzaktien aus. Die Zinsdeckung ist median.

Die Verhältnisse 2018–2019 basieren auf den letzten gemeldeten Geschäftsjahresabschlüssen zum 31. Dezember und für 2020–25 auf den zurückliegenden zwölf Monaten und gemäß der Definition von Bloomberg.

Cash Conversion vergleicht den freien Cashflow pro Aktie mit dem Nettoertrag pro Aktie.

Im Jahr 2025 waren die Kapitalrenditen, die Bruttomargen und die operativen Gewinnmargen hoch und stabil.

Konsistent hohe Kapitalrenditen sind ein Zeichen, auf das wir bei der Suche nach Unternehmen, in die investiert werden soll, achten. Ein anderes Zeichen ist eine Wachstumsquelle – hohe Renditen bringen nicht viel, wenn das Unternehmen nicht in der Lage ist, zu diesen hohen Raten zu wachsen und mehr Kapital einzusetzen. Wie haben sich unsere Unternehmen 2025 in dieser Hinsicht entwickelt? Der gewichtete durchschnittliche freie Cashflow (die Barmittel, die die Unternehmen generieren, nachdem sie alles außer die Dividende bezahlt haben und unsere bevorzugte Kennzahl) stieg um 16 %.

Aus einer fundamentalen Perspektive, auf die wir uns konzentrieren

wollen, sind wir zuversichtlich, dass sich unsere Portfoliounternehmen auch über die Geschäfts- und Marktzyklen hinweg gut entwickeln werden. Die Qualität unserer Portfoliounternehmen ist so hoch wie nie zuvor und gemeinsam wächst ihr freier Cashflow weiter schneller als der historische Durchschnitt des Portfolios. Unser Hauptaugenmerk liegt weiterhin auf der zugrunde liegenden Geschäftsperformance. Wenn wir hier richtig liegen, wird unser Fonds am Ende einen gleichbleibenden oder verbesserten Nettoinventarwert seiner Anlagen aufweisen, da früher oder später die Aktienkurse die Fundamentaldaten widerspiegeln und nicht umgekehrt.

Positiv zu bemerken ist, dass das durchschnittliche Gründungsjahr unserer Portfoliounternehmen zum Jahresende bei 1919 lag. Gemeinsam sind sie über ein Jahrhundert alt.

Die einzige Kennzahl, die weiterhin hinter ihrer historischen Performance zurückbleibt, ist die Cash Conversion – der Grad, zu dem Gewinne in Bargeld geliefert werden. Obwohl sich diese im Jahr 2025 leicht auf 94 % erholt hat, liegt sie noch unter ihrem historischen Niveau von rund 100 %. Grund dafür war ein stark gestiegener Investitionsaufwand bei einer kleinen Unternehmensgruppe: Alphabet, Microsoft und Meta. Die Technologieunternehmen wetteifern darum, die KI-Kapazitäten in Form von GPU-Chips und Rechenzentren aufzubauen. Ob dieses Wettrüsten für die ausgegebenen Beträge angemessene Gewinne und Erträge bringt, bleibt offen.

Wie wir sehen können, erhöhen unsere Tech-Unternehmen gemeinsam mit Amazon ihre Investitionen:

Investitionsausgaben für große Technologieunternehmen

\$bn	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (E)	2026 (E)
Alphabet	22.3	24.6	31.5	32.3	52.5	85.3	91.8
Amazon	40.1	61.1	63.6	52.7	83.0	113.8	124.1
Meta	15.2	18.7	31.4	27.3	37.3	68.5	96.3
Microsoft ₁	15.4	20.6	23.9	28.1	44.5	64.6	86.0
Total	93.0	125.0	150.4	140.4	217.3	332.2	398.2

₁ Microsoft year to June

Source: Fundsmith.

Und in dieser Tabelle sind einige Unternehmen nicht enthalten, die große Investitionsverpflichtungen haben, wie Oracle, das angekündigt hat, 2025/6 rund 50 Milliarden USD auszugeben, oder CoreWeave, das im Jahr 2026 rund 25 Mrd. USD vorsieht.

Wenn Kommentatoren über die Zukunft der künstlichen Intelligenz diskutieren und darüber, ob es eine Blase bei KI-Investitionen gibt, scheinen sie oft den Kern zu verpassen. KI kann tiefgreifende Auswirkungen auf unser Leben und unsere Beschäftigung haben, aber das garantiert nicht, dass Investitionen in sie eine angemessene Rendite erzielen oder dass die Renditen den derzeitigen etablierten Unternehmen zufließen.

Ein Unternehmen, das uns in dieser Hinsicht fasziniert, ist Apple. Je nachdem, wie man es sehen will, wurde es entweder im Wettlauf um den Aufbau großer Sprachmodelle („LLMs“) und den Ausbau von KI-Infrastruktur im großen Maßstab abgehängt – oder es hat sich bewusst aus diesem Rennen herausgehalten. Infolgedessen beliefen sich die Investitionsausgaben im Jahr 2025 auf nur 12 Mrd. USD, was im Vergleich zu den Unternehmen in der vorstehenden Tabelle kaum von Bedeutung ist.

Er mag aus der Not eine Tugend machen, aber vielleicht folgt Tim Cook, der CEO, dem alten Sprichwort: „Man muss keine Kuh besitzen, um Milch zu verkaufen“. Apple hat seine Geräte und rund eine Milliarde an überwiegend High-End-Konsumenten an sie und zunehmend an seine Dienste gebunden. Es scheint unwahrscheinlich, dass es einen Mangel an LLMs geben wird, die die Hyperscaler Apple für iPhone-Nutzer anbieten wollen. Wenn dies tatsächlich der Fall ist, verheißt das Geschäftsmodell, auf das sich Apple stützt, möglicherweise nichts Gutes für die Rentabilität der LLM-Entwickler und/oder Hyperscaler.

Im zweiten Teil unserer Strategie geht es um die Bewertung. Die gewichtete durchschnittliche Free-Cash-Flow-Rendite („FCF“) (der als Prozentsatz des Marktwerts generierte Free-Cash-Flow) des Portfolios betrug zu Beginn des Jahres 2025 3,1 % und zum Ende des Jahres 3,6 %. Die FCF-Rendite des S&P 500 betrug zum Jahresende 2,8 % und des MSCI World 3,1 %. Unsere Portfolioaktien sind viel niedriger bewertet als der S&P, da der freie Cashflow vieler der großen Aktien, die jetzt den Index dominieren, angesichts massiver Investitionen in KI geschrumpft oder verschwunden ist.

Unser Portfolio besteht aus Unternehmen, die im Wesentlichen viel besser sind als der Durchschnitt der Unternehmen im S&P 500. Und in der Vergangenheit haben wir erklärt, dass es keine Überraschung ist, wenn sie höher bewertet sind als das durchschnittliche Unternehmen im S&P 500. Das allein macht die Aktien auch nicht zwangsläufig teuer, genauso wie ein niedriges Rating eine Aktie nicht billig macht, aber sie sind jetzt deutlich günstiger als der S&P. Das weckt jedoch auch offensichtliche Sorgen darüber, was dem Markt passieren wird.

In Bezug auf den dritten Teil unserer Strategie, den wir kurz als „Nichts tun“ beschreiben, bleibt die Minimierung des

Portfolioumschlags eines unserer Ziele. Dies wurde erneut mit einem Portfolioumschlag von 12,3 % im Berichtszeitraum erreicht. Hilfreicher ist es vielleicht, zu wissen, dass wir insgesamt nur 0,008 % (etwas unter einem Basispunkt) des durchschnittlichen Werts des Fonds im Laufe des Jahres für freiwilligen Handel ausgegeben haben (ohne Handelskosten im Zusammenhang mit Zeichnungen und Rücknahmen, da diese unfreiwillig sind). Wir haben zwei Unternehmen verkauft, vier gekauft und haben eine Beteiligung an Magnum Ice Cream erhalten, die von Unilever abgespalten wurde. Wie im letzten Jahr mag das den Anschein geben, dass dies eine Menge an Namen für wenig Umschlag sind, da die Größe der verkauften oder gekauften Beteiligung in einigen Fällen klein war. Von den 29 Portfoliounternehmen halten wir seit der Gründung 2010 sechs, 10 seit über 10 Jahren und 16 seit über fünf Jahren.

Warum ist dies so wichtig? Es trägt dazu bei, Kosten zu minimieren, und die Minimierung der Investitionskosten leistet einen wesentlichen Beitrag dazu, dass Anleger ein zufriedenstellendes Ergebnis erzielen. Zu oft konzentrieren sich Anleger, Kommentatoren und Berater, in einigen Fällen obsessiv, auf die jährliche Verwaltungsgebühr („AMC“) oder die laufenden Gebühren („OCF“), die einige Kosten über die AMC hinaus umfassen, die dem Fonds in Rechnung gestellt werden. Die OCF für 2025 für die thesaurierenden Anteile der T-Klasse betrug 1,04 % (Anteile der I-Klasse 0,94 %). Das Problem besteht darin, dass die OCF ein wichtiges Kostenelement nicht enthält – die Handelskosten. Wenn ein Fondsmanager durch Kauf oder Verkauf handelt, entstehen dem Fonds in der Regel die Kosten für Provisionen, die an einen Makler gezahlt werden, die Geld-Brief-Spanne auf die gehandelten Aktien und in einigen Fällen Transaktionssteuern wie Stempelsteuern im Vereinigten Königreich. Dies kann die Kosten eines Fonds erheblich erhöhen, ist jedoch nicht in der OCF enthalten.

Wir stellen unsere eigene Version dieser Gesamtkosten einschließlich Handelskosten zur Verfügung, die wir als Gesamtinvestitionskosten („Total Cost of Investment, TCI“) bezeichnet haben. Für die thesaurierenden Anteile der T-Klasse betrugen die TCI im Jahr 2025 1,10 % (Anteile der I-Klasse 0,96 %), einschließlich aller Kosten für den Handel mit Zu- und Abflüssen aus dem Fonds, nicht nur für unseren freiwilligen Handel. Wir freuen uns, dass unsere TCI unter Berücksichtigung der Transaktionskosten nur 0,02 % (2 Basispunkte) über unserer OCF liegt. Wir möchten jedoch erneut davor warnen, dass Sie sich nicht so stark auf die Gebühren konzentrieren, dass Sie den Fokus auf die Performance der Fonds verlieren. Es sei darauf hingewiesen, dass die Performance unseres Fonds, die zu Beginn dieses Schreibens aufgeführt wird, sich nach der Berechnung aller Gebühren versteht, was sicherlich der Hauptfokus sein sollte.

Wir haben unsere Anteile an Brown-Forman und PepsiCo verkauft und im Laufe des Jahres mit dem Kauf von Anteilen an Zoetis, EssilorLuxottica, Intuit und Wolters Kluwer begonnen.

Brown-Forman und das Snackgeschäft von PepsiCo scheinen uns direkt im Fadenkreuz der Auswirkungen der Appetitminderung durch Medikamente zur Gewichtsreduktion zu stehen. Egal ob unsere Investition in Novo Nordisk sich letztendlich auszahlen wird oder nicht, glauben wir, dass Medikamente zur Gewichtsreduktion und ihre Auswirkungen dauerhaft bleiben werden. Darüber hinaus steht das Geschäft mit alkoholischen Getränken aufgrund der Auswirkungen der (mangelnden) Trinkgewohnheiten der Generation Z und der Legalisierung von Cannabis vor Gegenwind.

Zoetis ist das führende veterinärmedizinische Pharmaunternehmen. Abgesehen davon, das langfristige Wachstum der Ausgaben für Tiergesundheit zu nutzen, hat es den Vorteil, dass Multi-Milliarden-Dollar-Umsätze von Blockbuster-Medikamenten in der Tiermedizin nicht existieren und sie daher weniger generischen Wettbewerb anlocken. Der Aktienkurs von Zoetis verzeichnete eine schlechte Phase, die durch Bedenken über Nebenwirkungen im Zusammenhang mit Librelva, seinem Medikament gegen chronische Schmerzen bei Osteoarthritis, verursacht wurde. Unsere Veterinärberaterin teilt mir mit, dass sie das Medikament immer noch verschreibt, da die Vorteile die möglichen Nebenwirkungen überwiegen.

EssilorLuxottica entstand aus der Fusion französischer und italienischer Unternehmen, die den Markt für Brillen, sowohl für Fassungen als auch für Gläser, dominieren. Für dieses Geschäft gibt es Rückenwind von Menschen, die noch keinen Zugang zur Sehkorrektur haben. Darüber hinaus hat das Unternehmen einige interessante Innovationen wie die Stellest-Gläser, die helfen, eine Verschlechterung bei Kindern mit Myopie zu verhindern, und natürlich die Meta AI-Brille.

Wir haben zuvor unsere Position in Intuit, dem Softwareunternehmen für Buchhaltungs- und Steuersoftware, verkauft, nachdem es 2021 Mailchimp übernommen hatte. Wir waren der Ansicht, dass Mailchimp außerhalb des Kompetenzbereichs von Intuit lag und dass das Unternehmen etwa das Dreifache des angemessenen Preises gezahlt hatten, was sie damit zu rechtfertigen versuchten, dass die Hälfte der Gegenleistung in Intuit-Aktien erfolgte. Was dies für ihre Bewertung bedeutete, schien uns offensichtlich. Eine Weile nach dem Verkauf der Aktien trieb der KI-Hype den Kurs an, aber in letzter Zeit zeigte sich die schlechte Performance der Mailchimp-Übernahme und spiegelte sich im Aktienkurs wider. Wir haben damit begonnen, eine Beteiligung wieder aufzubauen, in der Hoffnung, dass das Management aus dem Debacle gelernt hat.

Wolters Kluwer ist führend in der technischen Publikation, die von Fachleuten aus den Bereichen Gesundheit, Steuern, Buchhaltung, Risiko & Compliance und Recht verwendet wird. Das Unternehmen scheint als Opfer der KI-Disruption wahrgenommen zu werden, doch das trifft wohl genauso wenig zu wie die mittlerweile widerlegte Ansicht, dass Adobe und Intuit zu den Gewinnern der KI-Entwicklung gehören würden. Diese Sichtweise hat den PE auf <19x getrieben und er wächst weiterhin mit ca. 5 % p. a. bei einem ROIC von 18 % und einem ROE von ca. 50 %.

Wir beabsichtigen, weiterhin ein Portfolio leistungsstarker Unternehmen zu halten, in der Hoffnung und Erwartung, dass sich ihre starken fundamentalen Renditen langfristig in überlegenen Aktienkursen und einer überdurchschnittlichen Performance niederschlagen werden und dass sich unser Fonds in der Zwischenzeit relativ immun gegenüber Schocks erweisen wird, die auftreten, wenn sich die derzeitigen außergewöhnlichen Marktbedingungen wieder normalisieren.

Abschließend wünsche ich Ihnen noch einmal ein frohes neues Jahr und danke Ihnen für Ihre anhaltende Unterstützung unseres Fonds.

Herzlichst Ihr



Terry Smith
CEO
Fundsmith LLP

Haftungsausschluss: Ein Basisinformationsblatt und ein englischsprachiger Verkaufsprospekt für die Fundsmith Equity Fund (SICAV) sind über die Website fundsmith.eu oder auf Anfrage erhältlich. Anleger sollten diese Dokumente einsehen, bevor sie Anteile am Fonds kaufen. Die Performance der Vergangenheit ist nicht unbedingt ein Indikator für die zukünftige Performance. Der Wert der Anlagen und die Erträge daraus können sowohl fallen als auch steigen und von Wechselkursänderungen beeinflusst werden, und Sie erhalten möglicherweise nicht den Betrag Ihrer ursprünglichen Anlage zurück. Fundsmith LLP bietet keine Anlageberatung an und gibt keine Empfehlungen zur Eignung seines Produkts ab. Dieses Dokument wird von Fundsmith LLP veröffentlicht, die von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und reguliert wird.

Die FundRock Management Company S.A. ist eine Verwaltungsgesellschaft von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren („OGAW“) im Sinne der OGAW-Richtlinie und ist befugt, Anlegern grenzüberschreitend Anteile an der Fundsmith-SICAV anzubieten.

Fundsmith Equity Fund (SICAV), die Gegenstand dieses Dokuments ist, bezieht sich nicht auf einen Organismus für gemeinsame Anlagen, der gemäß Section 286 des Securities and Futures Act, Chapter 289 von Singapur (der „SFA“) zugelassen oder gemäß Section 287 des SFA anerkannt ist. Dieses Dokument wurde nicht als Verkaufsprospekt bei der Monetary Authority of Singapore (die „MAS“) registriert. Dementsprechend dürfen dieses Dokument

und alle anderen Dokumente oder Materialien im Zusammenhang mit dem Angebot oder Verkauf oder der Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen des Fonds weder verbreitet noch verkauft werden, noch dürfen Anteile direkt oder indirekt an Personen in Singapur angeboten oder verkauft oder zum Gegenstand einer Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf gemacht werden, außer 1. an einen institutionellen Anleger gemäß Section 304 des SFA; oder 2. an eine relevante Person gemäß Section 305(1) des SFA oder eine Person gemäß Section 305(2) des SFA (und eine solche Verteilung erfolgt gemäß den in Section 305 des SFA festgelegten Bedingungen); oder 3. ansonsten gemäß und in Übereinstimmung mit den Bedingungen anderer anwendbarer Bestimmungen des SFA. Insbesondere bei Investmentfonds, die nicht von der MAS zugelassen oder anerkannt sind, dürfen Anteile an solchen Fonds nicht an Privatanleger angeboten werden. Dieses Dokument und alle anderen Dokumente oder Materialien, die im Zusammenhang mit dem Angebot oder Verkauf herausgegeben werden, sind kein Verkaufsprospekt im Sinne des SFA. Dementsprechend gilt die gesetzliche Haftung im Rahmen des SFA in Bezug auf den Inhalt von Verkaufsprospekten nicht, und Anleger sollten sorgfältig prüfen, ob die Investition für sie geeignet ist. Insbesondere bei Investmentfonds, die nicht von der MAS zugelassen oder anerkannt sind, dürfen Anteile an solchen Fonds nicht an Privatanleger angeboten werden. Dieses Dokument und alle anderen Dokumente oder Materialien, die im Zusammenhang mit dem Angebot oder Verkauf herausgegeben werden, sind kein Verkaufsprospekt im Sinne des SFA. Dementsprechend gilt die gesetzliche Haftung im Rahmen des SFA in Bezug auf den Inhalt von Verkaufsprospekten nicht, und Anleger sollten sorgfältig prüfen, ob die Investition für sie geeignet ist.

Die hierin ausgedrückten Ansichten und Meinungen sind diejenigen von Fundsmith zum Datum dieses Dokuments und können sich aufgrund der vorherrschenden Markt- und Wirtschaftsbedingungen ändern und werden nicht aktualisiert oder ergänzt.

Quellen: Fundsmith LLP, Bloomberg und FE Analytics, sofern nicht anders angegeben. Die Daten beziehen sich auf den 31. Dezember 2025, sofern nicht anders angegeben.

Portfolio Turnover ist ein Maß für die Handelsaktivität des Fonds und wurde berechnet, indem die gesamten Zugänge und Abgänge von Anteilen abzüglich der gesamten Zeichnungen und Rücknahmen durch den durchschnittlichen Nettoinventarwert des Fonds dividiert wurden.

KGV und Free Cash Flow Yields basieren auf Daten der letzten zwölf Monate und zum 31. Dezember 2025, sofern nicht anders angegeben. Die prozentuale Änderung wird nicht berechnet, wenn der TTM-Zeitraum einen Nettoverlust enthält.

Der MSCI World Index ist ein Industrieländerindex globaler Wertpapiere aus allen Sektoren und ist daher ein fairer Vergleich angesichts des Anlageziels und der Anlagepolitik des Fonds.

Der Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond Index zeigt, was Sie eventuell hätten verdienen können, wenn Sie in Staatsanleihen investiert hätten.

Der EUR-Zinssatz zeigt, was Sie eventuell hätten verdienen können, wenn Sie in Barmittel investiert hätten.

MSCI World Index ist das ausschließliche Eigentum von MSCI Inc. MSCI gibt keine ausdrücklichen oder stillschweigenden Garantien oder Zusicherungen ab und übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen nicht weitergegeben oder als Grundlage für

andere Indizes oder Wertpapiere oder Endprodukte verwendet werden. Dieser Bericht wird nicht von MSCI genehmigt, geprüft oder erstellt. Der Global Industry Classification Standard (GICS) wurde von MSCI und Standard & Poor's entwickelt und ist ausschließliches Eigentum von MSCI und Standard & Poor's. „GICS®“ ist eine Dienstleistungsmarke von MSCI und Standard & Poor's.