

Janvier 2026

Cher investisseur,

Le tableau ci-dessous présente les chiffres de performance de la dernière année civile ainsi que la performance cumulée et annualisée du fonds Fundsmith Equity Fund, un compartiment de la SICAV Fundsmith (« Fonds » ou « SICAV »), et divers comparateurs. Veuillez noter les dates de début différentes pour les différentes classes d'actions, indiquées sous le tableau.

% Rendement total	1 ^{er} janv. au 31 déc. 2025	Du lancement jusqu'au 31 décembre 2025		Ratio Sortino ⁵
		Cumulé	Annualisé	
Fundsmith Equity Fund EUR Classe T ¹	-4,5	+513,1	+13,6	0,74
MSCI World Index EUR ²	+6,8	+468,8	+13,1	0,68
Obligations européennes ³	-3,8	+51,8	+3,0	
Liquidités ⁴	+2,2	+7,8	+0,5	
Fundsmith Equity Fund CHF Classe I ¹	-5,5	+312,2	+10,9	
MSCI World Index CHF ²	+6,3	+310,6	+10,8	
Fundsmith Equity Fund USD Classe I ¹	+7,9	+308,2	+11,6	
MSCI World Index USD ²	+21,1	+286,7	+11,1	
Fundsmith Equity Fund GBP Classe I ¹	+0,6	+327,2	+13,2	
MSCI World Index GBP ²	+12,8	+309,8	+12,8	

¹ Actions de capitalisation, nettes de commissions, cotées à 13h00 CET, dates de lancement, **EUR T** : 2/11/11, **CHF I** : 5/4/12, **USD I** : 13/3/13,

GBP I : 15/4/14, source : Bloomberg. N.B. Avant mars 2019, la performance se rapporte au Fonds nourricier Fundsmith Equity

² MSCI World Index coté à la clôture des marchés, heure américaine, source : Bloomberg

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

⁴ Taux d'intérêt €, source : Bloomberg

⁵ Ratio Sortino depuis le lancement au 2/11/11 jusqu'au 31/12/25, taux sans risque de 3,5 %, source : Financial Express Analytics

Le Fonds n'est pas géré par rapport à un indice de référence, les comparateurs ci-dessus sont fournis à titre d'information uniquement.

Étant donné que nous ne couvrons pas l'exposition aux devises, la principale différence de performance entre les classes d'actions en devises est donc due aux mouvements relatifs des devises au cours de l'année. La performance relative par rapport au MSCI World Index (« Indice ») est donc similaire pour chaque classe d'actions. Le Fonds a sous-performé ce comparateur en 2025, mais une perspective à plus long terme peut être utile et est certainement plus cohérente avec nos objectifs et notre stratégie d'investissement. Depuis leur lancement, les classes d'actions présentées dans le tableau ont enregistré une surperformance. Depuis leur lancement, les actions de capitalisation de classe T ont surperformé l'indice MSCI World de 0,5 % par an, et ce, avec une volatilité des cours à la baisse inférieure, comme l'indique le ratio Sortino de 0,74 par rapport à 0,68 pour l'Indice. Cela signifie simplement que le Fonds a généré environ 9 % de performance supplémentaire par rapport à l'indice pour chaque unité de volatilité des prix, un point que nous développerons plus en détail ultérieurement.

Il ne faut pas s'attendre à ce que le Fonds atteigne un rendement supérieur à celui du marché ou même un rendement positif chaque année ou chaque période sous revue. En 2025, parvenir à un tel résultat s'est avéré, une fois de plus, bien plus ardu.

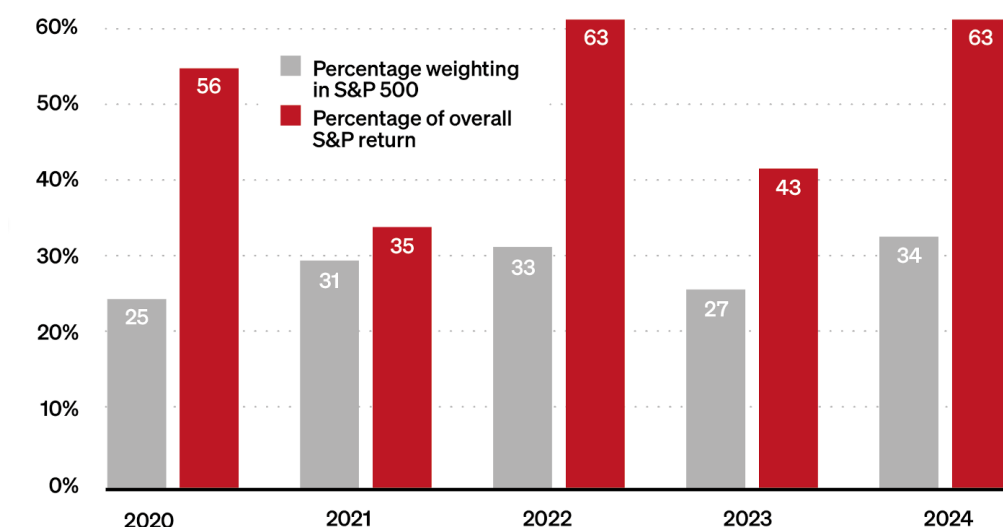
Avant d'aborder les facteurs expliquant la performance, je tiens à souligner que, contrairement à ce qu'affirment certains commentateurs, mon intention n'est nullement de « blâmer » qui que ce soit ou quoi que ce soit pour la performance relative de notre Fonds. Ce que je cherche à faire, c'est de l'expliquer afin que nos investisseurs comprennent clairement ce qui s'est passé et pourquoi. Une explication n'est pas une excuse. Je me demande comment ces commentateurs, ou même nos investisseurs, réagiraient si nous ne fournissions aucune explication. Je vois trois principaux enjeux.

1. Concentration de l'indice

La domination des rendements par un petit groupe de grands titres « technologiques » est devenue si marquée en 2023 qu'elle a donné naissance à l'un de ces surnoms percutants prisés des commentateurs de marché : les « Magnificent Seven », c'est-à-dire Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia et Tesla. Cette dynamique s'est poursuivie en 2024 après que Jensen Huang, le PDG de Nvidia, a multiplié les apparitions publiques au cours desquelles il a vanté la transformation à venir de l'informatique par l'intelligence artificielle (« IA »), alimentée bien entendu par les puces de Nvidia. Le résultat a été comparable au coup de départ d'une course dans laquelle les dépenses d'investissement en semi-conducteurs et en centres de données des grandes entreprises technologiques – les « fameux hyperscalers » - se sont envolées, dans une véritable course aux armements qui n'a été égalée que par la flambée de leurs cours en Bourse.

Le résultat est visible dans les graphiques suivants :

Concentration de la performance des 10 titres principaux du S&P 500

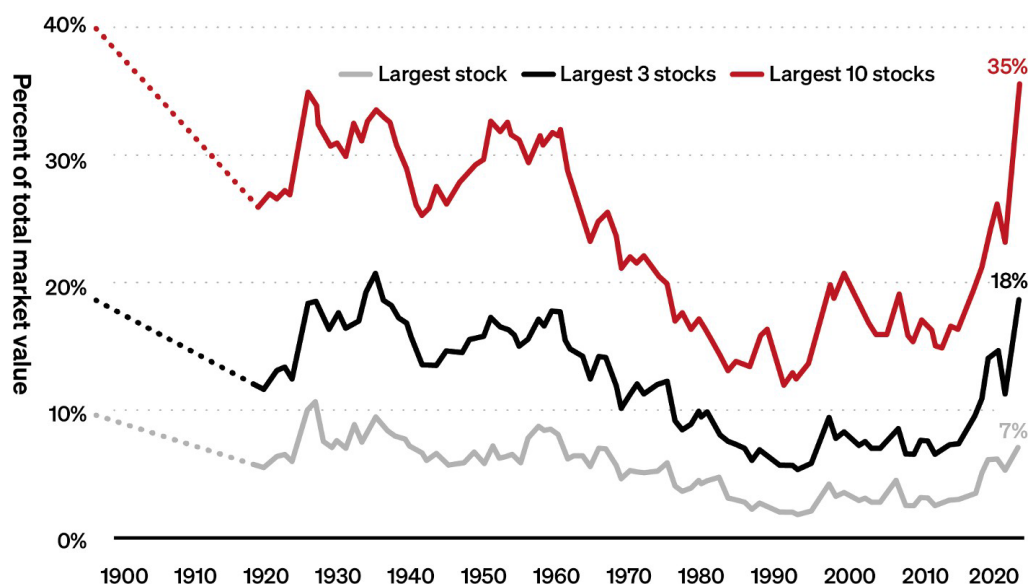


Source : UBS Global Investment Returns Yearbook 2025

Cette tendance s'est poursuivie en 2025, si bien que les dix titres principaux représentaient 39 % de la valeur de l'indice S&P 500 (« S&P ») à la fin de l'année 2025 et ont contribué à hauteur de 50 % au rendement total généré en USD.

Est-ce différent par rapport au passé ?

Concentration du marché américain au cours des 125 dernières années



Source : UBS Global Investment Returns Yearbook 2025

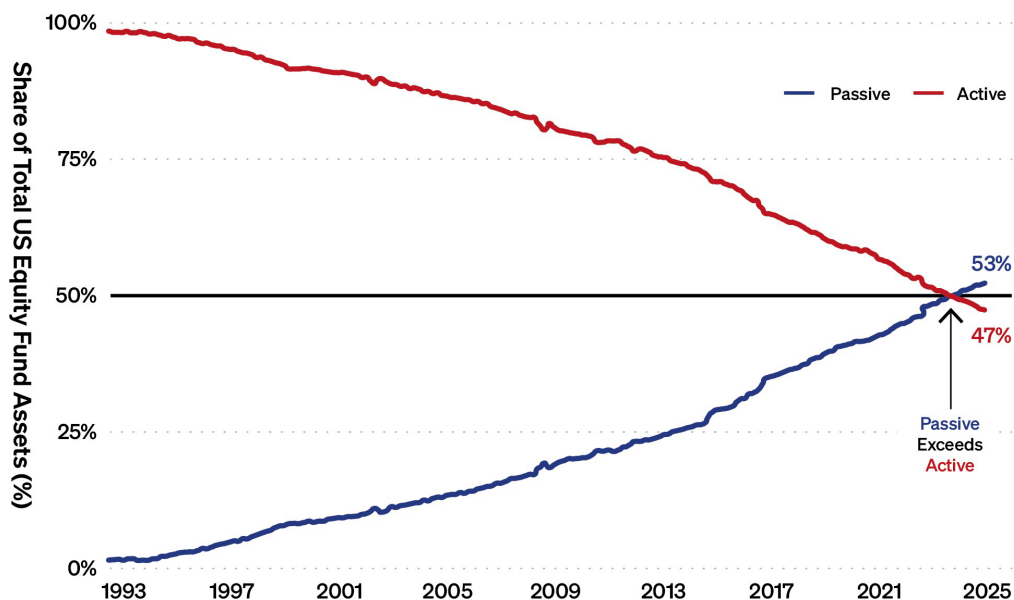
Ce deuxième graphique montre que la dernière fois que la capitalisation boursière américaine a été aussi concentrée remonte à 1930. Que s'est-il passé ensuite ? Il a fallu attendre 1954 pour que le S&P retrouve son niveau record de 1930. Bien que cela soit considéré comme préhistorique par la plupart des investisseurs

aujourd'hui, il est utile de rappeler que le S&P (et pas le NASDAQ) n'a retrouvé son sommet de l'an 2000 qu'en 2007, avant de le reperdre immédiatement lors de la crise du crédit, pour ne le regagner qu'en 2013. Lorsque les bulles éclatent, elles peuvent entraîner de nombreuses années, voire des décennies, de pertes. Il a été difficile, ces dernières années, d'égaliser la performance de l'indice si l'on ne détenait pas la plupart de ces titres à leur pondération dans le marché. Et nous ne le ferions pas, même si nous étions convaincus qu'il s'agissait de bonnes entreprises répondant à nos critères d'investissement - ce qui n'est pas le cas. À nos yeux, détenir l'ensemble de ces sociétés représenterait un risque excessif pour le portefeuille, tout comme nous ne détiendrions pas les cinq sociétés de boissons présentes dans notre univers d'investissement, même si nous estimions que les perspectives du secteur étaient favorables. Notre Fonds est un portefeuille, pas un pari sectoriel.

2. La croissance des actifs détenus dans les fonds indiciels

L'essor des « Magnificent Seven » et des titres liés à l'IA a également bénéficié d'un puissant soutien : l'augmentation des actifs détenus dans les fonds indiciels. En 2023, la proportion des actifs de fonds d'actions américains investis dans des fonds indiciels a dépassé 50 % pour la première fois.

Part relative des fonds actifs et passifs dans l'ensemble des actifs des fonds actions américains



Source : Research Affiliates, données au 31 décembre 2024

Le secteur des services financiers ne se distingue pas toujours par sa clarté, notamment en raison du jargon qu'il utilise. Les fonds indiciels et les ETF indiciels sont souvent qualifiés de « passifs », contrairement aux fonds « actifs », comme le Fundsmith Equity Fund, dans lesquels un gérant prend des décisions d'investissement. Les fonds dits « passifs » répliquent généralement l'indice dans lequel ils investissent en détenant les actions selon leur

poids dans la capitalisation boursière. Loin d'être passifs, au sens traditionnel du terme, ils relèvent en réalité d'une véritable stratégie de momentum.

Une stratégie d'investissement basée sur le momentum est une stratégie où l'investisseur achète des actions qui affichent déjà de très bonnes performances. Si vous vendez des parts d'un fonds actif comme le Fundsmith Equity Fund pour investir dans un fonds indiciel répliquant le S&P 500, ce dernier achètera alors les actions de l'indice en fonction de leur capitalisation boursière. À l'heure actuelle, environ 7 % seront alloués à Nvidia, que nous ne détenons pas. Environ 35 % seront investis dans les Magnificent Seven, dont nous ne détenons que trois titres : Alphabet, Meta et Microsoft. Cela renforce la dynamique des titres que nous ne détenons pas et qui représentent une part importante de l'indice.

John Bogle, pionnier de l'investissement indiciel et fondateur de Vanguard, le gestionnaire de fonds indiciels, a été interrogé lors de l'assemblée annuelle 2017 de Berkshire Hathaway sur l'existence d'un niveau d'actifs dans les fonds indiciels susceptible de fausser les marchés. Il a admis que oui, même s'il était incapable d'en préciser le seuil. Il est possible que nous ayons déjà atteint ce seuil.

En 2021, le National Bureau of Economic Research (« NBER »), basé à Cambridge, Massachusetts, a publié une recherche intitulée « *In search of the origins of financial market fluctuations: the inelastic markets hypothesis* ». Vous n'en avez peut-être jamais entendu parler, car ce n'est pas exactement le type de lecture que l'on glisse dans son bagage à main pour un long vol. Cependant, il contient des révélations étonnantes qui sont particulièrement pertinentes pour le marché actuel.

Il commence par l'affirmation, en apparence incontestable, qu'un dollar (ou un million, ou un milliard de dollars) transféré entre des actions ou des obligations (ou tout autre échange) n'a aucun impact sur la valeur intrinsèque de l'un ou l'autre. Si vous vendez des parts d'un fonds actif comme le Fundsmith Equity Fund pour les réinvestir dans un fonds indiciel, cela ne modifie en rien la valorisation des actions que nous devons céder pour financer le rachat ni celle des actions que le fonds indiciel acquiert. Cependant, l'étude NBER montre qu'en réalité, un tel transfert exerce un effet multiplicateur compris entre 3:1 et 8:1, avec une moyenne d'environ 5.5:1. L'afflux de capitaux provenant de tels arbitrages fait augmenter la valeur des actions achetées d'un montant équivalent en moyenne à cinq fois la somme investie.

Le document NBER attribue ce phénomène à l'inélasticité de l'offre et de la demande d'actions. Plus de 50 % des actions sont détenues dans des fonds indiciels, lesquels n'ont aucune latitude quant aux titres qu'ils doivent acheter. De plus, une partie des fonds dits actifs qui subsistent est gérée de manière à éviter de prendre des positions

contraires à l'évolution de l'indice. Indépendamment des contraintes imposées par leur mandat, les gestionnaires de fonds ont depuis longtemps compris l'intérêt, pour la préservation de leur carrière, de la « gestion indicielle déguisée », qui consiste à ne pas trop s'écarter des pondérations de l'indice. Au vu de ce que nous avons observé ces dernières années, qui pourrait leur en vouloir ?

On pourrait considérer le document NBER comme l'énoncé d'un effet parfaitement évident de la hausse des fonds indiciels, mais ce qui est loin d'être évident, c'est l'ampleur de cet effet. Et ce n'est pas parce qu'un phénomène paraît évident une fois expliqué qu'il doit pour autant être ignoré.

Il peut ne pas y avoir de logique fondamentale à acheter des actions Tesla avec un ratio cours/bénéfice (« PER ») de 327 — son niveau actuel — mais l'entreprise constitue la neuvième capitalisation de l'indice S&P 500. Ne pas les détenir est donc une position dangereuse à prendre lorsque de l'argent circule dans des fonds indiciels.

John Bogle avait raison. La proportion croissante des actions détenues par les fonds indiciels est investie sans aucune considération pour la qualité ou la valorisation des titres achetés, ce qui engendre des distorsions dangereuses.

Contrairement à une idée répandue, le marché boursier n'est pas un substitut aux casinos en ligne, mais plutôt un mécanisme de valorisation des entreprises, de levée de capitaux et d'apport de liquidités. Lorsque cet équilibre se trouve déformé, il en résulte souvent une mauvaise allocation importante du capital.

Sir John Templeton, fondateur du groupe de gestion qui porte son nom, a dit à son temps : « Les quatre mots les plus dangereux en matière d'investissement sont : cette fois, c'est différent ». Il soulignait ainsi qu'il existe toujours des personnes prêtes à justifier les excès de manie spéculative, mais qu'elles finissent invariablement par avoir tort lorsque la bulle éclate et que les fondamentaux de l'investissement reprennent leurs droits.

Nous avons déjà vu ce phénomène, non seulement lors de la formation et de l'éclatement de la bulle Internet, mais aussi dans d'autres épisodes, comme celui du marché japonais à la fin des années 1980. À l'époque, on nous expliquait qu'un PER supérieur à 50 sur l'indice Nikkei était acceptable parce que la comptabilité japonaise était réputée conservatrice. En réalité, le marché était simplement surévalué. Après la chute ultérieure du Nikkei, il a fallu attendre 2024 pour que l'indice retrouve le sommet atteint en 1989.

Lorsque les entreprises et/ou les investisseurs sont incités, par la flambée des cours et des valorisations, à croire que le capital est presque gratuit, certaines décisions d'investissement désastreuses

sont prises. Ils semblent agir comme si le coût du capital investi par les entreprises correspondait, dans une certaine mesure, à l'inverse de leur ratio cours/bénéfice (PE). Ainsi, un PER de 50 équivaut à un coût du capital de 2 % ($100 \div 50$). C'est tout à fait insensé.

Le coût des capitaux propres ne varie pas inversement avec la valorisation ; il est sans doute mieux estimé par le coût du capital dit sans risque, à savoir le rendement des obligations d'État à long terme, auquel s'ajoute ce que l'on appelle la prime de risque sur actions. Il ne s'agit pas d'un mauvais point de départ lorsque l'on essaie d'estimer le coût des capitaux propres pour examiner le rendement à long terme des actions, car il s'agit en fait d'un coût d'opportunité : quel rendement un investisseur est-il en droit d'attendre d'un investissement en actions à long terme ? C'est ce qu'il devrait exiger en contrepartie de la fourniture de capitaux propres en détenant des actions - le coût du capital propre. Au cours du dernier siècle, les actions américaines ont enregistré un rendement moyen d'environ 9 % par an. Ce n'est certainement pas 2 %.

Si les entreprises ou les investisseurs commencent à prendre des décisions qui s'écartent fortement de cette réalité en se fondant sur des valorisations boursières excessives, les conséquences seront désastreuses. En 2000, Vodafone, l'opérateur de téléphonie mobile britannique, qui figurait parmi les leaders de la bulle Internet, a lancé une offre sur Mannesmann, l'opérateur de téléphonie mobile allemand. À l'époque, Vodafone se négociait sur la base d'un PER de 54 et Mannesmann sur un PER de 56. Cela met en lumière une autre idée fausse : les directions d'entreprise justifient souvent le prix qu'elles paient pour des actifs en période de boom ou de bulle en arguant qu'elles le financent par l'émission d'actions surévaluées ou très fortement valorisées. Mais attendez une minute, quelles en sont les implications pour les investisseurs ? On peut en constater les effets dans la mesure où l'action Vodafone avait atteint un sommet à 570 p en 2000 lors de l'enchère pour Mannesmann et qu'elles se négocient désormais à 99 p. Lorsque la valeur est détruite par de mauvaises décisions d'investissement, il finit toujours par y avoir un retour de bâton.

Peut-être que les dirigeants de certaines entreprises d'IA ont une vision claire de l'avenir et peuvent anticiper que l'IA entraînera non seulement une transformation dans nos vies et notre façon de travailler, mais aussi des flux de trésorerie supplémentaires de sorte que les rendements sur les montants de capital qu'ils investissent seront adéquats, voire plus qu'adéquats. Mais si ce n'est pas le cas, on peut s'attendre à ce que l'adage de Sir John Templeton se révèle une fois de plus juste, même si cela peut se produire après une période plus longue et une plus grande exubérance irrationnelle que par le passé, portée par la dynamique de l'investissement indiciel.

Cependant, même si nous avons raison de diagnostiquer ce

passage aux fonds indiciels comme l'une des causes de notre récente sous-performance et une condition propice à un désastre d'investissement de grande ampleur, je n'ai aucune idée de la manière ni du moment où cela prendra fin - si ce n'est mal.

Avec un sincère respect pour le défunt Sir John Templeton que j'ai cité précédemment, je pense que cette fois, les choses pourraient être différentes. Non pas que la flambée des « Magnificent Seven » ou de l'IA soit intrinsèquement différente, mais plutôt par l'ampleur potentielle du phénomène et la durée pendant laquelle il pourrait perdurer. Lors de la bulle Internet, la proportion d'actifs sous gestion (AUM) investie dans les fonds indiciels était inférieure à 10 %. La domination actuelle des fonds indiciels fait désormais de la hausse de ces grandes capitalisations une prophétie qui s'accomplit.

3. Faiblesse du dollar

Pour ne rien arranger, le dollar américain s'est déprécié face à l'euro, passant d'environ 1,04 USD/EUR en début d'année à 1,17 \$ en fin d'exercice :

Taux de change USD/EUR



Source : Bloomberg

Je doute que cela reflète la solidité relative de l'économie de la zone euro ou la satisfaction vis-à-vis de la politique gouvernementale. L'administration Trump souhaite évidemment voir les taux d'intérêt baisser et réduire le déficit commercial. Aucun de ces objectifs n'est compatible avec un dollar fort.

La faiblesse du dollar se reflète également dans le prix de l'or, qui a atteint son plus haut niveau depuis 50 ans, à 4 319 USD l'once. Il existe de nombreuses spéculations sur les raisons de la vigueur du prix de l'or, mais j'y vois pour ma part l'expression d'une faiblesse de

la devise dans laquelle l'or est libellé.

Cela affecte la valeur en EUR de notre Fonds, puisque la majorité des entreprises sont cotées aux États-Unis et, plus important encore, c'est là qu'elles tirent leur principale source de revenus.

J'espère que tout cela contribue à éclairer les défis auxquels nous avons été confrontés ces dernières années, qu'il s'agisse de la concurrence des fonds indiciels ou de la performance des grandes entreprises technologiques en particulier, avec le handicap supplémentaire lié à la faiblesse du dollar.

Ces événements m'ont convaincu que Tommy Docherty était optimiste. La semaine où il fut licencié de son poste d'entraîneur de Manchester United et que sa femme a déposé une demande de divorce, il déclara : « Dans la vie, quand une porte se ferme, une autre vous claque au visage ». Je crois comprendre ce qu'il a ressenti.

La question la plus pertinente est peut-être de savoir comment nous allons réagir face à cette situation.

Nous pouvons :

1. Commencer à acheter des actions de toutes les grandes entreprises qui dominent les indices et/ou
2. Adopter une stratégie momentum consistant à acheter les titres les plus performants, sans tenir compte de leurs fondamentaux.

Nous n'allons faire ni l'un ni l'autre. Si vous souhaitez un fonds indiciel, vous pouvez en acquérir un à des coûts bien inférieurs à ceux que nous (ou tout autre gestionnaire de placements actif) appliquons. Nous ne sommes pas non plus des investisseurs momentum. D'autres mettent en œuvre cette stratégie avec bien plus d'efficacité que nous. Je me permettrai simplement une mise en garde si vous envisagez d'adopter cette approche. Selon mon expérience, les investisseurs momentum les plus efficaces achètent les actions en tendance haussière et les vendent dès que cette tendance s'inverse. Ils ne croient pas que le fait d'acheter Nvidia en hausse, par exemple, leur donne une vision de l'avenir de l'IA ou des GPU.

Nous n'allons pas acheter des actions simplement parce qu'une entreprise est de grande taille ou qu'elle domine les pondérations et la performance des indices, sauf si nous sommes convaincus qu'il s'agit d'une société correspondant à ce que nous souhaitons détenir : une entreprise offrant des perspectives de croissance à long terme relativement prévisibles et générant des rendements largement suffisants sur le capital investi.

Bien que nous restions fidèles à notre stratégie d'investissement, nous nous efforcerons évidemment d'améliorer notre performance. Nous sommes attachés à bien des maximes du regretté Charlie Munger, mais celle qui trouve ici la meilleure résonance est sans doute : « Toute année où vous ne détruisez pas l'une de vos idées les plus chères est probablement une année gâchée. » La suite reste à venir.

En ce qui concerne la contribution individuelle de chaque titre à la performance en 2025, je préfère démarrer par les problèmes. Les cinq derniers détracteurs de la performance du Fonds en 2025 étaient :

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

Source : Northern Trust

Novo Nordisk a réussi à réaffirmer ma conviction qu'il ne faut jamais dire « Cela ne peut pas être pire ». L'entreprise est parvenue à transformer une position de leader sur ce qui est sans doute le développement pharmaceutique le plus enthousiasmant depuis une trentaine d'années en une position secondaire, tout en ne parvenant pas à empêcher l'arrivée de génériques illégaux sur son principal marché américain.

Un de nos mantras a été que nous devrions toujours investir dans des entreprises qui pourraient être dirigées par un idiot afin que la performance ne dépende pas excessivement de la qualité du management. Nous avons douloureusement constaté que la catégorie d'entreprises pouvant être dirigées par un idiot est bien plus restreinte que nous ne l'imaginions, et nous veillerons désormais à être plus attentifs à l'impact qu'un mauvais management peut avoir. Notre expérience montre également que, face à un mauvais management, tenter d'engager un dialogue pour le changer est généralement moins efficace que de vendre les actions. Entre-temps, Novo Nordisk a désigné un nouveau PDG et opéré un remaniement complet du conseil d'administration, tandis que la valorisation actuelle (un PER de 13) nous paraît intégrer des attentes particulièrement modestes. Si nous ne détenions pas déjà le titre, je soupçonne que nous envisagerions de l'acheter, estimant qu'il s'agit d'une bonne entreprise temporairement pénalisée par un « accroc » - certes un accroc de taille.

ADP, en tant que fournisseur de logiciels de rémunération et de gestion des ressources humaines, a souffert de la faiblesse du marché de l'emploi aux États-Unis. Au vu des perspectives de ce marché essentiel, nous nourrissons - avec une certaine

appréhension - l'espoir que les prévisions de revenus annoncées par la direction se révèlent prudentes. Non pas parce que nous y accordons du crédit, mais parce que le marché, lui, le fait.

Church & Dwight, l'entreprise de produits de grande consommation, semble souffrir du fait que les fortunes contrastées des différents groupes de consommateurs dans l'économie américaine, loin d'inciter les consommateurs à se tourner vers ses produits à bas prix, appauvrissent davantage ceux qui y recourent habituellement.

Stryker, l'entreprise d'équipements et de dispositifs médicaux qui constitue un pilier de notre portefeuille, a enregistré une performance boursière décevante malgré une croissance d'environ 10 % sur l'année.

Procter & Gamble a été entraînée dans la morosité générale, qui touche les valeurs de consommation courante, lesquelles ont été pénalisées par l'enthousiasme débordant pour l'IA, qui a littéralement aspiré toute l'attention du marché.

À une période où les analystes fondent largement leurs anticipations sur des « guidances » standardisées et où la liquidité se fait rare, comme le suggère l'étude du NBER, des résultats inférieurs à des attentes excessivement optimistes peuvent entraîner des corrections boursières d'une ampleur spectaculaire.

Au cours de l'année, les cinq contributeurs principaux à la performance du Fonds ont été les suivants :

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

Source : State Street

Alphabet fait son entrée pour la première fois.

IDEXX, l'entreprise spécialisée dans les équipements de diagnostic vétérinaire, effectue sa septième apparition, ayant retrouvé sa place après avoir été un contributeur négatif l'an dernier, lorsque la frénésie d'adoption d'animaux de compagnie liée à l'ère Covid s'est essoufflée.

Philip Morris fait sa quatrième apparition, car l'entreprise continue d'afficher les avantages liés à sa position de leader dans les produits du tabac à risque potentiellement réduit (« PRR »), comme les produits de tabac chauffé et non brûlé, et son activité de sachets de nicotine sans tabac.

Meta fait sa quatrième apparition dans cette liste des meilleurs contributeurs, tandis que L'Oréal y figure pour la troisième fois. Le groupe a profité du redressement du marché chinois et a, comme à son habitude, affiché une croissance des ventes supérieure à celle de l'ensemble du secteur de la beauté.

Nous continuons d'appliquer une stratégie d'investissement simple en trois étapes :

- Acheter les bonnes sociétés
- Éviter de surpayer
- Ne rien faire

Je vais examiner nos performances par rapport à chacune d'entre elles.

Comme d'habitude, nous essayons de donner un aperçu de la première et de la plus importante d'entre elles (si nous détenons les bonnes sociétés) en vous présentant le tableau suivant. Ce dernier montre à quoi ressemblerait le fonds Fundsmith Equity Fund si, au lieu d'être un fonds, il s'agissait d'une entreprise qui comptabilisait ses participations détenues en portefeuille sur une base « look-through », en les comparant au marché, en l'occurrence le FTSE 100 et le S&P 500. Cela vous permet de voir également comment le portefeuille a évolué au fil du temps.

Exercice clos	Fonds nourricier Fundsmith Equity/Portefeuille Sicav								S&P 500	FTSE 100
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025	2025
RCI	29 %	29 %	25 %	28 %	32 %	32 %	31 %	31 %	17 %	17 %
Marge brute	65 %	66 %	65 %	63 %	63 %	63 %	64 %	62 %	45 %	43 %
Marge opérationnelle	28 %	27 %	23 %	26 %	27 %	29 %	30 %	28 %	18 %	17 %
Conversion en espèces	95 %	97 %	101 %	96 %	88 %	91 %	86 %	94 %	89 %	99 %
Couverture des intérêts	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	29x	9x	8x

Source : Fundsmith LLP/Bloomberg.

Le RCI (rendement du capital investi), la marge brute, la marge opérationnelle et la conversion des espèces sont la moyenne pondérée des entreprises sous-jacentes dans lesquelles le Fonds nourricier Fundsmith Equity/Sicav investit et la moyenne des Indices FTSE 100 et S&P 500. Les chiffres du FTSE 100 et du S&P 500 excluent les titres financiers. La couverture des intérêts est médiane.

Les ratios 2018-2019 se basent sur les derniers comptes annuels déclarés au 31 décembre et, pour 2020-2025, sur les douze derniers mois, tels que définis par Bloomberg.

La conversion en espèces compare le flux de trésorerie disponible par action au revenu net par action.

En 2025, le rendement du capital, les marges brutes et les marges opérationnelles sont restés à des niveaux élevés et stables.

Les rendements de capital élevés de façon constante sont l'un des signes que nous recherchons lorsque nous sélectionnons les entreprises dans lesquelles investir. Un autre signe est le moteur de croissance : les rendements élevés ne sont pas très utiles si l'entreprise n'est pas en mesure de croître et de déployer davantage de capitaux à ces taux élevés. Comment nos entreprises se sont-elles comportées à cet égard en 2025 ? Le flux de trésorerie

disponible moyen pondéré (les liquidités générées par les entreprises après avoir tout payé sauf le dividende) a augmenté de 16 %.

D'un point de vue fondamental (celui sur lequel nous cherchons à concentrer notre attention), nous sommes convaincus que les entreprises en portefeuille continueront à bien performer au fil des cycles économiques et boursiers. La qualité de nos entreprises en portefeuille est aussi élevée qu'elle ne l'a jamais été et, collectivement, elles continuent de faire croître leur flux de trésorerie disponible plus rapidement que la moyenne historique du portefeuille. La performance opérationnelle sous-jacente demeure notre priorité. Si nous maîtrisons cet aspect, notre Fonds préservera, voire renforcera, la valeur intrinsèque de ses investissements, car tôt ou tard, les cours de la bourse reflètent les fondamentaux, et non l'inverse.

Fait encourageant, l'année moyenne de création de nos entreprises en portefeuille à la fin de l'année était 1919. Collectivement, elles ont plus d'un siècle d'existence.

Le seul indicateur qui reste en deçà par rapport à sa performance historique est la conversion en espèces, c'est-à-dire le degré auquel les bénéfices sont distribués en espèces. Bien que ce taux se soit légèrement amélioré pour atteindre 94 % en 2025, il reste toujours inférieur à son niveau historique d'environ 100 %. Cela s'explique par une forte hausse des dépenses d'investissement dans un petit groupe d'entreprises : Alphabet, Microsoft et Meta. Les entreprises technologiques sont en train de développer des capacités en matière d'IA sous la forme de puces GPU et de centres de données. Savoir si cette tendance actuelle produit des bénéfices et des rendements adéquats par rapport aux montants dépensés reste une question ouverte.

Comme nous pouvons le constater, nos entreprises technologiques augmentent leurs dépenses d'investissement parallèlement à Amazon :

Dépenses d'investissement des grandes entreprises technologiques

\$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.

Ce tableau ne tient pas compte de certaines entreprises dont les engagements d'investissement sont considérables, comme Oracle, qui a indiqué vouloir y consacrer environ 50 milliards de dollars en 2025/2026, ou CoreWeave, qui anticipe quelque 25 milliards de dollars de dépenses d'investissement en 2026.

Lorsque les commentateurs évoquent l'avenir de l'intelligence artificielle et la possibilité d'une bulle dans les investissements liés à l'IA, ils semblent souvent passer à côté de l'essentiel. L'IA pourrait avoir un impact profond sur nos vies et sur l'emploi, mais cela ne garantit en rien que les investissements réalisés dans ce domaine offriront un rendement satisfaisant, ni que ces rendements reviendront aux acteurs actuellement en place.

Une entreprise qui nous intrigue particulièrement à cet égard est Apple. Selon le point de vue que l'on adopte, l'entreprise a soit été distancée dans la course à la construction de grands modèles de langage (« LLMs ») et d'infrastructures hyperscale pour l'IA, soit choisi délibérément de rester en dehors de cette compétition. En conséquence, ses dépenses d'investissement en 2025 se sont limitées à seulement 12 milliards de dollars, une somme dérisoire en comparaison des entreprises figurant dans le tableau ci-dessus.

C'est peut-être faire de nécessité vertu, mais il se peut aussi que Tim Cook, le PDG d'Apple, s'appuie sur un vieil adage : « Vous n'avez pas besoin de posséder une vache pour vendre du lait ». Apple dispose de ses appareils et d'environ un milliard de consommateurs (majoritairement haut de gamme) qui y sont durablement captifs et qui recourent de plus en plus à ses services. Il paraît hautement improbable que les hyperscalers soient à court de LLM à mettre à la disposition d'Apple pour les utilisateurs d'iPhone. Si tel est bien le modèle économique sur lequel Apple fonde sa stratégie, les perspectives de rentabilité des développeurs de LLM et/ou des hyperscalers pourraient s'en trouver compromises.

La deuxième partie de notre stratégie concerne la valorisation. Le rendement moyen pondéré du flux de trésorerie disponible (« FCF ») (le flux de trésorerie disponible généré en pourcentage de la valeur de marché) du portefeuille début 2025 était de 3,1 % et a clôturé l'année à 3,6 %. Le rendement de fin d'année du flux de trésorerie disponible (« FCF ») du S&P 500 s'élevait à 2,8 %, tandis que celui du MSCI World atteignait 3,1 %. Les actions de notre portefeuille sont devenues nettement moins chères que celles du S&P, car le flux de trésorerie disponible de nombreux titres qui dominent désormais l'indice s'est réduit, voire a disparu, sous l'effet de dépenses d'investissement massives dans l'IA.

Notre portefeuille se compose d'entreprises qui sont fondamentalement bien meilleures que la moyenne de celles du

S&P 500. Par le passé, nous avons expliqué qu'il n'est donc pas surprenant qu'elles soient mieux valorisées que la moyenne des entreprises du S&P 500. En soi, cela ne rend pas nécessairement ces actions chères, pas plus qu'une faible valorisation ne rend automatiquement une action bon marché, mais elles sont désormais nettement moins chères que celles du S&P. Cela soulève toutefois une question évidente quant à l'évolution possible du marché.

Quant au troisième volet de notre stratégie que nous intitulons en peu de mots « Ne rien faire », un faible taux de rotation du portefeuille reste l'un de nos objectifs. Il a à nouveau été atteint avec une rotation du portefeuille de 12,3 % sur la période. Il est peut-être plus utile de savoir que nous n'avons dépensé au total que 0,008 % (un peu moins d'un point de base) de la valeur moyenne du Fonds sur l'année en transactions volontaires (qui excluent les coûts de négociation associés aux souscriptions et aux rachats, car ils sont involontaires). Nous avons vendu deux entreprises, en avons acquis quatre et avons reçu une participation dans Magnum Ice Cream issue d'une scission d'Unilever. Tout comme l'an dernier, cela ressemble à une grande liste de noms pour un chiffre d'affaires réduit. En effet, dans certains cas, la taille de la participation vendue ou achetée était faible. Nous détenons six des 29 entreprises du portefeuille depuis leur création en 2010, 10 depuis plus de dix ans et 16 depuis plus de cinq ans.

Pourquoi est-ce important ? Cela permet de minimiser les coûts. La minimisation des coûts d'investissement est une contribution essentielle à l'obtention d'un résultat satisfaisant en tant qu'investisseur. Trop souvent, les investisseurs, les commentateurs et les conseillers sont absorbés, voire obsédés par, les Frais de gestion annuels (« FGC ») ou le Chiffre des frais courants (« FCO »), qui inclut certains frais au-delà des FGC qui sont facturés au fonds. En ce qui concerne les actions de capitalisation de classe T, le FCO pour 2025 s'élevait à 1,04 % (actions de classe I, 0,94 %). Le problème est que le FCO n'inclut pas un élément important des coûts : les coûts de négociation. Lorsqu'un gestionnaire de fonds négocie en achetant ou en vendant, le fonds encourt généralement une commission payée à un courtier, l'écart d'offre sur les actions négociées et, dans certains cas, des taxes sur les transactions, comme un droit de timbre au Royaume-Uni. Cela peut augmenter considérablement les coûts d'un fonds, mais n'est pas inclus dans le FCO.

Nous fournissons notre propre version de ce coût total (y compris les coûts de négociation) que nous avons appelé le coût total d'investissement (« CTI »). Le CTI pour les actions de capitalisation de classe T en 2025 s'élevait à 1,10 % (action de classe I, 0,96 %), ce qui inclut tous les coûts de négociation pour les flux entrants et sortants du Fonds, pas seulement nos opérations volontaires. Nous

sommes heureux de constater que notre CTI ne dépasse notre FCO que de 0,02 % (2 points de base) lorsque les frais de transaction sont pris en compte. Cependant, nous mettons à nouveau en garde contre une telle obsession pour les frais au point de perdre de vue la performance du fonds. Il convient de souligner que la performance de notre Fonds présentée au début de cette lettre est obtenue après déduction de tous les frais, ce qui devrait être l'objectif principal.

Nous avons cédé nos participations dans Brown-Forman et PepsiCo et avons commencé à investir dans Zoetis, EssilorLuxottica, Intuit et Wolters Kluwer au cours de l'année.

Les activités de Brown-Forman et, pour PepsiCo, celles liées aux snacks nous semblent directement exposées à l'impact de la baisse d'appétit induite par les médicaments contre l'obésité. Que notre investissement dans Novo Nordisk finisse ou non par porter ses fruits, nous sommes convaincus que les traitements de perte de poids - et leurs effets - sont là pour durer. Par ailleurs, l'activité des boissons alcoolisées fait face à des vents contraires liés aux habitudes de consommation - ou plutôt à l'absence de consommation - de la génération Z, ainsi qu'à la légalisation du cannabis.

Zoetis est le leader mondial de la pharmacie vétérinaire. En plus de bénéficier de la croissance structurelle des dépenses de santé pour les animaux de compagnie, l'entreprise profite d'un avantage important : il n'existe pas, dans le domaine vétérinaire, de médicaments « blockbusters » générant plusieurs milliards de dollars de ventes, ce qui limite l'intensité de la concurrence générique. Le cours de l'action Zoetis a traversé une période difficile en raison d'inquiétudes liées aux effets secondaires associés à Librela, son médicament contre la douleur chronique due à l'arthrose (mon lévrier en souffre également). Notre consultante vétérinaire m'indique qu'elle continue de le prescrire, car les bénéfices l'emportent sur les effets secondaires potentiels.

EssilorLuxottica est née de la fusion d'entreprises françaises et italiennes qui dominent le marché des lunettes, tant en monture qu'en verre. L'activité bénéficie également d'un vent porteur provenant des personnes qui n'ont pas encore accès à une correction visuelle. Elle dispose en outre d'innovations intéressantes, comme les verres Stellest, qui contribuent à freiner la progression de la myopie chez les enfants, et bien sûr les lunettes Meta AI.

Nous avons précédemment vendu une position que nous détenions dans Intuit, l'entreprise de logiciels comptables et fiscaux, après son acquisition de Mailchimp en 2021, car nous estimions que Mailchimp se situait en dehors de son cercle de compétence et qu'Intuit avait

payé environ trois fois le prix raisonnable, une décision que l'entreprise a tenté de justifier en soulignant que la moitié du montant versé l'avait été en actions Intuit. Ce que cela impliquait pour leur valorisation nous paraissait évident. Pendant un certain temps après la vente des actions, l'engouement autour de l'IA a soutenu le cours, mais plus récemment, la mauvaise performance de l'acquisition de Mailchimp est devenue manifeste et s'est reflétée dans le prix de l'action. Nous avons commencé à reconstruire une position dans l'espoir que la direction ait tiré les leçons de ce fiasco.

Wolters Kluwer est le leader de l'édition technique utilisée par les professionnels de la santé, de la fiscalité, de la comptabilité, du risque et de la conformité ainsi que du secteur juridique. L'entreprise est aujourd'hui considérée comme une victime de la perturbation causée par l'IA, une thèse qui semble toutefois aussi fragile que celle, désormais invalidée, qui présentait Adobe et Intuit comme des gagnants de l'IA. Cette perception a entraîné une contraction du PER à moins de 19 fois, malgré une croissance annuelle d'environ 5 % et des niveaux de rentabilité élevés, avec un ROIC de 18% et un ROE proche de 50%.

Nous maintenons notre stratégie axée sur des entreprises de qualité. Nous sommes convaincus que leur solidité fondamentale garantira une performance supérieure à long terme, tout en offrant une protection naturelle contre la volatilité lors du retour à la normale des marchés.

Enfin, je vous souhaite une fois de plus, une bonne année et vous remercie pour votre soutien constant.

Cordialement,



Terry Smith
CEO
Fundsmith LLP

Clause de non-responsabilité : Un document d'informations clés et un prospectus en anglais du Fundsmith Equity Fund (Sicav) sont disponibles via le site Internet de Fundsmith ou sur demande. Les investisseurs doivent consulter ces documents avant d'acheter des actions du fonds. Les performances passées ne préjugent pas nécessairement des performances futures. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent augmenter ou diminuer et être affectés par les variations des taux de change. Il se peut donc que vous ne récupériez pas le montant de votre investissement initial. Fundsmith LLP n'offre pas de conseils en matière d'investissement et ne formule aucune recommandation quant au caractère approprié de ses produits. Le présent document est communiqué par Fundsmith LLP, qui est autorisé et réglementé par l'Autorité de conduite financière.

FundRock Management Company S.A. est une société de gestion d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (« OPCVM ») au sens de la Directive OPCVM et est autorisée à proposer des actions de la SICAV Fundsmith aux investisseurs sur une base transfrontalière.

Fundsmith Equity Fund (SICAV), qui fait l'objet du présent document, n'est pas lié à un organisme de placement collectif autorisé en vertu de l'article 286 du Securities and Futures Act, Chapitre 289 de Singapour (le « SFA ») ou reconnu en vertu de l'article 287 du SFA. Ce document n'a pas été enregistré en tant que prospectus auprès de l'Autorité monétaire de Singapour (la « MAS »). En conséquence, le présent document et tout autre document ou matériel lié à l'offre ou à la vente, ou à l'invitation à souscrire ou à acheter des parts du Fonds ne peuvent être diffusés ou distribués, et les parts ne peuvent ni être offertes ni vendues, ni faire l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, à des personnes à Singapour autres que 1) un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 du SFA, 2) une personne concernée en vertu de l'article 305(1) du SFA ou toute personne en vertu de l'article 305(2) du SFA, et conformément aux conditions spécifiées à l'article 305 du SFA ou 3) de quelque façon que ce soit en vertu et conformément aux conditions de toute autre disposition applicable du SFA. Notamment, pour les fonds d'investissement qui ne sont pas autorisés ou reconnus par la MAS, les parts de ces fonds ne peuvent pas être proposées au public de détail. Le présent document et tout autre document ou matériel émis dans le cadre de l'offre ou de la vente ne constituent pas un prospectus tel que défini dans le SFA. Par conséquent, la responsabilité légale en vertu du SFA en ce qui concerne le contenu des prospectus ne s'applique pas et les investisseurs doivent examiner attentivement si l'investissement leur convient. Notamment, pour les fonds d'investissement qui ne sont pas autorisés ou reconnus par la MAS, les parts de ces fonds ne peuvent pas être proposées au public de détail. Le présent document et tout autre document ou matériel émis dans le cadre de l'offre ou de la vente ne constituent pas un prospectus tel que défini dans le SFA. Par conséquent, la responsabilité légale en vertu du SFA en ce qui concerne le contenu des prospectus ne s'applique pas et les investisseurs doivent examiner attentivement si l'investissement leur convient.

Les points de vue et opinions exprimés dans les présentes sont ceux de Fundsmith à la date des présentes et sont susceptibles d'être modifiés en fonction des conditions économiques et de marché en vigueur et ne seront pas mis à jour ou complétés.

Sources : Fundsmith LLP, Bloomberg et FE Analytics, sauf indication contraire.

Données au 31 décembre 2025, sauf indication contraire.

La rotation du portefeuille est une mesure de l'activité de négociation du fonds et a été calculée en prenant le total des achats et des ventes d'actions, moins le total des créations et des liquidations, divisé par la valeur liquidative moyenne du fonds.

Les ratios PER et les rendements du flux de trésorerie disponible sont basés sur les données des douze derniers mois au 31 décembre 2025, sauf indication contraire. La variation en pourcentage n'est pas calculée si la période TTM contient une perte nette.

L'indice MSCI World Index est un indice des pays industrialisés composé d'actions globales issues de tous les secteurs et, à ce titre, constitue une comparaison équitable, compte tenu de l'objectif et de la politique d'investissement du fonds.

L'indice Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond Index montre ce que vous auriez pu gagner si vous aviez investi dans la dette publique.

Le taux d'intérêt en euros indique ce que vous auriez pu gagner si vous aviez investi dans des liquidités.

L'indice MSCI World Index est la propriété exclusive de MSCI Inc. MSCI ne donne aucune garantie ou déclaration, expresse ou implicite, et décline toute responsabilité quant aux données MSCI contenues dans le présent document. Les données MSCI ne peuvent pas être redistribuées ou utilisées comme base pour d'autres indices ou pour d'autres titres ou produits financiers. Ce rapport n'est pas approuvé, examiné ou produit par MSCI. Le Global Industry Classification Standard (GICS) a été mis au point par et est la propriété exclusive de MSCI et de Standard & Poor's et « GICS® » est une marque de service de MSCI et Standard & Poor's.