

Januari 2026

Beste belegger,

De onderstaande tabel toont de prestatiecijfers van het afgelopen kalenderjaar en de cumulatieve en jaarlijkse prestatie van het Fundsmith Equity Fund – een subfonds van de Fundsmith Sicav ('Fonds' of 'Sicav') en verschillende vergelijkingspunten. Let op de verschillende startdata voor de verschillende aandelenklassen, die onder de tabel staan vermeld.

% totaalrendement	1 januari t/m 31 december 2025	Vanaf oprichting tot 31 december 2025		Sortino ratio ⁵
		Cumulatief	Jaarlijks	
Fundsmith Equity Fund EUR T Klasse ¹	-4,5	+513,1	+13,6	0,74
MSCI World Index EUR ²	+6,8	+468,8	+13,1	0,68
Europese obligaties ³	-3,8	+51,8	+3,0	
Cash ⁴	+2,2	+7,8	+0,5	
Fundsmith Equity Fund CHF I Klasse ¹	-5,5	+312,2	+10,9	
MSCI World Index CHF ²	+6,3	+310,6	+10,8	
Fundsmith Equity Fund USD I Klasse ¹	+7,9	+308,2	+11,6	
MSCI World Index USD ²	+21,1	+286,7	+11,1	
Fundsmith Equity Fund GBP I Klasse ¹	+0,6	+327,2	+13,2	
MSCI World Index GBP ²	+12,8	+309,8	+12,8	

¹ Accumulatieaandelen, na aftrek van kosten, geprijsd om 13:00 CET, lanceringsdata, **EUR T**: 2.11.11, **CHF I**: 5.4.12, **USD I**: 13.3.13, **GBP I**: 15.4.14, bron: Bloomberg. NB Prestaties vóór maart 2019 hebben betrekking op Fundsmith Equity Fund Feeder

² MSCI World Index geprijsd bij sluitingstijd VS, bron: Bloomberg

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

⁴ € rentevoet, bron: Bloomberg

⁵ Sortino ratio is sinds de oprichting op 2.11.11 tot 31.12.25, 3,5% risicovrije rente, bron: Financial Express Analytics
Het fonds wordt niet beheerd op basis van een benchmark, de bovenstaande vergelijkingswaarden worden alleen ter informatie verstrekt.

Aangezien wij ons niet indekken tegen valutarisico's, is het belangrijkste verschil in prestatie tussen de aandelenklassen in valuta de relatieve wisselkoersschommelingen in het jaar. De relatieve prestatie ten opzichte van de MSCI World Index ('Index') is daarom voor elke aandelenklasse vergelijkbaar. Het fonds heeft in 2025 minder goed gepresteerd dan deze vergelijkingswaarden, maar een langere-termijnperspectief kan nuttig zijn en is zeker meer in overeenstemming met onze beleggingsdoelen en -strategie. Sinds de oprichting hebben de aandelenklassen in de tabel een outperformance getoond. De kapitalisatieaandelen van klasse T leverden sinds de oprichting een rendement op van bijna 0,5% per jaar meer dan de MSCI World Index en dit met minder neerwaartse koersvolatiliteit, zoals blijkt uit de Sortino Ratio van 0,74 tegenover 0,68 voor de Index. Dit betekent gewoon dat het Fonds ongeveer 9% meer heeft geretourneerd dan de Index voor elke eenheid van koersvolatiliteit, waarover later meer.

Beter presteren dan de markt of zelfs een positief rendement behalen is niet iets wat u elk jaar of tijdens elke rapportageperiode van ons Fonds mag verwachten, en beter presteren dan de markt was opnieuw een uitdaging in 2025.

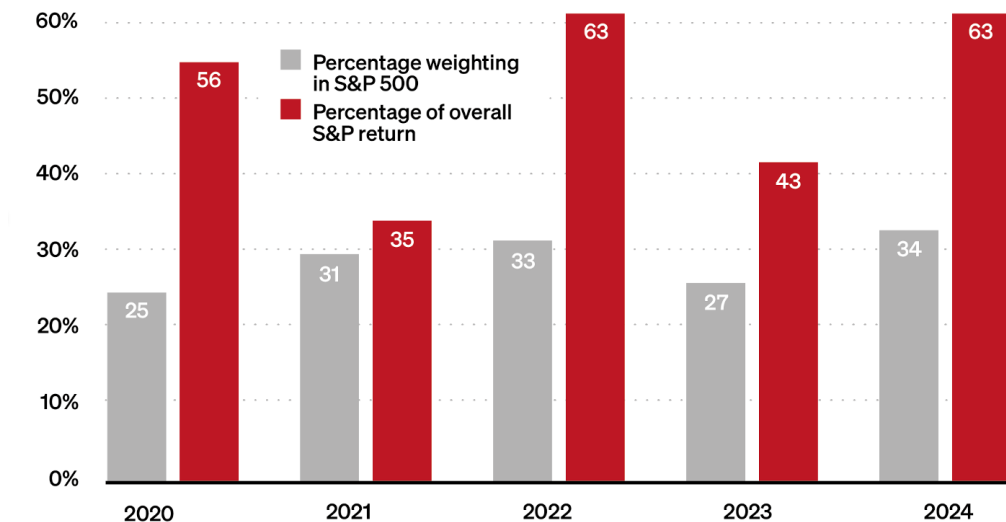
Voordat ik overga tot de redenen voor de prestatie, moet ik uitleggen dat ik, in tegenstelling tot wat sommige commentatoren suggereren, niemand of niets de schuld wil geven van de relatieve prestatie van ons fonds. Wat ik wil doen, is dit uitleggen zodat onze beleggers een duidelijk begrip hebben van wat er is gebeurd en waarom. Een uitleg is geen excuus. Ik vraag me af hoe het zou overkomen bij die commentatoren of onze investeerders indien we geen uitleg zouden geven. Ik stel drie belangrijke relevante factoren vast.

1. Indexconcentratie

De rendementsdominantie van een kleine groep van grote 'technologie'-aandelen werd vanaf 2023 zo uitgesproken dat marktcommentatoren er een pakkende term voor bedachten: de 'Magnificent Seven': Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia en Tesla. Dit zette zich voort in 2024, nadat Jensen Huang, de CEO van Nvidia, tijdens diverse publieke optredens de aanstaande transformatie van de computerwereld prees door kunstmatige intelligentie ('AI') – uiteraard aangedreven door de chips van Nvidia.. Het resultaat was vergelijkbaar met het lossen van een startschot in een race waarin de kapitaaluitgaven voor halfgeleiders en datacenters door de grote techbedrijven — de zogeheten 'hyperscalers' — de pan uitrezen; een wapenwedloop die alleen werd geëvenaard door de koersen van hun eigen aandelen.

Het resultaat hiervan is te zien in deze grafieken:

Concentratie van de prestaties van de top 10 aandelen in de S&P 500

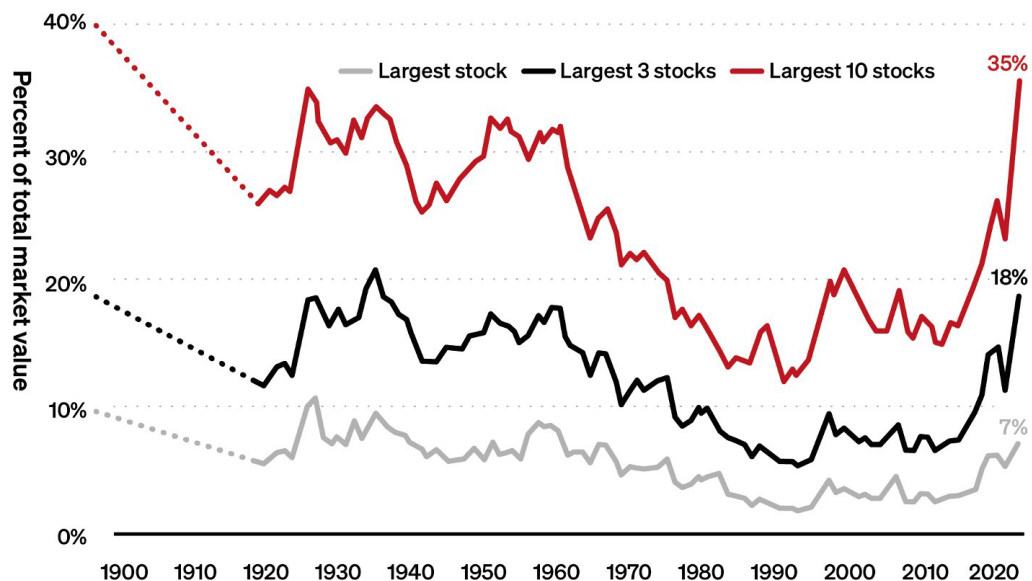


Bron: UBS Global Investment Returns jaarboek 2025

Het werd voortgezet in 2025 en bijgevolg bedroegen de tien beste aandelen eind 2025 39% van de waarde van de S&P 500 Index ('S&P') en zorgden ze voor 50% van het totale rendement in USD.

Verschilt dit van de resultaten in het verleden?

Concentratie van de Amerikaanse markt in de afgelopen 125 jaar



Bron: UBS Global Investment Returns jaarboek 2025

Deze tweede grafiek toont aan dat de laatste keer dat de Amerikaanse marktwaarde zo geconcentreerd was, het jaar 1930 was. Hoe is dit verder verlopen? Het duurde tot 1954 voordat de S&P zijn hoogtepunt van 1930 opnieuw had bereikt. Hoewel dit

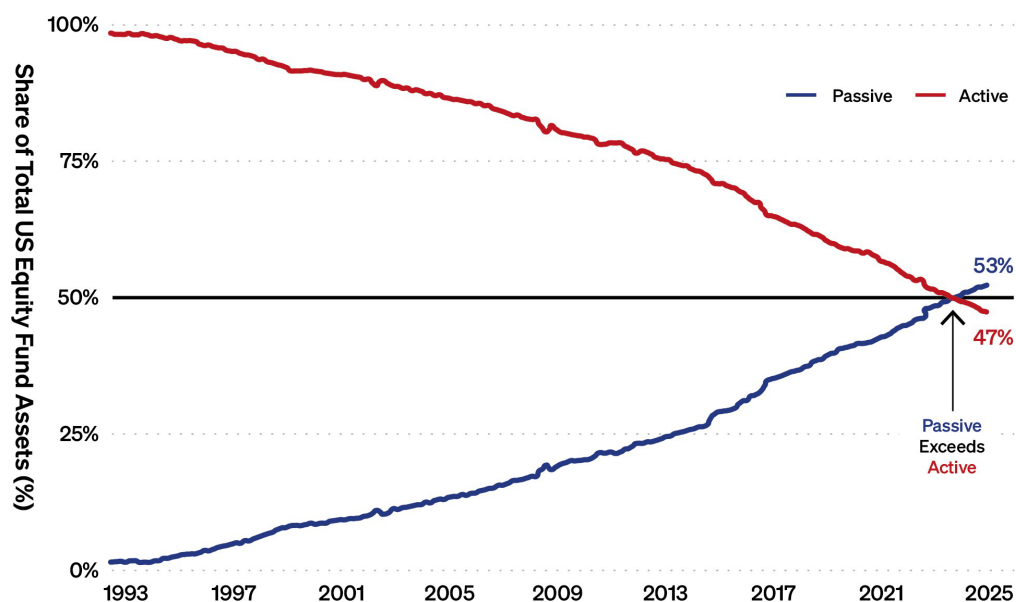
door de meeste beleggers vandaag als prehistorisch wordt beschouwd, is het verstandig te onthouden dat de S&P (niet de NASDAQ) pas in 2007 opnieuw zijn hoogtepunt van 2000 had bereikt en verloor het snel weer in de kredietcrisis tot 2013. Wanneer bubbels barsten, kunnen ze veel verloren jaren of zelfs decennia veroorzaken.

Het was de afgelopen jaren moeilijk om zelfs in lijn met de index te presteren als je niet de meeste van deze aandelen in hun marktgewichten bezat, en dat zouden we niet doen, zelfs als we ervan overtuigd waren dat het allemaal goede bedrijven waren van het type waarin we willen beleggen, wat niet het geval is. Het zou volgens ons te veel portefeuillerisico inhouden om ze allemaal te bezitten, net zoals we niet alle vijf drankenbedrijven in ons beleggingsuniversum zouden bezitten, ook al dachten we dat de vooruitzichten voor de sector goed waren. Ons Fonds is een portefeuille, geen sectorale inzet.

2. De vermogensgroei in indexfondsen

De opmars van de 'Magnificent Seven' en AI-aandelen kreeg een sterke impuls door de explosieve groei van passief beleggen in indexfondsen. In 2023 overschreed het aandeel van de activa van Amerikaanse aandelenfondsen in indexvolgende fondsen voor het eerst 50%.

Actief vs. passief fonds-aandeel van activa van Amerikaanse aandelenfondsen



Bron: Research Affiliates, Gegevens per 31^{ste} dec 2024

De financiële dienstensector helpt soms niet om de labels die ze gebruikt te begrijpen. Indexfondsen en index-ETF's worden vaak als 'passief' aangeduid in tegenstelling tot 'actieve' fondsen, zoals Fundsmith Equity Fund, waarbij een fondsbeheerder beleggingsbeslissingen neemt. De 'passieve' fondsen volgen meestal de index waarin ze beleggen door de aandelen aan te

houden in verhouding tot hun marktwaarde. Ze zijn verre van passief in de gebruikelijke zin van het woord, waardoor ze een momentumstrategie zijn.

Een momentum-beleggingsstrategie is een strategie waarbij de belegger aandelen koopt die sterk presteren. Als u geld opneemt uit een actief fonds zoals Fundsmith Equity Fund en het belegt in een S&P 500 Index tracker-fonds, koopt uw nieuwe fonds de indexaandelen in verhouding tot hun marktwaarde. Momenteel gaat ongeveer 7% naar Nvidia, waar we geen eigenaar van zijn. Ongeveer 35% gaat naar de Magnificent Seven, waarvan we slechts drie aandelen bezitten – Alphabet, Meta en Microsoft. Dit geeft extra momentum aan de aandelen die we niet in ons bezit hebben en die een groot deel uitmaken van de index.

John Bogle, de pionier van indexbeleggingen die Vanguard, de beheerder van indexfondsen, oprichtte, werd op de jaarlijkse vergadering van 2017 in Berkshire Hathaway gevraagd of er een niveau van activa in indexfondsen was dat de markten zou verstoren. Hij was het ermee eens dat dit het geval was, hoewel hij geen methode had om dat niveau te bepalen. Misschien hebben we het al bereikt.

In 2021 publiceerde het National Bureau of Economic Research ('NBER') in Cambridge, Massachusetts onderzoek met de titel *'Op zoek naar de oorsprongen van schommelingen op de financiële markten: de hypothese van inelastische markten'*. U hebt er mogelijk nog niet van gehoord, want het is niet echt iets dat men leest tijdens een lange vlucht. Het heeft echter aan aantal schrikwekkende onthullingen gemaakt die relevant zijn voor de huidige markt.

Het begint met de ogenschijnlijk niet-controversiële bewering dat \$1 (of \$1 miljoen of \$1 miljard) omgewisseld tussen aandelen of obligaties (of een andere omwisseling) geen invloed heeft op de intrinsieke waarde van beide. Als u fondsen terugkoopt van een actief fonds zoals Fundsmith Equity Fund om deze in een indexfonds te plaatsen, verandert dit niet de waardering van de aandelen die we moeten verkopen om de terugkoop te financieren of de aandelen die het indexfonds koopt. Uit het NBER-document blijkt echter dat een dergelijke omschakeling in werkelijkheid een vermenigvuldigingseffect heeft van 3:1 tot 8:1, gemiddeld ongeveer 5,5:1. De instroom van dergelijke omschakelingen duwt de waarde van de aangekochte aandelen gemiddeld vijf keer hoger dan het belegde bedrag. Zeggen dat dit indruist tegen de fundamentele beleggingsleer zou een enorme onderschatting betekenen.

Het NBER-document schrijft dit toe aan de inelasticiteit van vraag en aanbod van aandelen. Meer dan 50% van de aandelen zijn in indexfondsen die geen discretionaire keuze hebben over wat ze kopen. Bovendien wordt een deel van de resterende zogenaamde

actieve fondsen zo beheerd dat het onwaarschijnlijk is te wedden op wat er gebeurt in de index. Afgezien van eventuele mandaatbeperkingen zijn fondsbeheerders zich al lang op de hoogte van het loopbaanbehoud van de zogenaamde closetindexering, waarbij ze niet ver van de indexwegingen afwijken. Wie kan hen dat kwalijk nemen, gezien onze ervaring in de afgelopen jaren?

Het NBER-onderzoek kan in zekere zin worden beschouwd als een uitspraak over de verblindend voor de hand liggende impact van de stijging van indexfondsen, maar wat helemaal niet voor de hand ligt, is de omvang van die impact. Dat iets logisch lijkt zodra het is uitgelegd, betekent nog niet dat men het vervolgens kan negeren.

Het is misschien niet echt zinvol aandelen van Tesla te kopen met een koers-winstverhouding ('PE') van 327 (wat de huidige rating is), maar het is het negende grootste bedrijf in de S&P 500 Index in waarde, dus het is een gevaarlijke positie om niet aan te houden wanneer er geld in indexfondsen stroomt.

John Bogle had gelijk. Het feit dat een steeds groter deel van de aandelen wordt gehouden door indexfondsen, betekent dat er wordt belegd zonder enige blik op kwaliteit of waardering. Dit leidt tot gevaarlijke marktverstoringen.

In tegenstelling tot wat veel mensen denken, is de beurs geen vervanging voor online casino's, maar eerder een mechanisme om bedrijven te waarderen, kapitaal aan te trekken en liquiditeit te verschaffen. Wanneer dit wordt verstoord, is het resultaat vaak een grote verkeerde toewijzing van kapitaal.

Sir John Templeton, die de gelijknamige beleggingsbeheergroep oprichtte, zei ooit: 'De vier gevaarlijkste woorden bij beleggen zijn: Deze keer is het anders. Hij wees erop dat er altijd mensen zijn die bereid zijn salvo's van beleggingsmanie te rationaliseren, maar dat ze altijd fout blijken te zijn wanneer de bubbel barst en de beleggingsfundamenten zich opnieuw bevestigen.

We hebben dit al eerder gezien, niet alleen in de dotcom-boom en -bust, maar ook in andere voorbeelden zoals de Japanse markt eind jaren 1980. Toen kregen we te horen dat de PE van meer dan 50 op de Nikkei-index geen probleem was omdat de Japanse boekhouding conservatief was. In feite was de markt gewoon overgewaardeerd. Na de daaropvolgende daling van de Nikkei duurde het tot 2024 voordat de index opnieuw de piek van 1989 bereikte.

Wanneer bedrijven en/of beleggers door stijgende aandelenkoersen en waarderingen worden aangemoedigd te geloven dat kapitaal bijna gratis is, resulteert dit in een reeks rampzalige beleggingsbeslissingen. Ze lijken te handelen alsof de

kostprijs van het kapitaal dat bedrijven investeren in zekere mate de wederkerigheid is van hun PE-ratio. Een PE van 50 komt dus overeen met een kapitaalkost van 2% ($100 \div 50$). Dat is absolute onzin.

De kostprijs van het eigen vermogen varieert niet omgekeerd evenredig met de waardering en wordt mogelijk het best geschat door de kostprijs van het zogenaamde risicovrije kapitaal, namelijk het rendement op langlopende overheidsobligaties plus een zogenaamde aandelenrisicopremie. Het is geen slecht uitgangspunt om bij het inschatten van de kosten van aandelenkapitaal te kijken naar het rendement op lange termijn van aandelen, aangezien het in feite alternatieve kosten zijn: welk rendement moet een belegger op lange termijn verwachten van een aandelenbelegging? Dat is wat ze zouden moeten eisen als kostprijs voor het leveren van eigen vermogen door aandelen te bezitten – de kostprijs van eigen vermogen. Amerikaanse aandelen boekten de voorbije eeuw een gemiddeld rendement van ongeveer 9% per jaar. Zeker niet 2%.

Als bedrijven of beleggers beslissingen beginnen te nemen die sterk afwijken van die veronderstelling op basis van stijgende aandelenwaarderingen zal het resultaat rampzalig zijn. In 2000 bracht Vodafone, de Britse mobiele operator en een van de koplopers in de dotcom-boom, een bod uit op het Duitse Mannesmann. Vodafone had toen een PE van 54 en Mannesmann een PE van 56. Dat wijst op een andere valsheid: management rechtvaardigt vaak wat ze betalen voor activa in booms en bubbels door het feit dat ze betalen door overgewaardeerde of hooggewaardeerde aandelen uit te geven. Een ogenblik geduld, wat betekent dit voor beleggers? We zien de resultaten voor zover de aandelen van Vodafone in 2000 een piek bereikten op 570p toen ze een bod deden op Mannesmann en ze nu aan 99p noteren. Wanneer waarde wordt vernietigd door slechte investeringsbeslissingen, is er altijd een berekening.

Misschien hebben de leidinggevenden van enkele van de toonaangevende AI-bedrijven een duidelijk beeld van de toekomst en kunnen ze voorspellen dat AI niet alleen een transformatie in ons leven en de manier waarop we werken zal veroorzaken, maar ook incrementele cashflows, zodat het rendement op de enorme hoeveelheden kapitaal die ze investeren voldoende of beter dan voldoende zal zijn. Als dat niet het geval is, kunnen we verwachten dat het adagium van Sir John Templeton opnieuw bewaarheid zal worden, al is dat misschien na een langere periode en een grotere mate van irrationele overvloed dan we in het verleden hebben gezien, aangedreven door het momentum van indexbeleggingen.

Hoewel we deze verschuiving naar indexfondsen correct hebben gediagnosticeerd als een van de oorzaken van onze recente underperformance en het de basis legt voor een grote

investeringsramp, heb ik geen idee hoe of wanneer het zal eindigen, maar ik weet wel dat het slecht zal eindigen.

Met oprecht respect voor de overleden Sir John Templeton die ik eerder citeerde, denk ik dat het deze keer anders kan verlopen. Niet in de zin dat de Magnificent Seven/AI-boom anders is, maar eerder in de schaal die ze kan bereiken en hoe lang ze kan aanhouden. Toen de dotcom-boom toesloeg, bedroeg het aandeel van AUM in indexfondsen minder dan 10%. De dominantie van indexfondsen maakt de stijging van deze grote aandelen nu tot een zelfvervullende voorspelling.

3. Zwakke dollar

De Amerikaanse dollar daalde tegenover de euro van ongeveer \$1,04/EUR aan het begin van het jaar tot \$1,17 aan het einde van het jaar:

Wisselkoers USD ten opzichte van EUR



Bron: Bloomberg

Ik twijfel eraan dat dit een weerspiegeling is van de relatieve sterkte van de economie in de eurozone of de tevredenheid over het overheidsbeleid. De Trump-administratie wil uiteraard de rentevoeten verlagen en het handelstekort verkleinen. Geen van deze doelstellingen is verenigbaar met een sterke dollar.

De zwakte van de dollar is ook merkbaar in de goudprijs, die met \$4.319 per ounce het hoogste niveau heeft bereikt in 50. Er is veel speculatie over de redenen voor de sterkte van de goudprijs, maar tot op zekere hoogte beschouw ik dit als een uitdrukking van zwakte van de valuta waarin de prijs van goud wordt bepaald.

Dit heeft gevolgen voor de EUR-waarde van ons fonds aangezien de meeste bedrijven in de Verenigde Staten genoteerd zijn en, nog

belangrijker, dat dit hun grootste bron van inkomsten is.

Ik hoop dat dit alles in zekere mate kan verklaren waar we mee geconfronteerd worden op het vlak van concurrentie van indexfondsen en de prestaties van grote techbedrijven, vooral de laatste jaren, met het bijkomende handicap van de zwakke dollar.

Deze gebeurtenissen hebben me ervan overtuigd dat Tommy Docherty optimistisch was. In de week dat hij werd ontslagen als manager van Manchester United en zijn vrouw een echtscheiding aanvraag, zei hij: 'In het leven slaat een deur dicht, een andere slaat je in het gezicht'. Ik denk dat ik weet hoe hij zich voelde.

Misschien is een meer relevante vraag wat we nu kunnen doen?

We kunnen:

1. aandelen beginnen te kopen in alle grote bedrijven die de indices domineren, en/of
2. een momentumbelegger worden die aandelen koopt die sterk presteren, ongeacht hun fundamentele kwaliteiten.

We gaan geen van beiden doen. Als u een indexfonds wenst, kunt u er een kopen met veel lagere kosten dan wij of een andere actieve beleggingsbeheerder toepassen. We zijn ook geen momentumbeleggers en er zijn betere exponenten van deze beleggingsstrategie dan wij. Ik wil echter één waarschuwing meegeven als u overweegt deze aanpak te volgen. Goede momentumbeleggers kopen in mijn ervaring aandelen die stijgen en verkopen ze wanneer ze beginnen te dalen. Ze overtuigen zich er bijvoorbeeld niet van dat, omdat ze Nvidia-aandelen hebben gekocht wanneer deze stijgen, ze nu weten wat er met AI of GPU's zal gebeuren.

We kopen geen aandelen van bedrijven omdat ze groot zijn en de wegingen en prestaties van de index domineren, tenzij we ervan overtuigd zijn dat het goede bedrijven zijn van het type dat we willen bezitten, die op lange termijn relatief voorspelbare groeibronnen hebben en meer dan voldoende rendement op het kapitaal dat ze beleggen.

Terwijl we vasthouden aan onze beleggingsstrategie, zullen we er natuurlijk naar streven het beter te doen. We zijn fan van veel van de uitspraken van wijlen Charlie Munger, maar de uitspraak die hier het best van toepassing is, is: 'Elk jaar dat je niet een van je favoriete ideeën vernietigt, is waarschijnlijk een verspild jaar.' Meer hierover volgt nog.

Als ik kijk naar de bijdrage van individuele aandelen aan de prestaties in 2025, begin ik liever bij de problemen. De vijf grootste negatieve bijdragers aan het fondsresultaat in 2025 waren:

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

Bron: Northern Trust

Novo Nordisk is erin geslaagd mijn overtuiging opnieuw te bevestigen dat men nooit mag zeggen: 'Het kan niet erger'. Het bedrijf heeft een marktleiderspositie in wat waarschijnlijk de meest spannende geneesmiddelenontwikkeling in ongeveer drie decennia is, omgezet in een secundaire positie en is er niet in geslaagd illegale generische concurrentie op zijn kernmarkt in de VS te voorkomen.

Een van onze mantra's is dat we altijd moeten investeren in bedrijven die door een idioot kunnen worden geleid, zodat de prestaties niet sterk afhankelijk zijn van het management. Het is ons op pijnlijke wijze duidelijk gemaakt dat het aanbod van bedrijven dat door een idioot kan worden gerund veel beperkter is dan we dachten en dat we ons hierna meer bewust zullen zijn van de impact die een slecht management kan hebben. Onze ervaring leert ons ook dat wanneer we te maken krijgen met een slecht management, het engagement de situatie te veranderen minder effectief is dan het verkopen van de aandelen. Novo Nordisk heeft intussen een nieuwe CEO aangesteld en het bestuur grondig hervormd; de huidige waardering (een PE van 13) lijkt volgens ons te wijzen op zeer lage verwachtingen in de markt. Als we het nog niet in ons bezit hadden, denk ik dat we het zouden overwegen het te kopen als een goed bedrijf dat door een 'glitch' is onderdrukt, hoewel het een vrij grote glitch is.

ADP als aanbieder van payroll- en HR-software heeft te lijden onder een zwakke Amerikaanse arbeidsmarkt. Gezien de vooruitzichten voor deze kernmarkt hopen we – met enige nervositeit – dat het management een conservatieve prognose heeft gegeven voor toekomstige inkomsten. Niet omdat wij erop vertrouwen, maar de markt wel.

Church & Dwight, in de sector van de consumptiegoederen, lijkt te lijden onder het feit dat de uiteenlopende lotgevallen van verschillende consumentengroepen in de Amerikaanse economie, in plaats van consumenten naar haar discountproducten te drijven, de consumenten die normaliter haar producten kopen, verarmen.

Stryker, het bedrijf voor medische apparatuur en hulpmiddelen dat een vaste waarde is in onze portefeuille, presteerde teleurstellend ondanks een jaar van 10% groei.

Procter & Gamble raakte verstrikt in de algemene malaise rond

consumptiegoederen, die negatief zijn beïnvloed nu alle aandacht en kapitaal uit de markt wordt weggezogen door de wedloop om te investeren in AI.

In een tijdperk waarin analisten vertrouwen op voorgekauwde prognoses in de vorm van 'guidance' en de liquiditeit beperkt is, zoals het NBER-papier suggereert, kunnen resultaten die niet aan de optimistische prognoses voldoen, leiden tot spectaculair slechte koersbewegingen.

De vijf grootste bijdragen aan de prestaties van het Fonds in de loop van het jaar waren:

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

Bron: State Street

Alphabet maakt zijn eerste verschijning.

IDEXX, de specialist in veterinaire diagnostische apparatuur, verschijnt voor de zevende keer in de lijst. Het bedrijf heeft zich hersteld van de negatieve bijdrage van vorig jaar, toen het nog te lijden had onder het wegebben van de coronagekte rondom het adopteren van huisdieren.

Philip Morris maakt voor de vierde keer zijn opwachting, terwijl het bedrijf blijft profiteren van zijn voortrekkersrol in de sector op het gebied van risicoverlagende producten ('RRP's'), zoals 'heat-not-burn'-tabaksproducten en de tak voor nicotinepouches.

Meta maakt zijn vierde verschijning in deze lijst van topbijdragen, terwijl L'Oréal voor de derde keer optreedt en profiteerde van het herstel op de Chinese markt en zoals gebruikelijk beter presteerde dan de beautycategorie in verkoopprestaties.

We blijven een eenvoudige beleggingsstrategie in drie stappen toepassen:

- Goede bedrijven kopen
- Niet te veel betalen
- Niets doen

Ik zal voor elk van deze punten afzonderlijk bekijken hoe we ervoor staan.

Zoals gewoonlijk proberen we enig inzicht te geven in de eerste en belangrijkste daarvan – of we goede bedrijven bezitten – door u in de volgende tabel te tonen hoe Fundsmith Equity Fund eruit zou zien als het in plaats van een fonds een bedrijf was en de belangen

die het in de portefeuille heeft op een 'doorkijkbasis' zou verantwoorden, en dit vergelijkt met de markt, in dit geval de FTSE 100 en de S&P 500 Index. Dit laat ook zien hoe de portefeuille in de loop van de tijd is geëvolueerd.

Einde van het jaar	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%
Brutomarge	65%	66%	65%	63%	63%	63%	64%	62%	45%	43%
Operationele marge	28%	27%	23%	26%	27%	29%	30%	28%	18%	17%
Cashconversie	95%	97%	101%	96%	88%	91%	86%	94%	89%	99%
Rentedekking	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	29x	9x	8x

Bron: Fundsmith LLP/Bloomberg.

ROCE (rendement op geïnvesteerd kapitaal), brutomarge, operationele marge en de cashconversie zijn het gewogen gemiddelde van de onderliggende ondernemingen waarin het Fundsmith Equity Fund (Feeder/SICAV) belegt, afgezet tegen het gemiddelde van de FTSE 100- en S&P 500-indices. De cijfers van de FTSE 100 en S&P 500 zijn exclusief financiële aandelen. Rentedekking is mediaan.

De ratio's voor 2018-2019 zijn gebaseerd op de laatst gerapporteerde jaarrekeningen per 31 december en voor 2020-2025 zijn dit de Trailing Twelve Months en zoals gedefinieerd door Bloomberg.

Cashconversie vergelijkt de vrije kasstroom per aandeel met de nettowinst per aandeel.

In 2025 waren het rendement op kapitaal, de brutomarges en de bedrijfswinstmarges allemaal hoog en stabiel.

Consequent hoge rendementen op kapitaal zijn een teken waarnaar we op zoek gaan. Een andere is een bron van groei - hoge rendementen hebben niet veel zin als het bedrijf niet in staat is om te groeien en meer kapitaal in te zetten tegen deze hoge tarieven. Hoe verging het onze bedrijven in dat opzicht in 2025? De gewogen gemiddelde vrije kasstroom (het geld dat de bedrijven genereren nadat ze alles hebben betaald behalve het dividend, en onze voorkeursmaatstaf) is met 16% gestegen.

Vanuit een fundamenteel perspectief, waarop we ons willen richten, zijn we ervan overtuigd dat onze portefeuillebedrijven het goed zullen blijven doen over de bedrijfs- en marktcycli heen. De kwaliteit van onze portefeuillebedrijven is zo hoog als ooit en samen blijven ze hun vrije cashflow sneller doen groeien dan het historische gemiddelde van de portefeuille. De onderliggende bedrijfsprestaties blijven onze voornaamste focus. Als we dat goed doen, zal ons fonds de intrinsieke waarde van zijn beleggingen behouden of verbeteren, omdat de aandelenkoersen vroeg of laat de fundamenten weerspiegelen en niet omgekeerd.

Het gemiddelde jaar van oprichting van onze portefeuillebedrijven aan het einde van het jaar was 1919. Samen zijn ze meer dan een eeuw oud.

De enige maatstaf die nog steeds achterblijft bij de prestaties in het verleden is cashconversie – de mate waarin winst in contanten wordt geleverd. Hoewel deze in 2025 licht herstelde tot 94%, ligt deze nog steeds onder het historische niveau van ongeveer 100%.

Dit was te wijten aan een forse stijging van de kapitaaluitgaven bij een kleine groep bedrijven: Alfabet, Microsoft en Meta. De techbedrijven zijn in een race om capaciteit op te bouwen voor AI in de vorm van GPU-chips en datacenters. Of deze wapenwedloop voldoende winst en rendement oplevert voor de uitgegeven bedragen, blijft een open vraag waarop ik later terug zal komen.

Zoals we zien, verhogen onze techbedrijven samen met Amazon hun kapitaaluitgaven:

Capex voor grote technologiebedrijven

\$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.

En deze tabel bevat geen bedrijven met grote investeringsverplichtingen, zoals Oracle, dat heeft aangekondigd dat het in 2025/6 ongeveer \$ 50 miljard zal uitgeven, of CoreWeave, dat ongeveer \$ 25 miljard aan kapitaaluitgaven voorspelt in 2026.

Wanneer commentatoren de toekomst van artificiële intelligentie bespreken en of er een bubbel is in AI-investeringen, lijken ze vaak de kern van de zaak te missen. AI kan een diepgaand effect hebben op ons leven en onze werkgelegenheid, maar dat garandeert niet dat de investering in AI voldoende rendement zal opleveren, of dat die rendementen terechtkomen bij de huidige gevestigde orde.

Een bedrijf dat ons hierbij intrigeert is Apple. Afhankelijk van hoe je ernaar kijkt, is het achtergebleven in de wedloop om Large Language Models ('LLM's') en hyperscale te bouwen om AI-infrastructuur te bieden, of heeft het zich teruggetrokken uit de race. Als gevolg daarvan bedroegen de kapitaaluitgaven in 2025 slechts \$ 12 miljard, wat verwaarloosbaar is in vergelijking met de bedrijven in bovenstaande tabel.

Het is misschien een noodzakelijke deugd, maar misschien werkt Tim Cook, de CEO, volgens een oud gezegde: 'Je hoeft geen koe te hebben om melk te verkopen'. Apple heeft zijn apparaten en ongeveer een miljard vooral high-end consumenten erin vergrendeld en steeds meer in zijn diensten. Het lijkt

onwaarschijnlijk dat er een tekort zal zijn aan LLM's die de hyperscalers Apple voor iPhone-gebruikers willen aanbieden. Als dat inderdaad het geval is, is het bedrijfsmodel waarop Apple vertrouwt misschien niet goed voor de winstgevendheid van de LLM-ontwikkelaars en/of hyperscalers.

De tweede pijler van onze strategie gaat over waardering. Het gewogen gemiddelde rendement van de vrije kasstroom ('FCF') (de gegenereerde vrije kasstroom als percentage van de marktwaarde) van de portefeuille aan het begin van 2025 was 3,1% en eindigde het jaar op 3,6%. Het FCF-rendement op het einde van het jaar van de S&P 500 bedroeg 2,8% en voor MSCI World was dit 3,1%. Onze portefeuilleaandelen zijn veel lager gewaardeerd dan de S&P omdat de vrije cashflow van veel van de grote aandelen die nu de index domineren, is gekrompen of verdwenen in het licht van de enorme kapitaaluitgaven voor AI.

Onze portefeuille bestaat uit bedrijven die fundamenteel veel beter zijn dan het gemiddelde van de bedrijven in de S&P 500, dus is het geen verrassing dat ze hoger worden gewaardeerd dan het gemiddelde S&P 500-bedrijf. Dat op zich maakt de aandelen niet noodzakelijk duur, meer dan een lage rating maakt een aandeel goedkoop, maar ze zijn nu beduidend goedkoper dan de S&P. Het roept echter ook duidelijk bezorgdheid op over wat er met de markt zal gebeuren.

Wat betreft de derde pijler van onze strategie, die we kortweg omschrijven als 'Niets doen', blijft het minimaliseren van het portefeuilleverloop een van onze doelstellingen en deze werd opnieuw bereikt met een portefeuilleverloop van 12,3% tijdens de periode. Het is mogelijk nuttiger te weten dat we in totaal slechts 0,008% (iets minder dan één basispunt) van de gemiddelde waarde van het Fonds over het jaar hebben besteed aan vrijwillige handel (exclusief de transactiekosten voor inschrijvingen en aflossingen, aangezien deze onvrijwillig zijn). We hebben twee bedrijven verkocht, vier gekocht en een belang verworven in Magnum Ice Cream, dat is afgesplitst van Unilever. Net als vorig jaar kunnen dit veel namen lijken voor wat niet veel omzet is, omdat in sommige gevallen de omvang van het verkochte of gekochte belang klein was. We hebben zes van de 29 portefeuillebedrijven sinds de oprichting in 2010 aangehouden, 10 gedurende meer dan 10 jaar en 16 gedurende meer dan vijf jaar.

Waarom is dit belangrijk? Het helpt om de kosten te minimaliseren en het minimaliseren van de investeringskosten is een essentiële bijdrage aan het bereiken van een bevredigend resultaat als belegger. Maar al te vaak richten beleggers, commentatoren en adviseurs zich op, of zijn in sommige gevallen geobsedeerd door, de Annual Management Charge ('AMC') of het Ongoing Charges Figure ('OCF'), die enkele kosten bovenop de AMC omvatten, die aan het fonds in rekening worden gebracht. De OCF voor 2025 voor de T-klasse accumulatie-aandelen was 1,04% (aandelen van

de I-klasse 0,94%). Het probleem is dat het OCF geen rekening houdt met een belangrijk kostenelement - de kosten van het handelen. Wanneer een fondsbeheerder handelt door te kopen of te verkopen, maakt het fonds doorgaans kosten voor commissies die aan een makelaar worden betaald, de bid-offer spread op de verhandelde aandelen en, in sommige gevallen, transactietaksen zoals zegelrecht in het Verenigd Koninkrijk. Dit kan de kosten van een fonds aanzienlijk verhogen, maar is niet opgenomen in het OCF.

Wij geven onze eigen versie van deze totale kosten, inclusief verhandelingskosten, die wij de Totale Investeringskosten ("TCI") hebben genoemd. Voor de T-klasse accumulatie-aandelen bedroeg de TCI in 2025 1,10% (I-klasse aandelen 0,96%). Dit is inclusief alle transactiekosten voor de in- en uitstroom van het fonds, en dus niet beperkt tot onze eigen actieve transacties. We zijn verheugd dat onze TCI slechts 0,02% (2 basispunten) boven onze OCF ligt wanneer rekening wordt gehouden met transactiekosten. Wij willen er echter nogmaals voor waarschuwen om niet zo geobsedeerd te raken door kosten dat u de focus op de prestaties van fondsen verliest. Het is de moeite waard om erop te wijzen dat de prestaties van ons fonds die aan het begin van dit bericht staan, na aftrek van alle kosten zijn, wat toch zeker de belangrijkste focus zou moeten zijn.

We verkochten onze deelnemingen in Brown-Forman en PepsiCo en begonnen in de loop van het jaar deelnemingen in Zoetis, EssilorLuxottica, Intuit en Wolters Kluwer te kopen.

De snackbusiness van Brown-Forman en PepsiCo lijkt ons direct in het kruisdraad te zitten van de impact van verminderde eetlust door gewichtsverliesgeneesmiddelen. Of onze Novo Nordisk-investering al dan niet eindelijk goed komt, geloven we dat gewichtsverliesgeneesmiddelen en hun impact blijven bestaan. Bovendien heeft de alcoholische drankensector te kampen met tegenwind door de impact van de (gebrekkige) drinkgewoonten van Generatie Z en de legalisering van cannabis.

Zoetis is het toonaangevende veterinaire farmaceutische bedrijf. Afgezien van het benutten van de groei op lange termijn van de uitgaven voor huisdiergezondheid, heeft het het voordeel dat blockbustergeneesmiddelen met een omzet van miljarden dollars niet bestaan in de dierenzorg en dat ze dus minder generische concurrentie aantrekken. De koers van Zoetis kende een zwakke periode door zorgen over de bijwerkingen van Librelva, haar medicijn tegen chronische pijn bij artrose (mijn lurcher heeft het ook). Onze dierenarts vertelt me dat ze het nog steeds voorschrijft omdat de voordelen zwaarder wegen dan de mogelijke bijwerkingen.

EssilorLuxottica ontstond uit de fusie van Franse en Italiaanse

bedrijven die de markt voor brillen, zowel montuur als glazen, domineren. Dit bedrijf heeft de wind in de zeilen dankzij de grote groep mensen die momenteel nog geen toegang heeft tot oogcorrectie. Daarnaast heeft het een aantal interessante innovaties, zoals de Stellest-brillenglazen die achteruitgang helpen voorkomen bij kinderen met myopie en natuurlijk de Meta AI-bril.

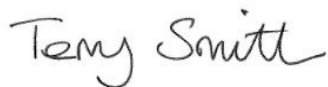
We verkochten eerder een positie die we hadden in Intuit, het boekhoud- en belastingsoftwarebedrijf, nadat het in 2021 Mailchimp overnam omdat we vonden dat Mailchimp buiten zijn bevoegdheidscirkel viel en ze ongeveer drie keer de juiste prijs betaalden, wat ze probeerden te rechtvaardigen door aan te geven dat de helft van de betaalde vergoeding in aandelen van Intuit lag. Wat dit impliceerde voor hun waardering leek ons duidelijk. Een tijdje nadat we de aandelen verkochten, dreef de AI-hype de koers aan, maar de laatste tijd is de slechte prestatie van de overname van Mailchimp duidelijk geworden en weerspiegeld in de aandelenkoers. We zijn begonnen met het heropbouwen van een belang in de hoop dat het management uit het debacle heeft geleerd.

Wolters Kluwer is de leider op het gebied van technische publicaties voor professionals in de gezondheidszorg, belastingen, boekhouding, risico & compliance en juridische zaken. Het lijkt te worden beschouwd als een slachtoffer van AI-disruptie, maar dit lijkt ongeveer net zo waar als de nu gediscrediteerde opvatting dat Adobe en Intuit voordeel haalden uit AI. Deze visie heeft de PE op <19x gebracht en groeit nog steeds met c5% p.a. met een ROIC van 18% en ROE van ongeveer 50%.

We zijn van plan een portefeuille van goede bedrijven aan te houden in de hoop en verwachting dat hun sterke fundamentele rendementen op lange termijn zullen uitkomen in een betere aandelenkoers en fondsprestatie en dat ons fonds in de tussentijd relatief immuun zal blijken voor eventuele schokken die zich voordoen als of wanneer de huidige buitengewone marktomstandigheden afnemen.

Tot slot wens ik u nogmaals een gelukkig Nieuwjaar en dank ik u voor uw voortdurende steun aan ons Fonds.

Met vriendelijke groet,



Terry Smith
CEO
Fundsmith LLP

Disclaimer: Een Key Information Document en een Engelstalig prospectus voor het Fundsmith Equity Fund (Sicav) zijn beschikbaar via de website van

Fundsmith of op verzoek en beleggers dienen deze documenten te raadplegen voordat ze aandelen in het fonds kopen. In het verleden behaalde resultaten vormen niet noodzakelijkerwijs een leidraad voor toekomstige resultaten. De waarde van beleggingen en de inkomsten daaruit kunnen zowel dalen als stijgen en beïnvloed worden door veranderingen in wisselkoersen, en het is mogelijk dat u het bedrag van uw oorspronkelijke belegging niet terugkrijgt. Fundsmith LLP geeft geen beleggingsadvies en doet geen aanbevelingen over de geschiktheid van haar product. Dit document is gecommuniceerd door Fundsmith LLP, dat geautoriseerd en gereguleerd is door de Financial Conduct Authority.

FundRock Management Company S.A. is een beheermaatschappij van instellingen voor collectieve belegging in effecten ("ICBE's") in de zin van de ICBE-richtlijn en is gemachtigd om aandelen in de Fundsmith SICAV grensoverschrijdend aan te bieden aan beleggers.

Fundsmith Equity Fund (Sicav), dat het onderwerp is van dit document, heeft geen betrekking op een collectieve beleggingsregeling die is toegelaten krachtens sectie 286 van de Securities and Futures Act, hoofdstuk 289 van Singapore (de "SFA") of Erkend krachtens sectie 287 van de SFA. Dit document is niet geregistreerd als prospectus bij de Monetary Authority of Singapore (de 'MAS'). Dienovereenkomstig mogen dit document en enig ander document of materiaal in verband met het aanbod of de verkoop, of de uitnodiging tot inschrijving of aankoop, van deelnemingsrechten in het Fonds niet worden verspreid of gedistribueerd, en mogen deelnemingsrechten niet worden aangeboden of verkocht, of het onderwerp zijn van een uitnodiging tot inschrijving of aankoop, hetzij direct of indirect, aan personen in Singapore, behalve 1. Aan een institutionele belegger krachtens sectie 304 van de SFA; of 2. Aan een relevante persoon overeenkomstig artikel 305(1) van de SFA of een persoon overeenkomstig artikel 305(2) van de SFA (en een dergelijke uitkering is in overeenstemming met de voorwaarden van artikel 305 van de SFA); of 3. Anders krachtens, en in overeenstemming met de voorwaarden van, enige andere toepasselijke bepaling van de SFA. Met name beleggingsfondsen die niet door de MAS erkend zijn, mogen niet aan het kleine publiek aangeboden worden. Dit document en enig ander document of materiaal dat wordt uitgegeven in verband met de aanbidding of verkoop is geen prospectus zoals gedefinieerd in de SFA. Dienovereenkomstig is de wettelijke aansprakelijkheid onder de SFA met betrekking tot de inhoud van prospectussen niet van toepassing en moeten beleggers zorgvuldig overwegen of de belegging voor hen geschikt is. Met name beleggingsfondsen die niet door de MAS erkend zijn, mogen niet aan het kleine publiek aangeboden worden. Dit document en enig ander document of materiaal dat wordt uitgegeven in verband met de aanbidding of verkoop is geen prospectus zoals gedefinieerd in de SFA. Dienovereenkomstig is de wettelijke aansprakelijkheid onder de SFA met betrekking tot de inhoud van prospectussen niet van toepassing en moeten beleggers zorgvuldig overwegen of de belegging voor hen geschikt is.

De in dit document uitgedrukte standpunten en meningen zijn die van Fundsmith per datum van dit document, en zijn onderhevig aan wijzigingen op basis van de heersende markt- en economische omstandigheden en zullen niet worden bijgewerkt of aangevuld.

Bronnen: Fundsmith LLP, Bloomberg en FE Analytics tenzij anders vermeld.

De gegevens gelden per 31 december 2025 tenzij anders vermeld.

De portefeuilleomzet is een maatstaf voor de handelsactiviteit van het fonds en is berekend door de totale aandelenaankopen en -verkopen minus de totale creaties en liquidaties te delen door de gemiddelde nettovermogenswaarde van het fonds.

Koers/winst-verhoudingen en Free Cash Flow Yields zijn gebaseerd op gegevens over twaalf maanden en per 31 december 2025, tenzij anders vermeld. Procentuele verandering wordt niet berekend als de TTM-periode een nettoverlies bevat.

De MSCI World Index is een Developed World Index van wereldwijde aandelen in alle sectoren en is als zodanig een eerlijke vergelijking gezien de beleggingsdoelstelling en het beleggingsbeleid van het fonds.

De Bloomberg Series-E Euro Govt 10+ yr Bond Index toont wat u zou hebben verdiend als u in staatsobligaties had belegd.

De € Rentevoet geeft aan wat u zou hebben verdiend als u in cash had belegd.

MSCI World Index is de exclusieve eigendom van MSCI Inc. MSCI geeft geen expliciete of impliciete garanties of verklaringen en is op geen enkele wijze aansprakelijk voor de hierin opgenomen MSCI-gegevens. De MSCI-gegevens mogen niet verder worden verspreid of gebruikt als basis voor andere indices of effecten of eindproducten. Dit rapport is niet goedgekeurd, beoordeeld of opgesteld door MSCI. De Global Industry Classification Standard (GICS) is ontwikkeld door en is het exclusieve eigendom van MSCI en Standard & Poor's en "GICS®" is een dienstmerk van MSCI en Standard & Poor's.