

Juli 2026

Deze halfjaarlijkse brief is langer dan gebruikelijk omdat ik u wil informeren over enkele wijzigingen in de manier waarop we Fundsmith Equity Fund – een subfonds van de Fundsmith Sicav ('Fonds' of 'Sicav') – beheren.

Eerst toont de onderstaande tabel echter de prestaties van ons Fonds en andere vergelijkende indexen tijdens de eerste helft van 2026 en sinds de oprichting.

% totaalrendement	1 jan t/m 30 juni 2026	Van aanvang t/m 30 juni 2026	
		Cumulatief	Jaarlijks
Fundsmith Equity Fund EUR T Klasse ¹	-1,6	+503,0	+13,0
MSCI World Index EUR ²	+12,7	+540,9	+13,5
Europese obligaties ³	+2,2	+55,2	+3,0
Cash ⁴	+1,0	+8,9	+0,6
Fundsmith Equity Fund CHF I Klasse ¹	-2,5	+301,9	+10,3
MSCI World Index CHF ²	+12,1	+360,1	+11,3
Fundsmith Equity Fund USD I Klasse ¹	-4,5	+289,9	+10,8
MSCI World Index USD ²	+9,7	+324,2	+11,5
Fundsmith Equity Fund GBP I Klasse ¹	-2,9	+314,8	+12,4
MSCI World Index GBP ²	+11,2	+355,6	+13,2

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

Het fonds wordt niet beheerd op basis van een benchmark, de bovenstaande vergelijkingswaarden worden alleen ter informatie verstrekt.

Ons fonds daalde in de eerste zes maanden van het jaar met 1,6%, 14,3 procentpunt minder dan wat misschien wel de meest voor de hand liggende vergelijkingswaarde is - de MSCI World Index (€ netto). (Wij dekken ons niet in tegen valutarisico's. Het belangrijkste verschil in prestatie tussen de verschillende aandelenklassen in valuta is dus het gevolg van wisselkoersschommelingen in het jaar. Deze wisselkoersschommelingen hebben ook een impact op de prestatie van de vergelijkingswaarde, de MSCI World Index.) Ik heb de gebruikelijke analyse van de toewijzing van die prestatie verplaatst naar een bijlage bij deze brief omdat ik eerst nog een ander onderwerp wil behandelen, namelijk wat we met deze prestatie gaan doen.

De achtergrond hiervoor blijft een markt die wordt gedomineerd door zogenaamde passieve of indexfondsen (waarvan het merendeel ETF's zijn) en de boom rond AI die samen een markt hebben gecreëerd die wordt gedomineerd door momentum in plaats van fundamentele factoren zoals winstgevendheid, rendement op kapitaal en groei – met andere woorden, de factoren waarop we ons richten.

Ik heb hier al over geschreven, maar ik ben Simon Evan-Cook verschuldigd dat hij in april in een Substack genaamd Wealth Yourself* enkele verdere opmerkingen heeft geschreven met als titel 'Victory for Passive! 22 gedachten en vragen', ondertiteld 'Passive has conquered the world. Wat kan er misgaan? Heel veel.'

De heer Evan-Cook wijst erop dat een origineel argument voor de overstap naar passief beleggen was dat "het moeilijk is om de markt te verslaan en dat de gemiddelde belegger er niet in zal slagen (wegens de kosten). Dus waarom niet tijd en geld besparen door de hele markt te kopen via een goedkope tracker en een iets betere prestatie te verkrijgen dan de gemiddelde actieve fondsbeheerder" omdat er kosten bespaard zijn?

In de recente verbluffende outperformance van actieve beheerders door indexfondsen is deze rationale gemakkelijk vergeten. In het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld haalde Vanguard's UK All Share tracker de voorbije vijf jaar 66%, waardoor het gemiddelde rendement van het Britse aandelenfonds slechts 32% bedroeg. Dit wordt gezien als een reden om nog meer geld van actief naar passief te schakelen en zo de feedbacklus te versterken.

Als het gemiddelde actieve fonds 1% aanrekenet en na die kosten 32% opbrengt, en de index de som moet zijn van die actieve

beheerders, zou de tracker dan niet iets als 37% behaald moeten hebben? Hoe kwam het tot 66%?

Om de heer Evan-Cook te citeren: "Dat is geweldig als je de tracker hebt gehouden, maar dat maakt dat oorspronkelijke 'gemiddelde'-argument onzinnig.

Het stelt ook de vraag: Als de tracker 29% beter kan presteren dan de gemiddelde actieve beheerder, waarom dan niet 29% slechter?" Een bijhorende observatie is dat "passieve fondsen beginnen te lijken op actieve fondsen".

Indexfondsen "domineren nu de prestatietabellen van het fonds. In 2018 was het bovenste kwartiel gevuld met actieve 'kwaliteitsgroei'-fondsen, in 2022 met actieve 'hooggroei'-fondsen en in 2026 met indexfondsen: 12 van de 20 beste performers over vijf jaar zijn trackers."

Bovendien nemen indexfondsen meer geconcentreerde posities in dan veel actieve beheerders. "De helft van de tracker FTSE 100 van Vanguard wordt aangehouden in slechts 10 aandelen en heeft aanzienlijke 'sectorbets' op banken, olieproducenten en mijnbouwbedrijven. Indexfondsen zijn niet meer de risicoarme, gediversifieerde portefeuilles die ze vroeger waren."

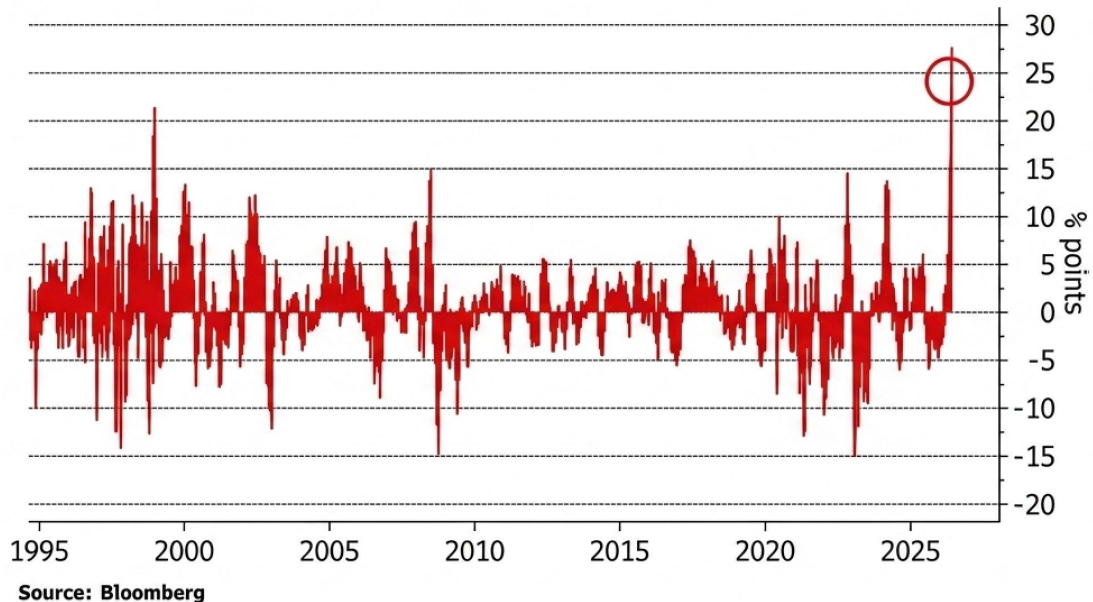
De heer Evan-Cook richt zich op het Verenigd Koninkrijk, maar deze statistieken en argumenten zijn nog relevanter voor de Amerikaanse markt, waar AI de indices en de marktprestaties domineert. De Amerikaanse markt leverde een totaalrendement van 83% op over de vijf jaar tot eind mei in USD (koersrendement was 71%). Het gemiddelde open-end aandelenfonds dat in de VS belegt (3.107 met 5 jaarrecords) leverde ondertussen 59% op in USD. Indexfondsen presteerden dus gemiddeld 24% beter dan actieve fondsen.

Hoewel de AUM in indexfondsen nu >60% bedraagt, vormen actieve fondsbeheerders in termen van handelsvolume bovendien een nog kleinere minderheid dan dit impliceert. Volgens Cboe Global Markets, die in de jaren 1990 80% van de transacties uitmaakte, is het aandeel actieve fondsen in de transacties nu gedaald tot slechts 10%. De handelsactiviteit die de koersen drijft, wordt nu niet meer gedreven door actieve fondsbeheerbeslissingen, maar door de momentumfeedbacklus van fondsen die van actief naar passief gaan en herweging binnen passieve fondsen.

Ik heb opmerkingen over deze argumenten gelezen die suggereren dat deze uitleg over wat er gebeurt onjuist is. De prestatie van op momentum gebaseerde beleggingen is echter duidelijk, zoals deze Bloomberg-grafiek illustreert:

Momentum Is Showing Record Outperformance

■ MSCI US Momentum QoQ vs MSCI US QoQ



Deze heeft een hoogte van 30 jaar en is extremer dan eind 1999, vlak voor de barst van de dotcom-zeepbel. Naarmate de prestaties van actieve fondsen blijven verslechteren, geven steeds meer mensen het op, wat leidt tot een pernicieuze feedbacklus.

Nog een andere illustratie dat indexbeleggen niet echt 'passief' is, werd gegeven in een interview met David Booth, medeoprichter van Dimensional Fund Advisors (die nu meer dan \$1 biljoen activa beheert), op 18 juni gepubliceerd in Barron's. Op de vraag naar de regelwijzigingen waardoor SpaceX sneller dan gewoonlijk in indexen kan worden opgenomen (om tegemoet te komen aan de beursintroductie van SpaceX in juni 2026 hebben grote indexen hun opnamecriteria versoepeld, waarbij de Nasdaq-100 zijn seizoensperiode van drie maanden elimineerde – wat betekent dat het aandeel drie maanden moet worden verhandeld voordat het wordt opgenomen – en zijn 10% floatvereisten zodat het kan worden opgenomen ondanks dat het minder dan 10% vrij verhandelbaar is), zei Booth: "Ik denk dat u een groter probleem raakt. Stel dat je niet van actief beheer houdt en naar een index gaat. Iemand beheert die portefeuille, niet de fondsbeheerder, maar de indexaanbieder. Als de indexaanbieder de index wijzigt, moet het fonds veranderen, dus indexfondsen zijn echt trading desks. [Indexproviders] zijn verstandige mensen, maar ze zijn geen trustees die op mij letten. Ze zijn op hun hoede... Het maakt ze niet

kwaad, maar mensen moeten beseffen wat er aan de hand is."

Wat we zeker zien, is dat indexfondsen, net als andere financiële innovaties, met een goede rationale beginnen, maar onvermijdelijk tot het uiterste worden gebracht, met uiteindelijk ernstige gevolgen.

De ontwikkeling van kredietderivaten in de jaren 1990 en de daaropvolgende Grote Financiële Crisis van 2007-08 zijn hiervan een recentelijke illustratie.

Wat de halsoverkop sprint van actieve naar indexfondsen doet, dat laat ik nu even rusten, voorlopig tenminste.

Het is belangrijk om op dit punt te vermelden dat we vast van mening blijven dat het bezitten van een groep aandelen met betere fundamentele kenmerken dan de index (beter en defensiever rendement op ingezet kapitaal plus een groeibron om ten minste een deel van de gegenereerde cash in te zetten) tegen een redelijke waardering op lange termijn een beter beleggingsrendement op de markt zal opleveren, vooral als rekening wordt gehouden met de volatiliteit.

Elke dag lijken we voorbeelden te krijgen van wat de opkomst van passief beleggen op de markt doet in termen van volatiliteit. Op woensdag 27 mei sloot Snowflake (SNOW US), een databasebedrijf, de handel als \$60 miljard bedrijf en opende op donderdag als een \$82 miljard bedrijf. Op die donderdag werd het volatiliteitsstokje overgedragen aan het computerhardwarebedrijf Dell Technologies (DELL US). Het aandeel sloot als een bedrijf van \$205 miljard en opende vrijdag als een \$273 miljard bedrijf. Die openingsstijging van 33% komt nadat de aandelen zich sinds begin maart al hadden verdubbeld.

Ik zou hierover enkele waarnemingen doen, waarover we bijna elke dag een verhaal kunnen schrijven (zoals de volgorde hierboven hopelijk illustreert):

1. Ik ben niet op de hoogte van een fundamentele beleggingsmethodologie die deze bewegingen zou kunnen voorspellen of vastleggen.
2. Dergelijke bewegingen zijn zeker mede te danken aan het feit dat zo'n klein deel van de transacties nu wordt uitgevoerd door actieve fondsen waarvan de beheerders zouden kunnen denken dat 'die beweging belachelijk is, ik zal er een paar

verkopen', aangezien maar weinig van die beheerders kunnen overleven aangezien beleggingsprocessen die proberen te vliegen in het licht van het momentum de loopbaan in gevaar brengen.

3. U kunt ervan uitgaan dat u kunt overstappen naar de index en profiteren van dit momentum en dan terugschakelen als of wanneer gebeurtenissen ervoor zorgen dat dit momentum afneemt. Als echter aandelen met een marktwaardering van \$200 miljard 33% per dag bewegen in een stijgende markt, kunt u redelijkerwijs speculeren over wat er gaat gebeuren als of wanneer de dingen omkeren. Dit kan ertoe leiden dat 2000-03 en 2007-08 eruitzien als een plot. In 2007-08 daalde de S&P met 57% in vijf maanden tijd. De volgende keer zou het me niet verbazen als het binnen vijf dagen gebeurt. In 2000-03 duurde het zelfs tien jaar voor uiteindelijke winnaars zoals Amazon hun piekkoers herstelden.

We zijn ons vooral bewust van het motto van de autorace, dat vaak wordt toegeschreven aan legendes als Rick Mears of Charles Jarrott, met betrekking tot de Indianapolis 500 Race: 'Om als eerste te finishen, moet je eerst finishen'. Dat benadrukt dat uithoudingsvermogen en betrouwbaarheid net zo cruciaal zijn als snelheid in de 500-mijlsrace.

U zou kunnen zeggen (en wij zouden inderdaad zeggen) dat is precies wat we proberen te doen door ons te richten op beleggingen in bedrijven met goede fundamentele zakelijke en financiële kenmerken en minstens redelijke waarderingen of beter. Er geldt hier echter nog een andere factor: de geldstromen. We beheren open fondsen, en u kunt en hebt er steeds meer geld uitgehaald, we vermoeden meestal dat u zich aansluit bij de exodus van actief naar passief, of mogelijk belegt in beheerders die beweren dat ze kwaliteit beter begrijpen dan wij. Ze hebben misschien gelijk, of ze zijn gewoon momentumbeleggers, wat oké is totdat dat niet het geval is. Voor gevaren van passief of momentumbeleggen zal echter na de sluiting van ons fonds weinig bewijs zijn.

Tegen deze achtergrond passen we ons fondsenbeheerproces enigszins aan.

Maar laat me eerst benadrukken wat niet zal veranderen. Ons beleggingsmantra is:

1. Goede bedrijven kopen

2. Niet te veel betalen

3. Niets doen

Wij zijn niet van plan om te beleggen in andere bedrijven dan goede bedrijven waarvan de kenmerken ertoe leiden dat ze in de loop van de tijd beter in waarde moeten groeien dan het marktgemiddelde en tegen redelijke waarderingen, en die ook fundamentele ondersteuning bieden voor de waarde van onze belegging in geval van een marktverschuiving.

Het lijkt echter duidelijk dat de derde tak van onze strategie waarschijnlijk de meeste verandering nodig heeft. De omzet van onze portefeuille bereikte een hoogte van 52% in de eerste helft van dit jaar, aangezien we aanzienlijke wijzigingen in de portefeuille doorvoerden. U mag echter niet verwachten dat dit niveau van omzet de norm wordt.

In een markt waar de koers van zelfs grote aandelen met 33% per dag schommelt, is het niet ongebruikelijk dat een buy-and-hold-strategie alleen werkt als men niet onderhevig is aan stromen, en wij zijn dat wel. Als we ons aan onze huidige aanpak houden, kunnen we wellicht in conflict komen met het adagium dat de markt langer onlogisch kan blijven dan wij in business kunnen blijven. U mag dus verwachten dat we in de toekomst actiever zullen zijn. Ik verwacht nog steeds dat onze omzet en de kosten ervan aanzienlijk lager zullen liggen dan die van de meeste actieve fondsen, maar wel hoger dan ons historische gemiddelde.

We zullen meer rekening houden met het momentum – zowel fundamenteel als qua koers – in onze beleggingsbeslissingen. In het bijzonder zullen we veel minder bereid zijn om de vertrouwde techniek van het kopen van kwaliteitsbedrijven in te zetten wanneer ze een fout maken. Dit werd bijvoorbeeld met succes gebruikt door Warren Buffett om het belang van Berkshire Hathaway in American Express te kopen tijdens het slaolieschandaal (zoek het maar op) en door ons bijvoorbeeld om Microsoft te kopen aan het einde van het ambt van de heer Ballmer als CEO. Maar in de huidige marktdynamiek is het kopen van aandelen van bedrijven die een fout hebben gemaakt, net als proberen het spreekwoordelijke vallende mes te vangen. We snijden ons alleen maar in de vingers omdat de neerwaartse koersspiraal van de aandelen wordt verergerd door het effect van de verbetering van het indexmomentum. Opmerkelijk is dat de heer Buffett deze strategie uitvoerde in een gesloten fonds dat hij beheerde en niet in een open fonds.

We willen de index niet omarmen. U kunt indexfondsen kopen die veel goedkoper zijn dan de onze of een andere actieve beheerder, dus wat is het punt?

In hoe of wanneer deze passief geleide momentummarkt zal eindigen, heb ik geen inzicht, anders dan er iets slechts over te zeggen. Het kan zijn dat het besef dat de enorme investering in AI geen voldoende rendement kan opleveren of dat een of meer duidelijke winnaars eruit zullen ontspreken. Of dat de destructieve effecten van AI op andere sectoren zo kunnen zijn dat ze het marktverhaal doorprikken en/of zelfs dat ontslagen onder door AI overbodig geworden werknemers die momenteel de passieve boom voeden met hun 401(k) pensioenfondsbijdragen die stroom en de markt omkeren. Waarschijnlijk is dat iets wat we niet kunnen voorzien. Een crisis zou immers geen crisis zijn als we die konden voorzien. Maar we weten wel dat bomen niet tot aan de hemel groeien.

Tijdens de zes maanden die op 30 juni eindigden, voerden we een reeks transacties uit die deze poging weerspiegelen om onze strategie aan te passen aan de huidige en verwachte marktomstandigheden:

We begonnen belangen op te bouwen in AppLovin, GE Vernova, Legrand, Mastercard, Netflix, Nextpower, Sage, De TJX Companies, TSMC, Uber, Veeva Systems en Yum! Brands.

We zijn gestopt of gaan stoppen met: Atlas Copco, Coloplast, Essilor Luxottica, Intuit, LVMH, Magnum Ice Cream, Mettler-Toledo, Nike, Novo Nordisk, Otis, Unilever, Wolters Kluwer en Zoetis.

De beweegredenen voor elke verkoop en aankoop zijn opgenomen in Bijlage 2 bij deze brief. De verkoop werd vaak gedreven door een complexe mix van factoren, waaronder een gebrek aan fundamenteel momentum, mismanagement en eenvoudige waardering.

We zijn ons ervan bewust dat we in sommige gevallen aandelen met verlies hebben verkocht en/of na recente aankoop. We zijn ons er ook van bewust dat sommige van de aandelen die we kopen, eerder door ons zijn gekocht en verkocht of de afgelopen jaren tegen veel lagere prijzen hadden kunnen worden gekocht. Maar die aandelen bewegen niet op basis van het feit of we ze al dan niet in ons bezit hebben.

Een snel overzicht van de fundamentele kenmerken van de resulterende portefeuille:

ROCE	31%
Brutomarge	62%
Operationele marge	29%
Cashconversie	92%
Rentedekking	43,0x
FCF-rendement	4,3%

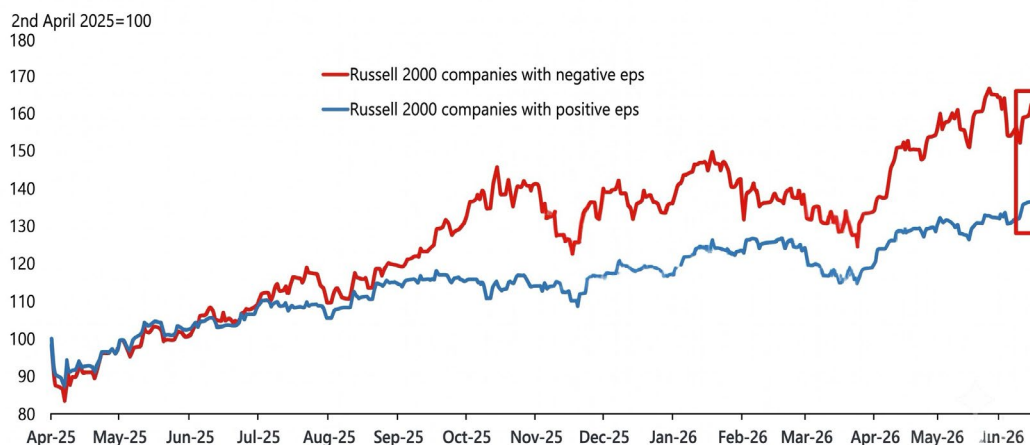
Bron: Fundsmith, per 30 juni 2026

Hopelijk versterkt dit de suggestie dat we onze strategie om goede bedrijven te bezitten tegen eerlijke of betere waarderingen niet hebben opgegeven, maar eerder hebben geprobeerd om ze te verfijnen.

Het gewogen gemiddelde Free Cash Flow ('FCF')-rendement van 4,3% is vermeldenswaardig. Het FCF-rendement van de S&P 500 is naar schatting onder de 2% gedaald, voornamelijk als gevolg van de cashflows van de grootste componenten

- de grote techbedrijven – zijn geabsorbeerd door de uitgaven voor de AI 'wapenwedloop'. Hoewel deze relatieve waardering normaal gesproken aanleiding zou geven tot optimisme, kan het gezien de recente markttrends een bron van bezorgdheid zijn. Onderstaande grafiek (die betrekking heeft op de Russell 2000-index) toont aan dat bedrijven met negatieve winsten – of verliezen zoals ze gewoonlijk worden genoemd – beter hebben gepresteerd dan bedrijven die winstgevend zijn en dat blijven doen.

Relatieve prestatie winstgevende vs. onrendabele bedrijven



Bron: Bloomberg

De film waaraan dit doet denken is *It's a Mad, Mad, Mad, Mad*

World (geproduceerd in 1963, met Spencer Tracy, Sid Caesar, Mickey Rooney, Phil Silvers en Terry-Thomas).

De relatief lage waardering van onze portefeuille is een bron van gemoedsrust voor mensen zoals wij die zich bezighouden met de fundamenteën van een bedrijf in tegenstelling tot degenen die een momentumstrategie volgen.

Bovendien schatten we dat deze bedrijven hun cashflow de komende 3-5 jaar met ongeveer 14% per jaar zullen verhogen. Als dat het geval is – en vele daarvan zijn relatief voorspelbaar – zullen ze ofwel nog lager gewaardeerd zijn, ofwel zijn hun aandelenkoersen gestegen om dit weer te geven. We hopen dat u nog steeds bij ons investeert om dat te zien gebeuren. Dat zullen we.

Met vriendelijke groet,

A handwritten signature in dark ink, reading "Terry Smith". The script is cursive and fluid, with the first name "Terry" and last name "Smith" clearly distinguishable.

Terry Smith

CEO

Fundsmith LLP

BIJLAGE 1 – Toewijzing

Wat presteerde goed voor ons in de eerste zes maanden van 2026? Dit zijn de vijf grootste positieve bijdragen aan de prestaties:

Aandeel	Toewijzing
Fortinet	+2,1%
Texas Instruments	+1,4%
Marriott	+1,3%
Alphabet	+0,9%
Philip Morris	+0,7%

Bron: Northern Trust

Fortinet en Texas Instruments zijn uiteraard technologiebedrijven, maar beide zijn niet rechtstreeks betrokken bij het AI-fenomeen. Sinds de oprichting houden we Philip Morris.

De vijf grootste negatieve factoren voor de prestaties van ons fonds over de periode waren:

Aandeel	Toewijzing
LVMH	-1,2%
Microsoft	-1,0%
IDEXX	-1,0%
Zoetis	-0,9%
Mettler-Toledo	-0,8%

Bron: Northern Trust

Mettler-Toledo, LVMH en Zoetis zijn verkocht om de redenen vermeld in Bijlage 2. We hebben onze participaties in IDEXX opgebouwd om waarderingsredenen en in Microsoft.

Onze portefeuilleomzet bedroeg in de eerste helft 52%. Vrijwillige transactiekosten (transacties die niet worden veroorzaakt door terugkopen of inschrijvingen) € 4.199.598 tijdens het halfjaar (0,08%). De Lopende Kosten voor de Kapitalisatieaandelen van de T-klasse bedroegen 1,09% en met de kosten van alle transacties erbij, bedroegen de Totale Investeringskosten ('TCI') 1,17%.

BIJLAGE 2 – Verkopen en Aankopen

Verkopen

Atlas Copco – De organische groei is de voorbije twee jaar zwak geweest, wat volgens ons geen rechtvaardiging is voor een rendement van <3% FCF als gevolg van de sterke stijging van de aandelen in het afgelopen jaar.

Coloplast – De organische groei is gedaald van een langetermijngemiddelde van 8% naar 6%. Niet toevallig zijn er ook een paar prominente overnames geweest.

EssilorLuxottica - De lagere marges op slimme brillen dwongen het bedrijf om zijn winstdoelstellingen op lange termijn op te geven. Het is nog steeds een zeer interessant bedrijf met de toename van wearables en slimme brillen, maar toenemende concurrentie in dit segment is onvermijdelijk.

Intuit - Hoewel we Intuit pas onlangs hebben overgenomen, waren we gevoelig voor de manier waarop ze hebben gereageerd op de slechte overname van Mailchimp, in de eerste plaats daarom hebben wij de aandelen verkocht. Het feit dat ze nu zijn begonnen met het geven van resultaten voor Mailchimp toont niet alleen aan hoe slecht de overname was, maar maakt ons ook bezorgd over een aanhoudende ontkenning.

LVMH - De belangrijkste Chinese markt lijkt zich waarschijnlijk niet te herstellen totdat de vastgoedmarkt dat doet. Ook gezinsopvolgingsplannen vormen ook een steeds toenemende zorg.

Magnum Ice Cream Co. - Het bedrijf is te klein en illiquide voor ons om een zinvolle positie op te bouwen.

Mettler-Toledo – De onderliggende groei tot nu toe dit jaar bedraagt slechts 1%, wat niet voldoende is om de traditionele premiewaardering te rechtvaardigen.

Nike - Het is duidelijk dat elke omschakeling door de nieuwe CEO Elliott Hill na de schade tijdens de pandemieperiode langer zal duren dan we aanvankelijk hadden verwacht, vooral omdat China en Converse problemen blijven hebben.

Novo Nordisk - Vertaalde een marktleiderspositie in de grootste drugsontdekking in decennia in een investeringsramp.

Otis - De groei in onderhoud en modernisering van liften is niet snel genoeg geweest om de daling in nieuwbouw uit China te compenseren.

Unilever - Toen Hein Schumacher werd aangesteld als CEO, ademen we een opluchting uit na de jaren van Poleman/Joep. Hij zei dat hij niet van plan was om overnames of desinvesteringen te doen totdat hij alle bedrijven de resultaten had laten produceren waar ze toe in staat zouden moeten zijn vergeleken met de beste van hun concurrenten. We waren enthousiast over deze aanpak.

Na 18 maanden werd hij ontslagen en werd CFO Fernando Fernandes benoemd tot CEO. We dachten dat Fernandes zowel als operationeel manager als als CFO zeer bekwaam was. Zijn aanstelling werd echter snel gevolgd door de spin-off van de ijsbusiness omdat de Magnum Ice Cream Company, vermoedelijk door zijn aparte distributieketen niet in de rest van Unilever paste. Toen vroegen we of dat al de afstotingen voor de nabije toekomst waren en ons werd gezegd dat dat zo was.

Daarna werd de intentie bekendgemaakt om de rest van de voedingsactiviteiten over te dragen aan McCormick.

Afgezien van het feit dat dit ingaat tegen wat ons werd verteld en wat we goed vonden aan de aanpak van Hein Schumacher, heeft het alle kenmerken van Nelson Peltz, de activistische investeerder die deel uitmaakt van het bestuur. We hebben Nelson al vanaf de jaren 1980 in actie gezien. Wij zijn geen fan van het idee dat bedrijfsactiviteit fundamentele problemen oplost. We zijn ook geen fan van besturen die luisteren naar activisten die geen langetermijnbeleggers zijn.

Ook al zal het management van Unilever van de voedingsactiviteiten afscheid nemen, toch blijven de aandeelhouders van Unilever er eigenaar van en wordt het beheerd door het management van McCormick. We weten dat ze eigenaar zijn van de aandelen en we zijn er niet van overtuigd dat ze goed genoeg zijn voor de bestaande activiteiten, laat staan voor een enorme uitbreiding. McCormick heeft een ROIC dat consistent in eenvoudige cijfers wordt genoteerd.

Oh, en de structuur van de deal betekent dat we er niet over mogen stemmen.

Wolters Kluwer - Hoewel we nog steeds denken dat dit een bedrijf is dat niet zo sterk door AI zal worden beïnvloed als de huidige waardering suggereert, denken we dat er een betere waarde is in andere bedrijven die door de Saaspocalyps zijn getroffen, zoals Sage en Veeva Systems, die hogere groeicijfers en/of lagere waarderingen hebben.

Zoetis - We zijn niet onder de indruk van het management. Ze konden niet effectief reageren op de lancering van nieuwe generische geneesmiddelen in concurrentie met de belangrijkste franchises of zelfs niet duidelijk uitdrukking geven aan zichzelf.

Aankopen

Industrieën:

GE Vernova - GE Vernova bouwt en onderhoudt de gasturbines en elektriciteitsnetapparatuur die de moderne wereld van stroom voorzien. Het concurrentievoordeel is het gevolg van de omvang en hoge switchkosten van de energie-infrastructuur: zodra de turbines zijn geïnstalleerd, zijn klanten gedurende tientallen jaren gebonden aan inflatiebeschermde servicecontracten met een hoge marge. In tegenstelling tot liften en roltrappen kunnen deze generatoren niet door onafhankelijke leveranciers worden onderhouden, omdat alle technologie en materialen eigendom zijn. De apparatuur van GE Vernova genereert ongeveer een derde van de totale elektriciteit ter wereld. Toekomstige groei is afhankelijk van de upgrade van verouderde elektriciteitsnetten om de hoge spanningen aan te kunnen die nodig zijn om stroom te leveren van waar het wordt geproduceerd naar waar het nodig is, en van een toenemende 'achter de meter'-stroomopwekking in AI-datacenters. Die groei is ook redelijk voorspelbaar aangezien de huidige orderportefeuille \$ 163 miljard bedraagt (4x 2025-omzet). Ze zijn ook wereldleider op het gebied van kleine modulaire kernreactoren (SMR's). Ze hebben momenteel het enige commerciële SMR-project (BWRX-300) in aanbouw in de westerse wereld, met de eerste implementatie in Canada naar verwachting voltooid tegen 2030. ROIC: ~20% maar stijgt snel, FCF-rendement: 2,6%.

Legrand - Legrand is een Franse fabrikant van de fysieke infrastructuur achter elektrische en digitale gebouwsystemen. Het concurrentievoordeel is gebaseerd op een verankerd distributienetwerk en een diepe merkloyaliteit onder elektriciens die weigeren hun reputatie op het spel te zetten met onbekende componenten. Het maakt alledaagse dingen in gebouwen, van brandveiligheidsborden tot stopcontacten en buswegen die kabels in datacenters dragen. Legrand heeft een wereldwijd marktaandeel van bijna 20% in bedradingsapparaten, wat betekent dat ongeveer 1 op de 5 elektrische schakelaars en stopcontacten wereldwijd door het bedrijf wordt gemaakt. Groeimogelijkheden liggen in de toenemende vraag naar energiezuinige slimme gebouwen en gespecialiseerde energiedistributiesystemen voor datacenters. ROIC: lage 20's, FCF-rendement: 4,4%.

Nextpower - Nextpower produceert mechanische systemen en software waarmee zonnepanelen op nutsschaal de zon de hele dag kunnen volgen. Het concurrentievoordeel combineert een flexibele, uitbestede productie-opstelling die de vaste kosten laag houdt met eigen trackingsoftware die het moeilijk maakt om eenmaal geïnstalleerd over te schakelen op een systeem van een concurrent. Nextpower-technologie verhoogt het energierendement

van een zonne-installatie met 20% tot 30% in vergelijking met traditionele panelen die op een vaste positie zijn vastgeschroefd. De groei is rechtstreeks verbonden met de groeiende wereldwijde vraag naar hernieuwbare energie, met name de productie van schone energie die naast datacenters kan worden gebouwd. Om verder uit te breiden naar datacenters heeft Nextpower in mei 2026 de batterijfabrikant Prevalon Energy overgenomen voor \$365 miljoen. ROIC: ~50%, FCF-rendement: 3,2%.

Uber - Uber exploiteert een platform dat gebruikers verbindt met chauffeurs die ritten huren en maaltijden bezorgen. Het is gebaseerd op een tweezijdig netwerkeffect: meer chauffeurs betekenen kortere wachttijden, wat meer rijders aantrekt, waardoor het platform erg kleverig is en moeilijk te verstoren is voor lokale concurrenten. Nu de meeste van deze challengers (Karhoo, Sidecar, Juno, Fasten, Hailo, ...) verdwenen zijn en Uber heeft overleefd, worden de netwerkeffecten zeer aantrekkelijk. Dit komt tot uiting in de cashflow uit bedrijfsactiviteiten van het bedrijf, die is gestegen van -\$ 4,3 miljard in 2019 tot -\$ 445 miljoen in 2021 (vorig jaar negatief) tot \$ 3,6 miljard in 2023 en meer dan \$10 miljard in 2025. Het logistieke netwerk van Uber is enorm en coördineert wereldwijd ongeveer 42 miljoen ritten en leveringsorders per dag.

Toekomstige groeikansen zijn onder meer de uitbreiding naar levensmiddelen en pakketbezorging en uiteindelijk de integratie van autonome (zelfrijdende) voertuigen ('AV's') in hun vloot om de kosten drastisch te verlagen. Sommigen zien AV's als een bedreiging voor Uber, maar we denken dat het waarschijnlijker is dat Tesla, Waymo enz. de distributie en wereldwijde licenties van Uber zullen gebruiken om klanten te bereiken en hun gebruik van assets te maximaliseren in plaats van licenties te moeten krijgen, een app te bouwen en tientallen miljoenen mensen te laten downloaden. ROIC: midden-20's, FCF-rendement: 7,4%.

Financiële sector:

Mastercard - Mastercard exploiteert een digitaal betalingsnetwerk dat consumenten, handelaars en banken wereldwijd met elkaar verbindt. Het bedrijf profiteert van een klassiek netwerkeffect: hoe meer consumenten de kaart gebruiken, hoe meer handelaars gedwongen zijn om ze te aanvaarden, waardoor het voor een nieuwkomer moeilijk is om ze te kopiëren. Een nieuwkomer zou overeenkomsten moeten onderhandelen en zijn technologie moeten integreren met de meeste wereldwijde financiële instellingen. Terwijl digitale betalingen alomtegenwoordig zijn in ontwikkelde landen, blijven wereldwijd ongeveer 1,4 miljard volwassenen volledig zonder bank. Toekomstige groei hangt af van het binnenbrengen van deze niet-gebankeerde bevolking in het financiële systeem, het verschuiven van resterende cashtransacties

naar digitale betalingen en het uitbreiden naar business-to-business payments, een veel grotere markt dan C2C- of C2B-betalingen. We bezitten nu zowel Visa als Mastercard in de portefeuille omdat betalingen een van de weinige sectoren is die we verwachten te groeien, ongeacht wat er met AI gebeurt, en Mastercard en Visa zijn even goede bedrijven. Dit biedt ons een manier om een blootstelling aan betalingen van >6% te bereiken zonder overmatig aandelenspecifiek risico of inbreuk op de ICBE-concentratieregels. Ook nu 46% van alle wereldwijde transacties nog steeds in contanten worden uitgevoerd en B2B-betalingen 85% van de totale waarde van wereldwijde betalingen, is er veel ruimte voor twee bedrijven om te groeien en samen te voegen. ROIC: >75%, FCF-rendement: 4,5%.

Zorg en Welzijn:

Veeva Systems - Veeva biedt gespecialiseerde cloudgebaseerde software die speciaal is ontworpen voor de farmaceutische en life science-industrie. De software volgt de volledige levenscyclus van een geneesmiddel, van klinische onderzoeken tot productie en uiteindelijke verkoop. Tijdens een klinisch onderzoek naar een nieuw geneesmiddel wordt bijvoorbeeld Veeva's Vault eTMF (Electronic Trial Master File) gebruikt om de duizenden kritieke documenten bij te houden (onderzoeksprotocollen, kwalificaties van onderzoekers, goedkeuringen van ethische commissies). eTMF is de digitale kluis die deze documenten organiseert, zodat de FDA of EMA ze op elk moment kan controleren om ervoor te zorgen dat het onderzoek veilig en conform is. Op de productievloer wordt Veeva's Vault QMS (Quality Management System) gebruikt. Als een batch geneesmiddelen op de verkeerde temperatuur wordt geproduceerd, is Vault QMS de software die wordt gebruikt om de afwijking te registreren, een onderzoek te starten en de CAPA (Corrective and Preventive Action) te volgen om ervoor te zorgen dat dit niet opnieuw gebeurt.

Het concurrentievoordeel is gebaseerd op extreem hoge overstapkosten: zodra een geneesmiddelenbedrijf Veeva integreert om strikte klinische proeven en naleving van de regelgeving te beheren, is het risicovol en duur om het te vervangen. Farmaceutische bedrijven stappen zelden af van Veeva omdat het vervangen van de software het risico loopt dat klinische proeven of de productie van geneesmiddelen worden stopgezet, wat veel meer zou kosten dan een goedkopere leverancier zou kunnen besparen. Bovendien vergt de overstap naar een nieuw systeem enorme, dure inspanningen om strikte wettelijke goedkeuringen te verkrijgen en gevoelige gegevens over te dragen zonder de wettelijk vereiste audittrails te breken. Veeva heeft ongeveer 80% van het marktaandeel in farmaceutische customer relationship software, wat betekent dat bijna de hele sector vertrouwt op zijn platform. De

groei wordt gevoed door de upselling van nieuwe softwaremodules aan bestaande klanten en door het gebruik van AI-middelen om het administratieve werk van drugsproeven te beheren, wat momenteel zeer arbeidsintensief is. ROIC: headline is ~15%, maar dat is te wijten aan een zeer groot kassaldo. Exclusief cash ligt het ruim boven 100%; FCF-rendement: 5,7%.

Informatietechnologie:

AppLovin - AppLovin biedt software en kunstmatige intelligentie die mobiele apps helpt om nieuwe gebruikers te vinden en reclameruimte te verkopen. Het is het bedrijf dat je een advertentie toont tussen de niveaus in Candy Crush of vergelijkbare mobiele games die je niet kunt overslaan. Het concurrentievoordeel is AXON, een geavanceerde AI-aanbevelingsengine. AXON creëert een krachtig netwerkeffect door de juiste advertenties aan de juiste gebruikers te koppelen, wat leidt tot betere rendementen voor adverteerders en hogere uitbetalingen voor app-ontwikkelaars, waardoor het voor beide partijen erg moeilijk is om te vertrekken. AXON kan de omzet van AppLovin voor de nabije toekomst met 20% per jaar verhogen door simpelweg de klantgerichtheid te verbeteren. Het platform van AppLovin bedient meer dan 1 miljard actieve gebruikers per dag en genereert reclame-inkomsten die de gecombineerde totalen van Snap, Pinterest, Reddit en X overtreffen. De toekomstige groei hangt af van de uitbreiding van deze zeer winstgevende AI-ad-matchingtechnologie buiten de reclame van nieuwe mobiele games in e-commerce en mogelijk de Connected TV (CTV)-reclamemarkt. In tegenstelling tot Alphabet en Meta, die reclame prijzen op basis van het aantal oogballen die de advertentie zien of erop klikken, krijgt AppLovin een percentage van de uitgaven die de advertentie triggert, zodat het aanzienlijk meer inkomsten krijgt uit artikelen van hogere waarde die via zijn advertenties worden verkocht (een kamer in een Marriott-hotel of cosmetica vs. een \$5-mobiele game). Ze lanceren ook een zelfbedieningsplatform voor kleine tot middelgrote bedrijven om reclameruimte te kopen. ROIC: >100%, FCF-rendement: 3,6%.

Sage - We hebben onze positie veranderd van Intuit naar Sage, de andere hoofdoperator in boekhoudsoftware. Sage is veel minder afhankelijk van op aandelen gebaseerde compensatie, heeft een lagere rating en heeft geen schadelijke overnames van Intuit. ROIC: 18%, FCF rendement: 6,0%.

TSMC - Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) is 's werelds grootste contractchipmaker en produceert fysiek de halfgeleiders ontworpen door bedrijven als Apple, Broadcom en Nvidia. Het concurrentievoordeel is een ongeëvenaarde technologische voorsprong in de productie van de kleinste chips,

beschermde door de kapitaalbarrière van \$20 miljard die het kost om slechts één geavanceerde fabriek te bouwen. TSMC produceert ongeveer 90% van de meest geavanceerde halfgeleiders ter wereld. De toekomstige groei komt voort uit de wereldwijde vraag naar rekenkracht, met name de chips die nodig zijn om AI-modellen te trainen en uit te voeren. ROIC: 33%, FCF rendement: 2,7%.

Consumentengoederen:

The TJX Companies - TJX is de moedermaatschappij van discounters zoals TJ Maxx (TK Maxx in Europa) en Marshalls. Het bedrijf heeft een zeer flexibele toeleveringsketen en tientallen jarenlange relaties met premium kledingmerken, waardoor het overvloedige voorraad tegen scherpe kortingen kan kopen. TJX vertrouwt op een netwerk van meer dan 1.400 gespecialiseerde kopers die inkopen bij 21.000 verschillende wereldwijde leveranciers en creëert een onvoorspelbare 'schatjacht'-ervaring voor klanten waarbij e-commerce moeite heeft om te repliceren. Groei komt door fysieke winkeluitleiding en het overnemen van marktaandeel van traditionele warenhuizen. ROIC: 33%, FCF rendement: 3,1%.

Yum! Brands - Yum! Brands is het moederbedrijf van grote fastfoodfranchises, waaronder KFC, Taco Bell en Pizza Hut. Het verkoopt echter eindelijk Pizza Hut, wat een aanzienlijke negatieve invloed heeft gehad op de algehele resultaten. Het heeft wereldwijde merkbekendheid, franchises en schaalvoordelen in marketing en voedselinkoop, die onafhankelijke restaurants niet kunnen evenaren. De snelheid van de wereldwijde expansie is een belangrijk verkoopargument: Yum! Brands opent ongeveer om de twee uur, 365 dagen per jaar, een nieuw restaurant ergens ter wereld. De toekomstige groei hangt af van de voortzetting van deze agressieve franchise-uitbreiding in opkomende markten en van de verbetering van de digitale bestel- en leveringssystemen. Er zijn ook aanzienlijke opportuniteiten op korte termijn voor KFC in de VS, waar het minder goed presteerde, en voor Taco Bell buiten de VS. ROIC: 50%, FCF rendement: 4,0%.

Communicatiediensten:

Netflix - Netflix is de pionier op het gebied van streaming-entertainment op basis van abonnementen. Het heeft een enorme abonneebasis die een jaarlijks contentbudget van meer dan \$17 miljard financiert dat kleinere concurrenten zich gewoon niet kunnen veroorloven zonder geld te verliezen. Netflix is nu goed voor bijna

8% van alle televisieschermtijd in de VS, meer dan elk traditioneel omroepnetwerk, maar onderstreept ook het groeipotentieel. De toekomstige groei wordt gedreven door het nieuwere advertentieniveau, het verminderen van het delen van wachtwoorden en de uitbreiding van lokale content in opkomende internationale markten. Het advertentieondersteunde niveau heeft 250 miljoen actieve gebruikers per maand, waarvan 45% in de VS. Nadat Netflix in 2024 stopte met het delen van wachtwoorden, voegde het 41 miljoen nieuwe abonnees toe (tegenover 325 miljoen in totaal). Ze bewegen steeds meer richting live sport met NFL-wedstrijden op eerste kerstdag en bokswedstrijden zoals Mike Tyson vs. Jake Paul. Waarom nu? Toen Netflix groeide, waren er veel concurrenten (Hulu, Discovery+, Tubi, Disney+, HBO Max, ...), dus de netwerkeffecten van streaming en contentproductie werkten niet zo goed, omdat ze moesten concurreren om zowel klanten als content. Nu zijn veel van deze concurrenten gefaald of verliezen ze gebruikers, wat de kwaliteit van het concurrentievoordeel van Netflix benadrukt, maar ook een kans biedt omdat die klanten terugkeren naar Netflix. ROIC: >30%, FCF-rendement: 3,8%.

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 een 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 retailpubliek aangeboden worden. Dit document en enig ander document of materiaal dat wordt uitgegeven in verband met 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 en Bloomberg tenzij anders vermeld.

* <https://substack.com/@simonevancook>

De gegevens zijn per 30 juni 2026 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 30 juni 2026, 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.