

Juillet 2026

Cette lettre semestrielle est plus longue qu'à l'accoutumée, car je souhaite vous informer de certains changements dans la manière dont nous gérons le fonds Fundsmith Equity Fund, un compartiment de la sicav Fundsmith (« Fonds » ou « Sicav »).

Cependant, le tableau ci-dessous présente d'abord la performance de notre Fonds et d'autres comparateurs au cours du premier semestre 2026 et depuis son lancement.

% Rendement total	Du 1 ^{er} janvier au 30 juin 202 6	Du lancement jusqu'au 30 juin 2026	
		Cumulé	Annualisé
Fundsmith Equity Fund EUR Classe T ¹	-1,6	+503,0	+13,0
MSCI World Index EUR ²	+12,7	+540,9	+13,5
Obligations européennes ³	+2,2	+55,2	+3,0
Liquidités ⁴	+1,0	+8,9	+0,6
Fundsmith Equity Fund CHF Classe I ¹	-2,5	+301,9	+10,3
MSCI World Index CHF ²	+12,1	+360,1	+11,3
Fundsmith Equity Fund USD Classe I ¹	-4,5	+289,9	+10,8
MSCI World Index USD ²	+9,7	+324,2	+11,5
Fundsmith Equity Fund GBP Classe I ¹	-2,9	+314,8	+12,4
MSCI World Index GBP ²	+11,2	+355,6	+13,2

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

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

Notre fonds a enregistré une baisse de 1,6 % au cours des six premiers mois de l'année, soit 14,3 points de pourcentage de moins que ce qui est sans doute le comparateur le plus évident : l'indice MSCI World Index (€ net). Veuillez noter que nous ne couvrons pas l'exposition aux devises et que la principale différence de performance entre les différentes classes d'actions en devises est donc due aux fluctuations monétaires au cours de la période. Ces fluctuations monétaires ont également un impact sur la performance du comparateur, l'indice MSCI World Index. J'ai déplacé l'analyse habituelle de répartition de cette performance dans une Annexe à la présente lettre car il y a un autre sujet que je souhaite aborder en premier, à savoir ce que nous allons faire à propos de cette performance.

Le contexte demeure celui d'un marché dominé par les fonds dits passifs ou indiciels (dont la majorité sont des ETF) et par l'engouement autour de l'IA, qui ont contribué à un environnement où le momentum prime sur les facteurs fondamentaux tels que la rentabilité, les rendements sur capital et la croissance, autrement dit, les facteurs sur lesquels nous concentrons notre attention.

J'ai déjà écrit au sujet de cet effet, mais je suis redevable à Simon Evan-Cook, qui a publié en avril plusieurs observations supplémentaires dans une publication Substack nommée *Wealth Yourself**, dans un article intitulé « Victory for Passive ! 22 thoughts and questions », avec pour sous-titre « Passive has conquered the world. (Victoire de la gestion passive : 22 observations et questions) What could possibly go wrong? (Qu'est-ce qui pourrait bien mal tourner) Quite a lot. » (beaucoup de choses).

M. Evan-Cook souligne qu'un argument initial en faveur du passage à l'investissement passif était « qu'il est difficile de battre le marché et que l'investisseur moyen échouera (en raison des frais) ». Pourquoi, dès lors, ne pas gagner du temps et de l'argent en achetant l'ensemble du marché via un tracker à faible coût, et obtenir ainsi une performance légèrement supérieure à celle du gestionnaire de fonds actif moyen grâce aux frais économisés ?

Au vu de la récente et remarquable surperformance des fonds indiciels face aux gestionnaires de fonds actifs, ce raisonnement a, semble-t-il, été relégué aux oubliettes. Au Royaume-Uni, par exemple, le tracker UK All Share de Vanguard a gagné 66 % au cours des cinq dernières années, écrasant le rendement moyen des fonds actions britanniques, qui n'a été que de 32 %. Cela est considéré comme une raison de transférer encore davantage

d'argent de la gestion active vers la gestion passive, renforçant ainsi la boucle de rétroaction.

Si le fonds actif moyen facture 1 % de frais et a dégagé un rendement de 32 % net, après ces frais, et si l'indice est censé représenter la somme de ces gestionnaires de fonds actifs, le tracker n'aurait-il pas dû dégager quelque chose comme 37 % ? Comment a-t-on pu atteindre 66 % ?

Pour citer M. Evan-Cook : « C'est excellent si vous déteniez le tracker, mais cela réduit à néant l'argument initial qui consiste à "se contenter de la moyenne" ».

Cela pose également la question suivante : Si la performance du tracker est 29 % supérieure à celle d'un gestionnaire de fonds actif moyen, pourquoi ne pourrait-il pas enregistrer une performance 29 % inférieure ? » Une observation associée est que « les fonds passifs commencent à ressembler à des fonds actifs ».

Les fonds indiciels dominent désormais les tableaux de performance des fonds. En 2018, le premier quartile était rempli de fonds actifs « quality-growth », en 2022, il était rempli de fonds actifs de « high-growth » et en 2026, il est rempli de fonds indiciels : 12 des 20 meilleurs performeurs sur cinq ans sont des trackers. »

De plus, les fonds indiciels prennent des positions plus concentrées que nombre de gestionnaires de fonds actifs. « La moitié du tracker FTSE 100 de Vanguard est investie dans seulement dix titres, et il présente d'importants « paris sectoriels » sur les banques, les producteurs de pétrole et les sociétés minières. Les fonds indiciels ne sont pas les portefeuilles diversifiés à faible risque qu'ils étaient autrefois. »

M. Evan-Cook se concentre sur le Royaume-Uni, mais ces statistiques et arguments sont encore plus pertinents pour le marché américain où les valeurs liées à l'IA dominent les indices et la performance du marché. Le marché américain a réalisé un rendement total de 83 % sur les cinq années écoulées jusqu'à fin mai en USD (performance du cours de 71 %). Parallèlement, le fonds d'actions à capital variable moyen investissant aux États-Unis (3 107 avec des records sur 5 ans) a enregistré un rendement de 59 % en USD. Ainsi, les fonds indiciels ont enregistré une performance supérieure à celle des fonds actifs de 24 % en moyenne.

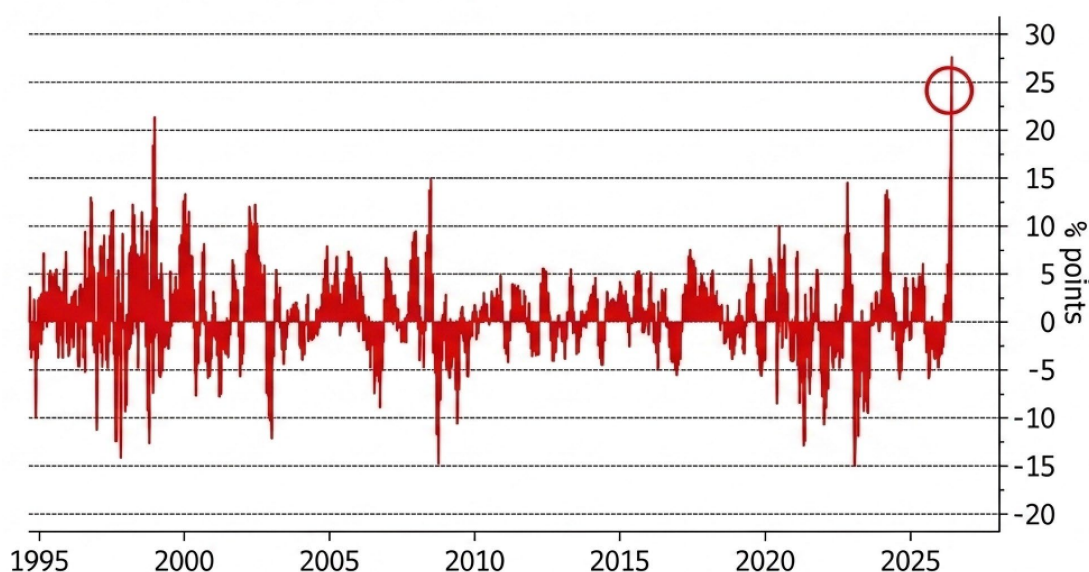
De plus, alors que l'actif sous gestion des fonds indiciels dépasse désormais 60 % en termes de volume d'opérations, les gestionnaires

de fonds actifs représentent une minorité encore plus réduite que ce chiffre ne le suggère. Selon Cboe Global Markets, alors qu'ils représentaient 80 % des transactions dans les années 1990, la part des fonds actifs dans les échanges est désormais tombée à seulement 10 %. L'activité de négociation qui détermine les prix n'est désormais pas guidée par des décisions de gestion active des fonds, mais par la boucle de rétroaction du momentum : les flux qui passent de l'actif vers le passif, ainsi que les rééquilibrages internes au sein des fonds indiciels.

J'ai lu des commentaires critiquant ces arguments et suggérant que cette explication serait incorrecte. Cependant, la performance des stratégies d'investissement fondées sur le momentum est évidente, comme l'illustre ce graphique de Bloomberg :

Momentum Is Showing Record Outperformance

■ MSCI US Momentum QoQ vs MSCI US QoQ



Source: Bloomberg

Il atteint un plus haut niveau depuis 30 ans, et se révèle plus extrême qu'à la fin de 1999, juste avant l'éclosion de la bulle Internet. À mesure que la performance des fonds actifs continue de se détériorer, davantage d'investisseurs les abandonnent, créant une boucle de rétroaction préjudiciable.

Une autre illustration du fait que l'investissement indiciel n'est pas vraiment « passif » a été donnée dans une interview avec David Booth, cofondateur de Dimensional Fund Advisors (qui gère désormais plus de 1 000 milliards de dollars d'actifs) publiée dans Barron's le 18 juin. Interrogé sur les modifications des règles permettant à SpaceX d'être intégrée plus rapidement que d'habitude dans les indices (pour faciliter l'IPO de SpaceX de juin 2026, les principaux indices ont assoupli leurs critères d'inclusion, le Nasdaq-100 supprimant sa période de « saisonnement » de trois

mois — c'est-à-dire que le titre doit normalement être négocié pendant trois mois avant d'être inclus, ainsi que son exigence de flottant boursier de 10 %, afin de permettre l'inclusion malgré un flottant inférieur), Booth a répondu : « Je pense que vous touchez à un problème plus profond. Supposons que vous n'aimiez pas la gestion active et que vous passiez à un indice. Eh bien, quelqu'un gère ce portefeuille, et ce n'est pas le gestionnaire du fonds, mais le fournisseur de l'indice. Si le fournisseur d'indices modifie l'indice, le fonds doit s'adapter. Les fonds indiciels sont donc, en réalité, des salles de marché. Les fournisseurs d'indices sont des gens sensés, mais ils ne sont pas des fiduciaires chargés de veiller à mes intérêts. Ils veillent à leurs propres intérêts... Cela ne les rend pas mauvais, mais les gens doivent comprendre ce qui se passe. »

Ce que nous constatons clairement, c'est que les fonds indiciels, comme d'autres innovations financières, commencent avec une logique solide, mais dérivent inévitablement vers des excès, avec des conséquences potentiellement graves. Le développement des dérivés de crédit dans les années 1990 et la Grande Crise Financière de 2007-08 en sont une illustration récente.

En ce qui concerne les effets de la ruée effrénée de la gestion active vers les fonds indiciels, je considère que les faits parlent d'eux-mêmes, du moins pour l'instant.

Il est important de préciser à ce stade que nous restons fermement convaincus que détenir un ensemble de titres présentant de meilleures caractéristiques fondamentales que l'indice (des meilleurs rendements sur le capital employé et plus défendables, ainsi qu'une source de croissance permettant de réinvestir au moins une partie des flux de trésorerie générés) à une valorisation raisonnable, produira un rendement supérieur à celui du marché sur le long terme, et plus encore lorsque la volatilité est prise en compte.

Chaque jour, nous semblons être confrontés à de nouveaux exemples de ce que la montée de l'investissement passif provoque sur le marché en termes de volatilité. Le mercredi 27 mai, Snowflake (SNOW US), une société de base de données, a clôturé la séance avec une capitalisation de 60 milliards de dollars, avant d'ouvrir le jeudi à 82 milliards de dollars. Ce jeudi, le relais de la volatilité est passé à Dell Technologies (DELL US), le fabricant de matériel informatique. Son action a clôturé avec une capitalisation de 205 milliards de dollars et a ouvert le vendredi à 273 milliards de dollars. Cette hausse de 33 % à l'ouverture intervient alors que l'action avait déjà doublé depuis le début du mois de mars.

Je formulerais plusieurs observations à ce sujet, car c'est une histoire que nous pourrions raconter presque chaque jour (comme la séquence ci-dessus l'illustre, espérons-le) :

1. je ne connais aucune méthodologie fondamentale d'investissement qui permettrait de prédire ou de capter de tels mouvements.
2. ces mouvements sont certainement en partie liés au fait qu'une proportion infime des transactions est désormais réalisée par des fonds actifs, dont les gestionnaires pourraient se dire : « Ce mouvement est absurde, je vais vendre quelques titres ». Mais très peu de ces gestionnaires peuvent survivre dans un environnement où toute démarche d'investissement qui tente d'aller à contre-courant du momentum met en péril leur carrière.
3. vous pouvez considérer que vous pouvez basculer dans l'indice et profiter de cette dynamique, puis revenir en arrière si/ou lorsque les événements provoquent son renversement. Toutefois, si des titres valorisés 200 milliards de dollars augmentent de 33 % en une seule journée dans un marché haussier, on peut raisonnablement spéculer sur ce qui se produira si — ou quand — les choses s'inverseront. Cela pourrait faire paraître 2000–03 et 2007–08 comme un simple incident. En 2007-08, le S&P a chuté de 57 % en cinq mois. La prochaine fois, je ne serais pas surpris si cela se produit en cinq jours. En 2000-03, même les futurs gagnants comme Amazon ont mis dix ans à retrouver leur cours de pointe.

Nous gardons particulièrement à l'esprit l'adage du sport automobile, souvent attribué à des légendes comme Rick Mears ou Charles Jarrott, à propos de la course Indianapolis 500 : « Pour finir premier, il faut d'abord finir ». Cet adage souligne que l'endurance et la fiabilité sont tout aussi cruciales que la vitesse dans une course de 500 miles (805 km).

Vous pourriez dire — et nous le dirions nous-mêmes — que c'est exactement ce que nous cherchons à faire en nous concentrant sur l'investissement dans des entreprises présentant de solides caractéristiques fondamentales, tant opérationnelles que financières, et des valorisations au moins raisonnables, voire meilleures. Cependant, un autre facteur entre en jeu ici : les flux de capitaux. Nous gérons des fonds ouverts, et vous pouvez — et le faites de plus en plus, selon nous — retirer votre argent, probablement pour rejoindre l'exode de la gestion active vers la gestion indicielle, ou peut-être pour investir auprès de gestionnaires qui prétendent mieux comprendre la qualité que nous. Ils ont peut-

être raison, ou bien ils ne sont que des investisseurs « momentum » déguisés, ce qui fonctionnera... jusqu'au jour où cela ne fonctionnera plus. Cependant, il ne servirait pas à grand-chose d'avoir raison sur les dangers de l'investissement passif ou de l'investissement fondé sur le momentum si, entre-temps, notre fonds avait dû fermer.

C'est dans ce contexte que nous mettons en œuvre certaines adaptations dans notre processus de gestion des fonds.

Mais permettez-moi de commencer par souligner ce qui ne changera pas. Notre mantra d'investissement consiste à :

1. Acheter les bonnes sociétés
2. Éviter de surpayer
3. Ne rien faire

Nous n'avons aucune intention d'investir dans autre chose que des entreprises de qualité, dont les caractéristiques leur permettent de composer leur valeur dans le temps mieux que la moyenne du marché, à des valorisations raisonnables, tout en offrant un socle fondamental pour la valeur de notre investissement en cas de dislocation du marché.

Cependant, il apparaît clairement que le troisième pilier de notre stratégie est celui qui nécessite le plus de changements, et notre taux de rotation du portefeuille a atteint un pic de 52 % au premier semestre de cette année, à mesure que nous opérons des ajustements significatifs dans le portefeuille. Toutefois, vous ne devez pas vous attendre à ce que ce niveau de rotation devienne la norme.

Sur un marché où des variations de cours de 33 % en une seule journée, même pour des grandes capitalisations, ne sont pas rares, une stratégie buy and hold (d'achat et de détention) ne peut fonctionner que si l'on n'est pas soumis aux flux, ce qui n'est pas notre cas. S'en tenir à notre approche actuelle pourrait bien se heurter à l'adage selon lequel le marché peut rester illogique plus longtemps que nous ne pouvons rester en activité. Vous devez donc vous attendre à ce que nous soyons plus actifs à l'avenir. Je m'attends toujours à ce que notre taux de rotation, et son coût, restent significativement inférieurs à ceux de la plupart des fonds actifs, mais il pourrait être plus élevé que notre moyenne historique.

Nous tiendrons davantage compte de la dynamique dans nos décisions d'investissement. Notamment, nous serons beaucoup

moins enclins à recourir à la technique éprouvée consistant à acheter des entreprises de qualité lorsqu'elles traversent un passage à vide. Cette approche a pourtant été utilisée avec succès, par exemple par Warren Buffett lorsqu'il a acquis la participation de Berkshire Hathaway dans American Express lors du scandale de l'huile de salade (à vérifier par vous-même), et par nous-mêmes lorsque nous avons acheté Microsoft à la fin du mandat de M. Ballmer en tant que CEO. Mais dans le marché actuel, porté par la dynamique, acheter des actions d'entreprises qui connaissent un passage à vide revient à tenter d'attraper le proverbial couteau qui tombe. Tout ce que nous récoltons, ce sont des doigts coupés, car la spirale baissière de leur cours est aggravée par l'effet d'amplification du momentum lié aux indices. Il convient de noter que M. Buffett a appliqué cette stratégie dans un fonds fermé qu'il contrôlait, et non dans un fonds ouvert.

Nous n'avons aucun désir de nous rapprocher de l'indice. Vous pouvez acheter des fonds indiciels, qui sont bien moins coûteux que nous ou que n'importe quel autre gestionnaire de fonds actif, quel serait l'intérêt de faire autrement ?

Je ne prétends avoir aucune clairvoyance sur la manière ou le moment où ce marché dominé par la gestion passive et le momentum prendra fin, si ce n'est pour dire que l'issue sera mauvaise. Il se peut qu'une prise de conscience survienne : celle que les investissements colossaux dans l'IA ne peuvent produire ni un rendement suffisant, ni un ou plusieurs gagnants clairement identifiés, ce qui pourrait faire dérailler ce marché. Ou encore que les effets destructeurs de l'IA sur d'autres secteurs pourraient être tels qu'ils perceraient la narration dominante du marché et/ou que les licenciements parmi les travailleurs rendus redondants par l'IA - travailleurs qui alimentent actuellement le boom de la gestion passive via leurs contributions aux plans 401(k), pourraient inverser ces flux et, par ricochet, le marché lui-même. Il est plus probable que ce soit quelque chose que nous ne pouvons pas prévoir. Après tout, une crise ne serait pas une crise si on pouvait la prévoir. Mais nous savons que les arbres ne montent pas jusqu'au ciel.

Au cours des six mois clos le 30 juin, nous avons exécuté une série de transactions reflétant notre volonté d'adapter notre stratégie aux conditions de marché actuelles et attendues :

Nous avons commencé à constituer des positions dans AppLovin, GE Vernova, Legrand, Mastercard, Netflix, Nextpower, Sage, The TJX Companies, TSMC, Uber, Veeva Systems et Yum! Brands.

Nous avons cédé ou avons commencé à céder : Atlas Copco,

Coloplast, Essilor Luxottica, Intuit, LVMH, Magnum Ice Cream, Mettler-Toledo, Nike, Novo Nordisk, Otis, Unilever, Wolters Kluwer, et Zoetis.

La justification de chaque vente et de chaque achat est présentée dans l'Annexe 2 de cette lettre. Les ventes ont souvent été motivées par un mélange complexe de facteurs, incluant un manque de momentum fondamental, des problèmes de management, ou simplement une valorisation excessive.

Nous sommes parfaitement conscients que, dans certains cas, nous avons vendu des titres en perte et/ou peu de temps après les avoir achetés. Nous sommes également conscients que certains des titres que nous achetons aujourd'hui ont déjà été achetés puis vendus par le passé, ou auraient pu être acquis à des prix bien plus bas ces dernières années. Mais ces titres n'évoluent pas en fonction du fait que nous les détenions ou non.

Un aperçu rapide des caractéristiques fondamentales du portefeuille qui en résulte est le suivant :

RCI	31 %
Marge brute	62 %
Marge opérationnelle	29 %
Conversion en espèces	92 %
Couverture des intérêts	43,0x
Rendement FCF	4,3 %

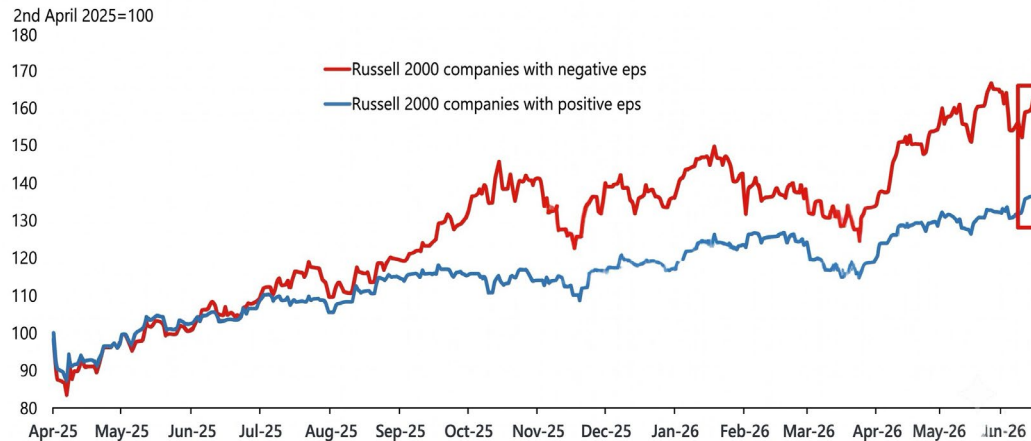
Source : Fundsmith, au 30 juin 2026

Nous espérons que cela confirme que nous n'avons pas abandonné notre stratégie consistant à détenir de bonnes entreprises à des valorisations raisonnables ou meilleures, mais que nous avons plutôt cherché à la raffiner.

Il convient de mentionner le rendement moyen pondéré du Free Cash Flow (« FCF ») qui s'établit à 4,3 %. Le rendement FCF du S&P 500 est désormais estimé à moins de 2 %, principalement parce que les flux de trésorerie de ses principaux composants - les grandes entreprises technologiques - ont été absorbés par les dépenses consacrées à la « course effrénée à l'investissement » en IA. Bien que cette valorisation relative soit normalement source d'optimisme, compte tenu des tendances récentes du marché, elle pourrait être une source d'inquiétude. Le graphique ci-dessous (qui porte sur l'indice Russell 2000) montre que les entreprises affichant des bénéfices négatifs, ou des pertes, pour employer le terme habituel,

enregistrent une performance supérieure à celles qui sont rentables et continuent de le faire.

Performance relative : des entreprises rentables par rapport aux entreprises non rentables



Source : ----

Le film qui vient à l'esprit est *It's a Mad, Mad, Mad, Mad World* (réalisé en 1963, avec Spencer Tracy, Sid Caesar, Mickey Rooney, Phil Silvers et Terry-Thomas).

La valorisation relativement faible de notre portefeuille est une source de réconfort pour ceux qui, comme nous, s'intéressent aux fondamentaux des entreprises, par opposition à ceux qui suivent une stratégie de momentum.

De plus, nous estimons que ces entreprises feront croître leur flux de trésorerie d'environ 14 % par an au cours des 3 à 5 prochaines années. Si tel est le cas, et beaucoup d'entre elles sont relativement prévisibles, elles seront soit encore plus faiblement valorisées, soit leurs cours auront augmenté pour refléter cette progression. Nous espérons que vous continuerez à investir avec nous pour voir cela se produire. Nous le serons.

Cordialement,

Terry Smith
CEO
Fundsmith LLP

ANNEXE 1 – Répartition

Qu'est-ce qui s'est bien passé pour nous au cours des six premiers mois de 2026 ? Voici les cinq principaux contributeurs positifs à la performance :

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

Source : Northern Trust

Fortinet et Texas Instruments sont évidemment des entreprises technologiques, mais aucune des deux n'est directement impliquée dans le phénomène de l'IA. Nous détenons Philip Morris depuis le lancement du fonds.

Les cinq principaux détracteurs de la performance de notre Fonds au cours de la période ont été :

Action	Répartition
LVMH	-1,2 %
Microsoft	-1,0 %
IDEXX	-1,0 %
Zoetis	-0,9 %
Mettler-Toledo	-0,8 %

Source : Northern Trust

Mettler-Toledo, LVMH et Zoetis ont été vendus pour les raisons exposées dans l'Annexe 2. Nous avons réduit nos positions dans IDEXX, pour des raisons de valorisation, ainsi que dans Microsoft.

Au premier semestre, la rotation de notre portefeuille a été de 52 %. Coût des opérations volontaires (opérations non liées aux rachats ou aux souscriptions) 4 199 598 € au cours du semestre (0,08 %). Le montant des frais courants pour les actions de capitalisation de classe T était de 1,09 % et, avec l'ajout du coût de toutes les opérations, le coût total de l'investissement s'est élevé à 1,17 %.

ANNEXE 2 – Ventes et Achats Ventes

Atlas Copco – La croissance organique a été anémique au cours des deux dernières années, ce qui, à notre avis, ne justifie pas un rendement FCF <3 % résultant de la forte hausse du cours de l'action au cours de l'année écoulée.

Coloplast - La croissance organique est passée d'une moyenne à long terme de 8 % à 6 %. Sans surprise, il y a également eu quelques ratés très médiatisés liés à des acquisitions.

EssilorLuxottica - Les marges plus faibles sur les lunettes intelligentes ont contraint l'entreprise à abandonner ses objectifs de profit à long terme. Cela reste une société très intéressante compte tenu de la montée des wearables et des lunettes intelligentes, mais une concurrence accrue dans ce segment est inévitable.

Intuit - Bien que nous ayons seulement racheté Intuit récemment, nous restons attentifs à la manière dont l'entreprise a réagi à la mauvaise acquisition de Mailchimp, qui était précisément la raison pour laquelle nous avons vendu le titre à l'origine. Le fait qu'ils publient désormais des résultats hors Mailchimp montre à la fois à quel point l'acquisition a été mauvaise, mais nous inquiète également cet état de déni persistant.

LVMH - Le marché clé chinois semble peu susceptible de se redresser tant que le marché immobilier ne se sera pas stabilisé. Les plans de succession familiale constituent également une préoccupation croissante.

Magnum Ice Cream Co. - L'entreprise est trop petite et trop illiquide pour que nous puissions construire une position significative.

Mettler-Toledo - La croissance sous-jacente jusqu'à présent cette année n'est que de 1 %, ce qui ne suffit pas à justifier sa valorisation traditionnellement premium.

Nike - Il est clair que tout redressement sous la direction du nouveau CEO Elliott Hill, après les dégâts causés durant la période de pandémie, prendra plus de temps que nous ne l'avions initialement anticipé, d'autant que la Chine et Converse continuent de poser problème.

Novo Nordisk - L'entreprise a transformé une position dominante dans la plus grande découverte pharmaceutique depuis des décennies en un désastre d'investissement.

Otis - La croissance de la maintenance et de la modernisation des ascenseurs n'a pas été suffisamment rapide pour compenser le recul de la construction neuve en Chine.

Unilever - Lorsque Hein Schumacher a été nommé PDG, nous avons poussé un soupir de soulagement après les années Poleman/Joep, marquées par une orientation « woke ». Il a déclaré qu'il n'avait aucune intention de se lancer dans des acquisitions ou des cessions d'activités avant d'avoir amené chacune des branches

de l'entreprise à atteindre les performances dont elles étaient capables, en les comparant aux meilleurs acteurs de leur secteur. Nous avons salué cette approche, fondée sur la discipline et la performance.

Après 18 mois, il a été licencié et le directeur financier Fernando Fernandes a été nommé PDG. Nous estimions que Fernandes était très compétent, à la fois comme dirigeant opérationnel et comme directeur financier. Cependant, sa nomination fut rapidement suivie par la cession de l'activité des crèmes glacés sous le nom Magnum Ice Cream Company, apparemment parce que sa chaîne de distribution distincte ne cadrerait pas avec le reste d'Unilever. À l'époque, nous avons demandé si cela constituait l'ensemble des cessions envisagées pour un avenir prévisible, et l'on nous avait répondu que oui.

Ceci a été suivi par l'annonce de l'intention de transférer le reste de l'activité alimentaire à McCormick.

Outre le fait que cela contredit ce qui nous avait été dit et ce que nous apprécions dans l'approche de Hein Schumacher, cette décision porte tous les signes distinctifs de Nelson Peltz, l'investisseur activiste qui siège au conseil. Nous avons vu Nelson en action depuis les années 1980. Nous ne sommes pas partisans de l'idée selon laquelle l'activité corporate permettrait de résoudre des problèmes fondamentaux. Nous ne sommes pas davantage partisans des conseils d'administration qui écoutent des activistes qui ne sont pas des investisseurs de long terme.

En outre, même si le management d'Unilever se débarrasserait de l'activité alimentaire, les actionnaires d'Unilever en resteraient propriétaires, et celle-ci serait gérée par l'équipe de McCormick. Nous les connaissons bien pour avoir détenu le titre, et nous ne sommes pas convaincus qu'ils soient suffisamment compétents pour gérer leur activité actuelle, encore moins une activité massivement élargie. McCormick affiche un ROIC qui est systématiquement à un chiffre.

Ah, et la structure de l'opération fait que nous n'avons pas la possibilité de voter.

Wolters Kluwer - Bien que nous continuions de penser qu'il s'agit d'une entreprise qui ne sera pas autant affectée par l'IA que ne le suggère sa valorisation actuelle, nous estimons qu'il existe de meilleures opportunités dans d'autres sociétés touchées par la « Saasocalypse ») telles que Sage et Veeva Systems, qui affichent des taux de croissance plus élevés et/ou des valorisations plus faibles.

Zoetis - Nous ne sommes pas impressionnés par la direction. Ils

n'ont pas su réagir efficacement au lancement de nouveaux génériques concurrents de leurs principales franchises, ni même s'exprimer clairement.

Achats

Secteur industriel :

GE Vernova - GE Vernova construit et assure la maintenance des turbines à gaz et des équipements de réseau électrique qui alimentent le monde moderne. Son « avantage compétitif » provient de la taille et des coûts de changement élevés propres aux infrastructures énergétiques : une fois ses turbines installées, les clients sont verrouillés dans des contrats de maintenance à forte marge, protégés contre l'inflation, et ce pour plusieurs décennies.

Contrairement aux ascenseurs et aux escaliers roulants, ces groupes électrogènes ne peuvent pas être entretenus par des fournisseurs indépendants, car toutes les technologies et tous les matériaux sont propriétaires. Les équipements de GE Vernova produisent environ un tiers de l'électricité mondiale. Croissance future dépend de la modernisation des réseaux électriques vieillissants, afin de gérer les hautes tensions nécessaires pour acheminer l'électricité du lieu de production vers le lieu de consommation, ainsi que du développement croissant de la production d'énergie « derrière le compteur » au sein des data centers dédiés à l'IA. Cette croissance est également assez prévisible, puisque le carnet de commandes actuel s'élève à 163 milliards de dollars (soit 4× les revenus attendus en 2025). Ils sont également le leader mondial des petits réacteurs nucléaires modulaires (SMR). Ils ont actuellement un seul projet commercial SMR (BWRX-300) en cours de construction dans le monde occidental, le premier déploiement au Canada devrait être terminé d'ici 2030. ROIC : environ 20 % mais en hausse rapide, rendement FCF : 2,6 %.

Legrand - Legrand est un fabricant français d'infrastructures physiques qui sous-tendent les systèmes électriques et numériques des bâtiments. Son avantage concurrentiel repose sur un réseau de distribution solidement établi et une forte fidélité à la marque parmi les électriciens, qui refusent de mettre en danger leur réputation en utilisant des composants qu'ils ne connaissent pas. Il fabrique des éléments ordinaires mais essentiels dans les bâtiments : des panneaux de sortie de secours, des prises électriques, jusqu'aux goulottes qui transportent les câbles dans les centres de données. Legrand détient près de 20 % de la part de marché mondial des dispositifs de câblage, ce qui signifie qu'environ 1 interrupteur et prise électrique sur 5 dans le monde est fabriqué par ses soins. Les opportunités de croissance proviennent de la demande croissante

pour des bâtiments intelligents et économes en énergie, ainsi que des systèmes spécialisés de distribution électrique destinés aux centres de données. ROIC : dans le bas de la fourchette des 20 %, rendement FCF : 4,4 %.

Nextpower - Nextpower fabrique des systèmes mécaniques et des logiciels permettant aux panneaux solaires de grande puissance de suivre la trajectoire du soleil tout au long de la journée. Son « avantage compétitif » repose sur une organisation de production flexible et externalisée, qui maintient des coûts fixes faibles, combinée à un logiciel de suivi propriétaire qui rend difficile le passage à un système concurrent une fois l'installation en place. La technologie de Nextpower augmente le rendement énergétique d'une installation solaire de 20 % à 30 % par rapport à des panneaux traditionnels fixés en position statique. La croissance est directement liée à la demande mondiale croissante en énergie renouvelable, notamment les solutions de production d'énergie propre pouvant être implantées à proximité des centres de données. Pour poursuivre son expansion dans les centres de données, Nextpower a acquis le fabricant de batteries Prevalon Energy pour 365 millions de dollars en mai 2026. ROIC : ~50 %, rendement FCF : 3,2 %.

Uber - Uber exploite une plateforme qui met en relation les utilisateurs avec des chauffeurs de VTC et de livraison de repas. Il repose sur un effet réseau bilatéral : davantage de chauffeurs réduisent les temps d'attente, ce qui attire plus de passagers et renforce fortement l'effet d'attraction de la plateforme, rendant quasi impossible pour les acteurs locaux de concurrencer efficacement sa position. Aujourd'hui, la plupart de ces challengers (Karhoo, Sidecar, Juno, Fasten, Hailo...) ont disparu et Uber a survécu. Les effets de réseau deviennent un atout majeur. Cela se reflète dans la trésorerie opérationnelle de l'entreprise, qui est passée de -4,3 milliards de dollars en 2019 à -445 millions de dollars en 2021 (dernière année négative) puis à 3,6 milliards de dollars en 2023 et au-delà de 10 milliards de dollars en 2025. Le réseau logistique d'Uber est énorme : il coordonne environ 42 millions de trajets et de livraisons chaque jour dans le monde. Les opportunités de croissance future incluent l'expansion dans la livraison de courses alimentaires et de colis, ainsi que l'intégration progressive de véhicules autonomes (« AV ») dans la flotte, afin de réduire drastiquement les coûts. Certains considèrent les AV comme une menace pour Uber, mais nous pensons qu'il est plus probable que Tesla, Waymo, etc. utilisent la distribution et les licences mondiales d'Uber pour atteindre les clients et maximiser l'utilisation de leurs ressources, plutôt que de devoir obtenir des licences, développer une application et convaincre des dizaines de millions de personnes de la télécharger. ROIC : autour de 20 %, rendement FCF : 7,4 %.

Services financiers :

Mastercard - Mastercard exploite un réseau de paiement numérique qui relie les consommateurs, les commerçants et les banques à travers le monde. Elle bénéficie d'un effet de réseau classique : plus les consommateurs utilisent la carte, plus les commerçants sont contraints de l'accepter, ce qui rend très difficile pour un nouvel entrant de reproduire ce modèle. Un nouvel entrant devrait négocier des accords et intégrer sa technologie avec la majorité des institutions financières mondiales. Bien que les paiements numériques paraissent omniprésents dans les pays développés, environ 1,4 milliard d'adultes dans le monde restent totalement non bancarisés. La croissance future dépend de l'intégration de cette population non bancarisée dans le système financier, du basculement des transactions en espèces restantes vers les paiements numériques, ainsi que de l'expansion dans les paiements inter-entreprises (B2B), un marché bien plus vaste que les paiements C2C ou C2B. Nous détenons désormais Visa et Mastercard dans le portefeuille, car les paiements constituent l'un des rares secteurs dont nous pensons qu'il continuera de croître, quelle que soit l'évolution de l'IA, et Mastercard comme Visa sont des entreprises d'excellente qualité. Cela nous permet d'atteindre une exposition > 6 % d'exposition au secteur des paiements sans prendre un risque excessif lié à un titre spécifique ni enfreindre les règles de concentration OPCVM. Par ailleurs, avec 46 % de l'ensemble des transactions mondiales encore effectuées en espèces et les paiements B2B représentant 85 % de la valeur totale des paiements mondiaux, il existe amplement de place pour que deux entreprises puissent croître et composer. ROIC : >75 %, rendement FCF : 4,5 %.

Soins de santé :

Veeva Systems - Veeva fournit des logiciels spécialisés en mode cloud, conçus spécifiquement pour les industries pharmaceutiques et des sciences de la vie. Ses logiciels suivent l'intégralité du cycle de vie d'un médicament, depuis les essais cliniques jusqu'à la fabrication et la commercialisation finale. Par exemple, lors d'un essai clinique pour un nouveau médicament, le Vault eTMF (Electronic Trial Master File) de Veeva est utilisé pour gérer les milliers de documents essentiels (protocoles d'essai, qualifications des investigateurs, approbations des comités d'éthique). L'eTMF est le coffre-fort numérique qui organise ces documents afin que la FDA ou l'EMA puissent les auditer à tout moment, garantissant que l'essai est sûr et conforme. Le Vault QMS (Quality Management System) de Veeva est utilisé sur les lignes de production. Si un lot de médicament est fabriqué à une mauvaise température, Vault QMS est le logiciel utilisé pour enregistrer l'écart, lancer une enquête et

assurer le suivi des mesures correctives et préventives (CAPA) afin de garantir que cela ne se reproduise plus.

Son « avantage compétitif » repose sur des coûts de changement extrêmement élevés : une fois qu'un laboratoire pharmaceutique a intégré Veeva pour gérer des essais cliniques stricts et la conformité réglementaire, il devient risqué et coûteux de le remplacer. Les entreprises pharmaceutiques changent rarement de solution après Veeva, car remplacer le logiciel risquerait de bloquer les essais cliniques ou la production de médicaments, ce qui coûterait bien davantage que les économies qu'un fournisseur moins cher pourrait offrir. De plus, migrer vers un nouveau système exige un effort massif et coûteux pour obtenir les approbations réglementaires strictes et transférer des données sensibles sans rompre les pistes d'audit légalement requises. Veeva détient environ 80 % de la part de marché des logiciels de gestion de la relation client pour l'industrie pharmaceutique, ce qui signifie que presque tout le secteur repose sur sa plateforme. La croissance est alimentée par la vente incitative de nouveaux modules logiciels auprès des clients existants et par l'utilisation d'agents IA pour gérer le travail administratif des essais cliniques, un processus aujourd'hui très intensif en main-d'œuvre. ROIC : le chiffre publié est d'environ 15 %, mais cela s'explique par un très important niveau de trésorerie. Hors liquidités, il est largement supérieur à 100 % ; rendement FCF : 5,7 %.

Technologies de l'information :

AppLovin - AppLovin fournit des logiciels et de l'intelligence artificielle qui aident les applications mobiles à trouver de nouveaux utilisateurs et à vendre des espaces publicitaires. C'est l'entreprise qui vous montre une publicité entre deux niveaux de Candy Crush ou de jeux mobiles similaires — une publicité que vous ne pouvez pas ignorer. Son « avantage concurrentiel » est AXON, un moteur de recommandation avancé basé sur l'IA. AXON crée un puissant effet de réseau en associant les bonnes publicités aux bons utilisateurs, ce qui génère de meilleurs rendements pour les annonceurs et des revenus plus élevés pour les développeurs d'applications, rendant la plateforme très difficile à quitter pour l'un comme pour l'autre. AXON peut augmenter les revenus d'AppLovin d'environ 20 % par an dans un avenir prévisible, simplement en améliorant le ciblage des utilisateurs. La plateforme d'AppLovin sert plus d'un milliard d'utilisateurs actifs quotidiens et génère des revenus publicitaires supérieurs au total combiné de Snap, Pinterest, Reddit et X. La croissance future dépend de l'extension de cette technologie basée sur l'IA, extrêmement rentable, au-delà de la promotion de nouveaux jeux mobiles, vers le e-commerce et potentiellement vers le marché de la publicité sur télévisions connectées (CTV). Contrairement à Alphabet et Meta, qui facturent la publicité en fonction du nombre de personnes qui voient ou cliquent sur l'annonce, AppLovin perçoit un

pourcentage des dépenses déclenchées par l'annonce. L'entreprise génère donc beaucoup plus de revenus lorsque ses publicités conduisent à l'achat de produits de plus grande valeur (par exemple une chambre d'hôtel chez Marriott ou des cosmétiques, plutôt qu'un jeu mobile à 5 dollars). Ils lancent également une plateforme en libre-service permettant aux petites et moyennes entreprises d'acheter des espaces publicitaires. ROIC : >100 %, rendement FCF : 3,6 %.

Sage - Nous avons remplacé notre position dans Intuit par Sage, l'autre acteur majeur des logiciels de comptabilité. Sage dépend beaucoup moins de la rémunération en actions, bénéficie d'une valorisation plus faible et n'a pas l'historique d'acquisitions destructrices d'Intuit. ROIC : 18 %, rendement FCF : 6,0 %.

TSMC - Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) est le plus grand fabricant mondial de puces en sous-traitance et assure la fabrication physique des semi-conducteurs conçus par des entreprises telles qu'Apple, Broadcom et Nvidia. Son « avantage compétitif » réside dans une avance technologique inégalée dans la fabrication des puces les plus petites, protégée par une barrière à l'entrée colossale : il faut 20 milliards de dollars pour construire une seule usine avancée. TSMC fabrique environ 90 % des semi-conducteurs les plus avancés au monde. La croissance future provient de la demande mondiale de puissance de calcul, notamment des puces nécessaires pour entraîner et exécuter les modèles d'IA. ROIC : 33 %, rendement FCF : 2,7 %.

Biens de consommation discrétionnaire :

The TJX Companies - TJX est la société mère des enseignes de distribution « hors prix » tels que TJ Maxx (TK Maxx en Europe) et Marshalls. L'entreprise dispose d'une chaîne d'approvisionnement extrêmement agile et entretient depuis des décennies des relations étroites avec des marques de vêtements premium, ce qui lui permet d'acheter des surstocks à des prix fortement décotés. TJX s'appuie sur un réseau de plus de 1 400 acheteurs spécialisés qui s'approvisionnent auprès de 21 000 fournisseurs mondiaux différents et crée pour les clients une expérience d'achat imprévisible, de type « chasse au trésor » que l'e-commerce peine à reproduire. La croissance provient de l'expansion du parc de magasins physiques et de la prise de parts de marché aux grands magasins traditionnels. ROIC : 33 %, rendement FCF : 3,1 %.

Yum! Brands – Yum! Brands est la société mère de grandes chaînes de restauration rapide, dont KFC, Taco Bell et Pizza Hut. Cependant, elle vend enfin Pizza Hut, ce qui a fortement pesé sur les résultats globaux. Elle bénéficie d'une reconnaissance mondiale, d'un modèle de franchise, ainsi que d'économies d'échelle en matière de

marketing et d'achats alimentaires, que les restaurants indépendants ne peuvent égaler. La rapidité de son expansion internationale constitue l'un de ses principaux arguments commerciaux : Yum! Brands ouvre un nouveau restaurant quelque part dans le monde environ toutes les deux heures, 365 jours par an. La croissance future dépendra de la poursuite de cette expansion agressive du réseau de franchise sur les marchés émergents et de l'amélioration des systèmes de commande et de livraison numériques. Il existe également des opportunités significatives à court terme pour KFC aux États-Unis, où la marque a sous-performé, et pour Taco Bell hors des États-Unis. ROIC : 50 %, rendement FCF : 4,0 %.

Services de communication :

Netflix - Netflix est le pionnier du divertissement en streaming par abonnement. Il dispose d'une vaste base d'abonnés qui finance un budget de contenu annuel de plus de 17 milliards de dollars, un niveau que les concurrents plus petits ne peuvent tout simplement pas égaler sans perdre de l'argent. Netflix représente désormais près de 8 % de l'ensemble du temps passé devant un écran de télévision aux États-Unis, soit davantage que n'importe quel réseau de télévision traditionnel, ce qui souligne à la fois sa position dominante et son potentiel de croissance. La croissance future sera stimulée par son nouvel abonnement avec publicité, par la répression du partage de mots de passe, ainsi que par l'expansion de contenus locaux dans les marchés internationaux émergents. L'abonnement avec publicité compte 250 millions d'utilisateurs actifs par mois, dont 45 % aux États-Unis. Après avoir mis fin au partage de mots de passe en 2024, Netflix a ajouté 41 millions de nouveaux abonnés (pour un total de 325 millions). La plateforme se tourne également de plus en plus vers le sport en direct, avec des matchs de la NFL le jour de Noël et des combats de « boxe » tels que Mike Tyson vs Jake Paul. Pourquoi maintenant ? Lorsque Netflix était en phase de croissance, de nombreux concurrents existaient (Hulu, Discovery+, Tubi, Disney+, HBO Max, etc.). Les effets de réseau liés au streaming et à la production de contenus fonctionnaient donc moins bien : la plateforme devait se battre à la fois pour attirer les clients et pour sécuriser les contenus. Aujourd'hui, nombre de ces rivaux ont échoué ou perdent des utilisateurs, ce qui met en évidence la qualité de « l'avantage compétitif » de Netflix, mais crée également une opportunité, puisque ces clients reviennent vers Netflix. ROIC : >30 %, rendement FCF : 3,8 %.

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 et 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 et Bloomberg, sauf indication contraire.

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

Données au 30 juin 2026, 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 30 juin 2026, 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 finaux. 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.