

Januar 2025

Sehr geehrte Anleger/-rinnen,

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

% Gesamterträge	1. Jan. bis 31. Dez. 2024	Auflegung bis 31. Dez. 2024		Sortino- Verhältnis ⁵
		Kumuliert	Annualisiert	
Fundsmith Equity Fund, T-Klasse EUR ¹	+13,6	+541,8	+15,2	0,79
MSCI World Index EUR ²	+26,6	+432,7	+13,5	0,65
Europäische Anleihen ³	+0,3	+57,8	+3,5	
Barmittel ⁴	+3,7	+5,5	+0,4	
Fundsmith Equity Fund I-Klasse CHF ¹	+15,7	+336,1	+12,2	
MSCI World Index CHF ²	+29,0	+284,9	+11,2	
Fundsmith Equity Fund I-Klasse USD ¹	+6,9	+278,1	+11,9	
MSCI World Index USD ²	+18,7	+219,3	+10,3	
Fundsmith Aktienfonds I-Klasse GBP ¹	+8,7	+324,6	+14,4	
MSCI World Index GBP ²	+20,8	+263,5	+12,8	

¹ Thesaurierende Anteile, abzüglich Gebühren, bewertet um 13:00 Uhr MEZ, Auflegungsdatum, **EUR T:** 2.11.11, **CHF I:** 5.4.12, **USD I:** 13.3.13, **GBP I:** 15.4.14, Quelle: Bloomberg. Hinweis: Die Performance vor März 2019 bezieht sich auf den Fundsmith Equity Fund Feeder

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

³ Bloomberg/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr., Quelle: Bloomberg

⁴ € Zinssatz, Quelle: Bloomberg

⁵ Das Sortino-Verhältnis liegt seit Auflegung am 2.11.11 bis 31.12.24 bei 3,5 % risikofreier Rate, Quelle: Financial Express Analytics
Der Fonds wird nicht unter Bezugnahme auf einen Referenzindex verwaltet. Die vorstehenden Vergleichsgrößen dienen nur zu Informationszwecken.

Da wir das Währungsrisiko nicht absichern, ist der Hauptunterschied in der Performance zwischen den Währungsanteilklassen die Währungsbewegungen im Jahr. Die relative Performance im Vergleich zum MSCI World Index („Index“) ist daher für jede Anteilsklasse ähnlich. Der Fonds entwickelte sich 2024 schlechter als dieser Vergleichswert, aber eine längerfristige Perspektive kann nützlich sein und stimmt sicherlich besser mit unseren Anlagezielen und unserer Strategie überein. Seit ihrer Auflegung haben die in der Tabelle aufgeführten Anteilsklassen eine deutlich überdurchschnittliche Wertentwicklung erzielt. Die thesaurierenden Anteile der T-Klasse haben seit Auflegung eine Rendite von 1,7 % p.a. mehr als der MSCI World Index erzielt und dies bei deutlich geringerer Kursvolatilität nach unten, wie das Sortino-Verhältnis von 0,79 gegenüber 0,65 für den Index zeigt. Das bedeutet einfach, dass der Fonds für jede Einheit der Kursvolatilität eine Rendite von ca. 22 % $((0,79 \div 0,65) - 1) \times 100$ über dem Index erzielt hat.

Eine Wertentwicklung über jener des Marktes oder gar eine positive Rendite ist nicht etwas, was Sie von unserem Fonds in jedem Jahr oder Berichtszeitraum erwarten sollten, und die überdurchschnittliche Wertentwicklung gegenüber dem Markt war 2024 erneut schwieriger als üblich. Nur fünf Aktien (die „Fab Five“?), Nvidia, Apple, Meta, Microsoft und Amazon, lieferten im Jahr 2024 45 % der Renditen des S&P 500 Index („S&P 500“). Dies ähnelt der Renditekonzentration der sogenannten Magnificent Seven im Jahr 2023. Darüber hinaus erzielte eine einzelne Aktie – Nvidia – im Jahr 2024 über 20 % der Renditen des S&P 500.

Die Renditekonzentration in einigen wenigen Technologieunternehmen ist jedoch kein rein US-amerikanisches Phänomen. In Deutschland stammten 41 Prozent der Rendite des DAX-Index von einer einzigen Aktie – SAP, dem Softwareunternehmen, dessen Aktienkurs um 69 Prozent gestiegen ist, sodass es nun nur noch mit dem 97-fachen seines Gewinns gehandelt wird.

Unser Fonds hält einige, aber nicht alle dieser Aktien, und eine Performance im Einklang mit dem Index war schwierig, es sei denn, man hielt diese Aktien zumindest im Einklang mit ihrer Indexgewichtung. Ich versuche nicht, zu erklären, warum wir nicht alle diese Aktien besitzen, aber ich werde auf diesen Punkt später in diesem Schreiben näher eingehen.

Wenn ich mir den individuellen Aktienbeitrag zur Performance ansehe, beginne ich lieber mit den Problemen. Die fünf Positionen mit den größten negativen Auswirkungen auf die Performance des Fonds im Jahr 2024 waren:

Aktie	Zuweisung
L'Oréal	-1,6 %
IDEXX	-1,1 %
Nike	-0,7 %
Brown-Forman	-0,7 %
LVMH	-0,5 %

Quelle: Northern Trust

Sowohl L'Oréal als auch LVMH wurden negativ durch Ereignisse in China

beeinflusst, wo die Wirtschaft unter der Last eines festgefahrenen Wohnimmobiliensektors und den damit verbundenen Kreditproblemen leidet. In beiden Fällen ändert dies nichts an unserer Ansicht, dass es sich um grundsätzlich sehr gute Unternehmen handelt. Darüber hinaus ist die gute Nachricht, dass Geschäftssegmente, die schlecht abschneiden, an Bedeutung verlieren. China war in der Vergangenheit das größte Land bzw. die größte Region für den Verkauf von Luxusgütern weltweit, aber die jüngste Performance hat das Land hinter Amerika und vielleicht sogar Europa zurückgeworfen, sodass die Auswirkungen seiner Probleme mit der Zeit möglicherweise nachlassen können.

IDEXX, das Testgeräte und Materialien für die Veterinärmedizin herstellt, leidet unter einem Rückgang der Tierarztbesuche nach dem Ansturm auf die Adoption von Haustieren während der Pandemie. Als Branchenführer in einem Bereich mit echten langfristigen Wachstumsaussichten und einer Aktie, bei der wir wahrscheinlich Schwierigkeiten haben würden, unsere Position zurückzukaufen, wenn wir sie verkaufen würden, beabsichtigen wir, IDEXX weiterhin zu halten und die derzeitige unterdurchschnittliche Wertentwicklung hinzunehmen.

Nike ist eine Aktie, die wir nach dem Kursrückgang während der Pandemie gekauft haben, als die Anleger davon überzeugt schienen, dass der Umsatz mit Sportschuhen deutlich zurückgehen würde. Tatsächlich hatte Nike große Fortschritte im Online-Marketing und bei der Auftragserfüllung gemacht. Nicht bewusst war uns, dass die damalige Geschäftsleitung diesen Erfolg in ein Problem umwandeln würde, indem sie den traditionellen Filial-Einzelhandelskanal, der sich nach dem Ende der Pandemie erholt hatte, ignorierte und damit buchstäblich die Tür für den Wettbewerb öffnete. Um fair zu sein, gab es auch andere Probleme wie eine zunehmende Abhängigkeit von Mode und weniger von traditionellen sportlichen Aktivitäten. Die gute Nachricht ist jedoch, dass in diesem Jahr ein CEO-Wechsel stattgefunden hat. Es gibt viele Kommentatoren, die die Gründe für den Erfolg der US-Wirtschaft erörtern. Vielleicht ist ein Grund ein schnellerer Finger auf dem Auslöser, wenn Top-Führungskräfte nicht liefern. In diesem Zusammenhang stellen wir fest, dass die Aktien von Unilever im Jahr 2024 um 20 % gestiegen sind. Wir warten auf die Entwicklungen der neuen Geschäftsführung von Nike, die schließlich den noch dominanten Marktanteil in der Branche vererbt bekommen hat.

Brown-Forman, einer der fünf weltweit führenden Getränkehersteller und « Destillerie » von Jack Daniel's Tennessee Whiskey, hat unter dem Rückgang des Konsums infolge der Pandemie-Höchststände gelitten und sieht wahrscheinlich frühe Anzeichen der negativen Auswirkungen von Medikamenten zur Gewichtsreduktion. Wir haben unsere Beteiligung an Diageo im Laufe des Jahres verkauft, worauf ich später näher eingehen werde. Aber das Halten von Brown-Forman sichert uns einen Fuß in einem Sektor, der seit langem gute Geschäftsmerkmale aufweist. Ein Sektor, der die potenziellen Vorteile der Familienkontrolle genießt, die eine gute langfristige Entscheidungsfindung fördern kann, und eine stärkere Ausrichtung auf Premium-Spirituosen hat als Diageo, die dazu beitragen kann, die Auswirkungen von Medikamenten zur Gewichtsreduktion zu vermeiden

(„weniger trinken, aber bessere Qualität“). Brown-Forman ist ein Unternehmen, das die Prohibition überlebt hat, daher hoffen wir, dass es buchstäblich etwas in seiner DNA hat, das unter diesen widrigen Umständen helfen kann.

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

Aktie	Zuweisung
Meta Platforms	+4,5 %
Microsoft	+1,9 %
Philip Morris	+1,7 %
Stryker	+1,6 %
Automatic Data Processing	+1,5 %

Quelle: Northern Trust

Für Meta und Microsoft werde ich einfach meinen Kommentar aus dem letztjährigen Brief wiederholen, allerdings mit aktualisierter Häufigkeit:

Die Performance von Meta Platforms (ehemals Facebook) lässt mich fragen, ob ich einen Fonds haben sollte, der jedes Jahr nur in die eine Aktie in unserem Portfolio investiert, für die wir die kritischsten Kommentare erhalten haben. Meta erscheint zum *dritten* Mal in dieser Liste der Unternehmen mit den Top-Beiträgen, während Microsoft zum *neunten* Mal dort auftaucht, wobei es scharfe Kritik hagelte, als wir 2011 damit begonnen haben, die Aktie zu einem Preis von rund 25 USD pro Aktie zu kaufen (Jahresschlusskurs 2023: 376 USD). Der Jahresendpreis 2024 betrug 422 USD.

Philip Morris steht zum dritten Mal auf unserer Liste und zeigt weiterhin die Vorteile seines branchenführenden Wechsels hin zu Produkten mit reduziertem Risiko (Reduced Risk Products, „RRPs“), wie z. B. Tabakprodukte, die erhitzt, aber nicht verbrannt werden, und seine Übernahme von Swedish Match mit seinem Nikotinbeutelgeschäft. Man kann an den Menschen, die sie ablehnen, erkennen, wenn manche Dinge richtig sind. Die Regierungen und dysfunktionalen Gesundheitsorganisationen, die sich gegen diese RRP aus gesprochen haben, die sich als wertvolle Hilfe bei der Reduzierung des Risikos für Raucher erweisen, sind ein weiterer Indikator dafür, dass Philip Morris auf dem richtigen Weg ist.

Stryker, zum fünften Mal auf der Liste, profitiert von der Arbeit am Rückstand an geplanten chirurgischen Eingriffen, der sich während der Pandemie aufgebaut hat.

ADP, zum zweiten Mal vertreten, setzt seine metronomische Performance fort. In puncto Performance übertrifft das Unternehmen selten die Erwartungen, enttäuscht aber auch nicht, was es zu einer guten Aktie für unsere Strategie macht.

Angesichts der Anzahl der wiederholten Auftritte in unseren Top-5-Positionen bin ich versucht, eines unserer Mantras zu wiederholen: „Man verdient Geld mit alten Freunden“. Zwei dieser alten Freunde, die in der Vergangenheit

mehrmals zu diesen Top-Positionen gehörten, nämlich L'Oréal und IDEXX, waren in diesem Jahr jedoch der Performance abträglich. Wenn überhaupt würde ich das als vorübergehende Störung in ihrem Langzeitrekord betrachten und wir beabsichtigen, (weitgehend) geduldig auf eine Rückkehr zu alter Form zu warten. Unserer Meinung nach ist das Unternehmen einfach zu gut, um es zu verkaufen und zu riskieren, nicht darin investiert zu sein, wenn sich die Zeiten wieder ändern.

Wir wenden weiterhin eine einfache Anlagestrategie in drei Schritten an:

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

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

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

Jahresende	Fundsmith Equity Fund Feeder/Sicav Portfolio								S&P 500	FTSE 100
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024	2024
ROCE	28 %	29 %	29 %	25 %	28 %	32 %	32 %	31 %	16 %	17 %
Bruttomarge	63 %	65 %	66 %	65 %	63 %	63 %	63 %	64 %	45 %	42 %
Operative Marge	26 %	28 %	27 %	23 %	26 %	27 %	29 %	30 %	16 %	15 %
Cash Conversion	102 %	95 %	97 %	101 %	96 %	88 %	91 %	86 %	85 %	90 %
Zinsdeckung	17x	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	9x	9x

Quelle: Fundsmith LLP/Bloomberg.

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

Die Verhältnisse 2017–2019 basieren auf den letzten gemeldeten Geschäftsjahresabschlüssen zum 31. Dezember und für 2020–24 auf den zurückliegenden zwölf Monaten und gemäß der Definition von Bloomberg.

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

Im Jahr 2024 waren die operativen Gewinnmargen in den Portfoliounternehmen höher als in der Vergangenheit. Die Bruttomargen und die Kapitalrendite blieben stabil. Wichtig ist, dass alle diese Kennzahlen deutlich besser bleiben als die Unternehmen in den Hauptindizes (zu denen auch unsere Unternehmen gehören). Wenn Sie in einer Zeit der Inflation Aktien von Unternehmen besitzen, ist es außerdem besser, Aktien von Unternehmen mit hohen Renditen und Bruttomargen zu besitzen.

Konsistent hohe Kapitalrenditen sind ein Zeichen, auf das wir bei der Suche nach Unternehmen, in die investiert werden soll, achten. Ein anderes Zeichen

ist eine Wachstumsquelle – hohe Renditen bringen nicht viel, wenn das Unternehmen nicht in der Lage ist, zu diesen hohen Raten zu wachsen und mehr Kapital einzusetzen. Wie haben sich unsere Unternehmen 2024 in dieser Hinsicht entwickelt? Der gewichtete durchschnittliche freie Cashflow (die Barmittel, die die Unternehmen generieren, nachdem sie alles außer die Dividende bezahlt haben und unsere bevorzugte Kennzahl) stieg 2024 um 15 %.

Die einzige Kennzahl, die weiterhin hinter ihrer historischen Performance zurückbleibt, ist die Cash Conversion – der Grad, zu dem Gewinne in Bargeld geliefert werden. Obwohl sich diese im Jahr 2023 leicht auf 91 % erholt hat, liegt sie noch unter ihrem historischen Niveau von rund 100 % und ist 2024 wieder auf 86 % zurückgegangen. Grund dafür war ein stark gestiegener Investitionsaufwand bei einer kleinen Unternehmensgruppe: Alphabet, Microsoft, Meta und Novo Nordisk. Novo betreibt mit Hochdruck den Ausbau seiner Produktionskapazitäten, um der Nachfrage nach seinem Gewichtsverlustmedikament Wegovy gerecht zu werden. Das Unternehmen schloss das Jahr mit einer Investition von 10 Milliarden Euro in drei neue Produktionsstandorte ab. Die Technologieunternehmen wetteifern darum, die Kapazitäten künstlicher Intelligenz („KI“) in Form von GPU-Chips und Rechenzentren aufzubauen. Ob dieses Wettrüsten für die ausgegebenen Beträge angemessene Gewinne und Erträge bringt, bleibt offen. Eine Frage, auf die ich später zurückkommen werde. Zumindest Novo baut Kapazitäten auf, um ein Arzneimittel herzustellen, für das eine etablierte Nachfrage besteht, das rentabel ist und bei dem das Unternehmen derzeit einen Wettbewerbsvorteil hat.

Das durchschnittliche Gründungsjahr unserer Portfoliounternehmen lag zum Jahresende bei 1920. Gemeinsam sind sie über ein Jahrhundert alt.

Im zweiten Teil unserer Strategie geht es um die Bewertung. Die gewichtete durchschnittliche Free-Cash-Flow („FCF“) Rendite (der als Prozentsatz des Marktwerts generierte Free-Cash-Flow) des Portfolios betrug zu Beginn des Jahres 2024 3,0 % und zum Ende des Jahres 3,1 %. Die mittlere FCF-Rendite des S&P 500 betrug zum Jahresende 3,7 %.

Unser Portfolio besteht aus Unternehmen, die im Wesentlichen viel besser sind als der Durchschnitt der Unternehmen im S&P 500. Daher ist es keine Überraschung, dass sie höher bewertet sind als das durchschnittliche Unternehmen im S&P 500. Das allein macht die Aktien auch nicht zwangsläufig teuer, genauso wie ein niedriges Rating eine Aktie nicht billig macht. Wir gehen jedoch davon aus, dass ein Teil dieses Bewertungsunterschieds im Jahr 2025 verschwinden wird, wenn sich die Cash Conversion unserer Portfoliounternehmen wie erwartet verbessert.

In Bezug auf den dritten Teil unserer Strategie, den wir kurz als „Nichts tun“ beschreiben, bleibt die Minimierung des Portfolioumschlags eines unserer Ziele. Dies wurde mit einem Portfolioumschlag von -1,2 % im Berichtszeitraum erneut erreicht. Hilfreicher ist es vielleicht, zu wissen, dass wir insgesamt nur 0,004 % (weniger als die Hälfte eines Basispunkts) des durchschnittlichen

Werts des Fonds im Laufe des Jahres für freiwilligen Handel ausgegeben haben (ohne Handelskosten im Zusammenhang mit Zeichnungen und Rücknahmen, da diese unfreiwillig sind). Wir haben drei Unternehmen verkauft und zwei gekauft. Wie im letzten Jahr mag das den Anschein geben, dass dies eine Menge an Namen für wenig Umschlag sind, da die Größe der verkauften oder gekauften Beteiligung in einigen Fällen klein war. Von den Portfoliounternehmen halten wir seit der Gründung 2011 sieben, neun seit über zehn Jahren und 15 seit über fünf Jahren.

Warum ist dies so wichtig? Es trägt dazu bei, Kosten zu minimieren, und die Minimierung der Investitionskosten leistet einen wesentlichen Beitrag dazu, dass Anleger ein zufriedenstellendes Ergebnis erzielen. Zu oft konzentrieren sich Anleger, Kommentatoren und Berater, in einigen Fällen obsessiv, auf die jährliche Verwaltungsgebühr („AMC“) oder die laufenden Gebühren („OCF“), die einige Kosten über die AMC hinaus umfassen, die dem Fonds in Rechnung gestellt werden. Die OCF für 2024 für die thesaurierenden Anteile der T-Klasse betrug 1,08 % (Anteile der I-Klasse 0,94 %). Das Problem besteht darin, dass die OCF ein wichtiges Kostenelement nicht enthält – die Handelskosten. Wenn ein Fondsmanager durch Kauf oder Verkauf handelt, entstehen dem Fonds in der Regel die Kosten für Provisionen, die an einen Makler gezahlt werden, die Geld-Brief-Spanne auf die gehandelten Aktien und in einigen Fällen Transaktionssteuern wie Stempelsteuern im Vereinigten Königreich. Dies kann die Kosten eines Fonds erheblich erhöhen, ist jedoch nicht in der OCF enthalten.

Wir stellen unsere eigene Version dieser Gesamtkosten einschließlich Handelskosten zur Verfügung, die wir als Gesamtinvestitionskosten („Total Cost of Investment, TCI“) bezeichnet haben. Für die thesaurierenden Anteile der T-Klasse betragen die TCI im Jahr 2024 1,09 % (Anteile der I-Klasse 0,95 %), einschließlich aller Kosten für den Handel mit Zu- und Abflüssen aus dem Fonds, nicht nur für unseren freiwilligen Handel. Wir freuen uns, dass unsere TCI unter Berücksichtigung der Transaktionskosten nur 0,01 % (1 Basispunkt) über unserer OCF liegt. Wir möchten jedoch erneut davor warnen, dass Sie sich nicht so stark auf die Gebühren konzentrieren, dass Sie den Fokus auf die Performance der Fonds verlieren. Es sei darauf hingewiesen, dass die Performance unseres Fonds, die zu Beginn dieses Schreibens aufgeführt wird, sich nach der Berechnung aller Gebühren versteht, was sicherlich der Hauptfokus sein sollte.

Im Laufe des Jahres haben wir unsere Anteile an Diageo, McCormick und Apple verkauft.

Diageo, das wir seit seiner Gründung besessen hatten, zeigte Probleme mit seiner neuen Geschäftsführung, was sich in einem Mangel an Informationen über sein lateinamerikanisches Geschäft zeigte, das in diesem Bereich weitaus schlechtere Ergebnisse erzielte als der Sektor. Darüber hinaus vermuten wir, dass sich die gesamte Getränkebranche in den frühen Phasen negativer Auswirkungen von Medikamenten zur Gewichtsreduktion befindet. In der Tat scheint es wahrscheinlich, dass die Medikamente aufgrund ihrer Wirkung auf den Konsum schließlich zur Behandlung von Alkoholismus eingesetzt werden.

Wir haben McCormick verkauft, da wir enttäuscht waren über die langsame Reaktion des Unternehmens auf die Weitergabe der gestiegenen Inputkosten, was zu einer Margenkompression führte. Zudem ist das Unternehmen stärker dem Wettbewerb durch Eigenmarken ausgesetzt, da die Inflation die Verbraucher dazu veranlasst hat, auf günstigere Alternativen umzusteigen.

Wir begannen vor zwei Jahren mit dem Kauf von Apple zu einem Preis von etwa 156 USD, als das KGV unter dem S&P 500-Durchschnitt lag und das Wachstum der Dienstleistungsumsätze uns gewissermaßen davon überzeugt hatte, dass das viel diskutierte Ökosystem, das seine Benutzer an die Produkte bindet, wirklich existieren könnte. Wir hatten eine Reihe von Berichtsperioden richtig vorausgesehen, in denen das Umsatzwachstum schwach sein würde, und haben daher eine kleine Beteiligung gekauft, in der Hoffnung, diese aufzustocken, wenn die schlechte Umsatzentwicklung letztendlich der Vergangenheit angehören würde. Wir hatten Recht bei der Umsatzentwicklung – der Umsatz stieg im letzten Jahr nur um 2 %. — Falsch lagen wir aber beim Aktienkurs, der stark gestiegen ist, was zu einer Bewertung der Aktien um rund 50 % höher als der S&P 500 führte. Vor diesem Hintergrund wollten wir keine weiteren Aktien kaufen und da die Aktie einen Platz in unserem Portfolio beanspruchte, verkauften wir unseren Anteil.

Im Laufe des Jahres haben wir mit dem Erwerb von Anteilen an Atlas Copco und Texas Instruments begonnen.

Atlas Copco ist ein schwedisches Industrieunternehmen, das Kompressoren, Vakuumeräte, Elektro- und Druckluftwerkzeuge herstellt und drei Eigenschaften aufweist, die wir attraktiv finden:

- Es lagert einen Großteil seiner Produktion aus, wodurch es kapitalleicht ist, was die Renditen steigert;
- es ist mit über 600 Betriebseinheiten, die über eine erhebliche Autonomie bei der Betreuung ihres lokalen Marktes verfügen, stark dezentralisiert und
- es gibt eine beherrschende Beteiligung des Familienunternehmens Wallenberg, die zu einer langfristig guten Entscheidungsfindung führen dürfte, da das Unternehmen in diesem Jahr seit 151 Jahren im Geschäft ist.

Texas Instruments ist ein Hersteller von analogen und eingebetteten Mikroprozessoren, die in einer Vielzahl von Verbraucher- und Industriegeräten, Automobilen und Kommunikationsgeräten zum Einsatz kommen. Er investiert vor einem wahrscheinlichen Aufschwung im Halbleiterzyklus, obwohl nun offensichtlich ist, dass es keinen einzigen Zyklus gibt. Die Nachfrage nach GPUs, wie Nvidia sie herstellt, befindet sich bei weitem nicht im Abwärtszyklus, ganz im Gegenteil, und es gibt deutliche Unterschiede zwischen dem Zyklus für reguläre Chips für Automobile und Chips für Elektrofahrzeuge oder Chips für andere Geräte sowie Unterschiede zwischen den Regionen. Texas

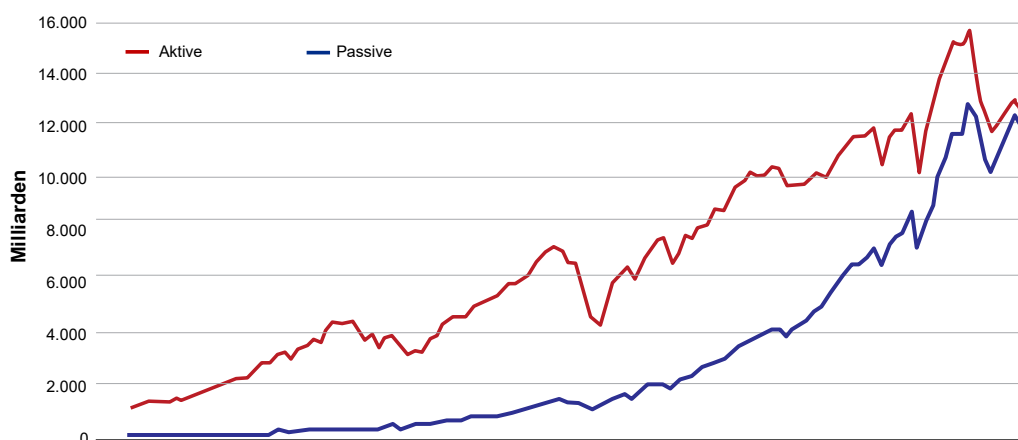
Instruments investiert jedoch schon seit langem weit vor dem Aufschwung der Nachfrage und erzielt daraus attraktive Renditen. Das Unternehmen profitiert auch vom Onshoring der Halbleiterfertigung, um die geopolitischen Risiken Taiwans und Chinas zu vermeiden.

Letztes Jahr habe ich in diesem Schreiben einige Zeit damit verbracht, über das steigende Interesse an KI als eine der treibenden Kräfte hinter dem Aufstieg der meisten Glorreichen Sieben und insbesondere Nvidia zu sprechen. Dieser Boom/Hype (nennen Sie es, wie Sie wollen) hat sich im Jahr 2024 fortgesetzt, aber einige seiner Merkmale haben sich geändert. Zum einen ist er vielleicht fokussierter geworden. Er galt als Treiber für die Aktienkurse von Unternehmen, die wir zuvor gehalten hatten, wie Adobe und Intuit, die beide bei uns in Ungnade verfallen waren, da sie sich an überbewerteten und scheinbar schlecht durchdachten Akquisitionen oder Akquisitionsversuchen beteiligten. Beide blieben im Jahr 2024 deutlich hinter dem Markt zurück, da die Anleger anscheinend realisierten, dass KI möglicherweise keinen unmittelbaren und/oder universellen Nutzen bringt und tatsächlich sogar schädlich sein könnte. Umgekehrt hat dies dazu geführt, dass sich die Aufmerksamkeit der Investoren auf weniger reale unmittelbare Begünstigte des KI-Booms wie Nvidia konzentriert hat.

Während dieser Zeit haben sich Kommentatoren häufig gefragt, ob es sich bei dem KI-Boom um dasselbe Phänomen wie die Dotcom-Ära handelt, das daher ein ähnliches Ende haben wird. Als Reaktion darauf bin ich versucht, Mark Twain zu zitieren: „Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich.“ Zweifellos ist ein Teil der KI-Begeisterung simpler Hype, wie es auch die Dotcom-Manie war, aber es gibt ein paar wichtige Unterschiede:

1. Das führende Unternehmen im KI-Boom, Nvidia, ist sehr profitabel, wenn auch mit einigen Abschwüngen in der Vergangenheit, während im Dotcom-Boom ein Großteil der Aktienkurs-Performance in Ermangelung von Gewinnen oder sogar Erträgen durch Klicks und Aufrufe angetrieben wurde. Selbst Unternehmen wie Amazon, die nach dem Dotcom-Zusammenbruch wie Phoenix aus der Asche aufsteigen sollten, waren noch nicht profitabel; und
2. der Aufstieg der sogenannten Passiv- oder Indexfonds.

Der Aufstieg der Indexfonds



This fund is authorised in Luxembourg and regulated by the *Commission de Surveillance du Secteur Financier*.

Quelle: Morningstar.

Ende 2023 überstieg die passive Anlage über Indexfonds erstmals den Vermögensbestand aktiver Fonds. Sie machen mittlerweile mehr als die Hälfte der verwalteten Vermögenswerte („AUM“) aus. Während des Dotcom-Booms befanden sich jedoch nur rund 10 % des verwalteten Vermögens in passiven Fonds. Wie immer helfen wir mit den Bezeichnungen, die wir manchmal bei Investitionen verwenden, nicht immer beim Verständnis. Indexfonds sind keine wirklich passive Strategie. Es gibt vielleicht keinen Fondsmanager, der Anlageentscheidungen trifft, sondern eine solche Indexanlage ist tatsächlich eine Momentum-Strategie.

Die überwiegende Mehrheit der Indexfonds ist nach Marktkapitalisierung gewichtet, ähnlich wie die Indizes, auf denen sie basieren. Die Größe der Beteiligungen in Unternehmen im Indexfonds basiert auf ihrem Marktwert im Vergleich zum Marktwert des Index. Wenn es also Zuflüsse zu Indexfonds gibt, geht der größte Anteil an die größten Unternehmen, und umgekehrt, wenn es Abflüsse gibt.

Das Ergebnis ist, dass Geld aus aktiven Fonds und in Indexfonds fließt, was die Performance der größten Unternehmen antreibt, die Aktienwerte haben, die sich bereits gut entwickelt haben, so dass sie nach Marktwert die größten Unternehmen wurden.

Dies ist eine sich selbst verstärkende Rückkopplungsschleife, die so lange funktioniert, bis sie irgendwann nicht mehr funktioniert. Wenn es beispielsweise zu einem Konjunkturabschwung kommt, der zu einem Rückgang der Technologieausgaben führt, die jetzt einen so großen Anteil an den Gesamtausgaben ausmachen, dass sie nicht nicht-zyklisch sein können, könnten die Ausgaben für KI eine Schwachstelle sein, da KI derzeit nicht viel Einnahmen generiert. Sollten die größten Unternehmen dann enttäuschende Ergebnisse erzielen, dürften ihre Aktienkurse negativ reagieren, was die Indexperformance stärker belasten wird als die der aktiven Manager, die in diesen Aktien untergewichtet sind. Aber selbst wenn uns ein solches Szenario in Zukunft erwarten sollte, ist es schwierig oder unmöglich vorherzusagen, was genau der Grund dafür sein wird und wann es eintreten wird.

Das bringt mich zurück zum Thema Volatilität, die ich zu Beginn dieses Schreibens angesprochen habe. Wir sind nicht der Meinung, dass die wahre Volatilität anhand von Verhältnissen wie dem Sharpe- oder Sortino-Verhältnis gemessen wird, die sich die Volatilität von Fondskursen oder Aktienkursen ansehen, aber sie werden allgemein als Maßstab akzeptiert. Auch wenn Anleger sich vernünftigerweise auf die Volatilität des Fundamentalwerts der Unternehmen, in die sie investieren, konzentrieren, und eine höhere Kursvolatilität akzeptieren sollten, wenn dies zu höheren Renditen führt, ist das leichter gesagt als getan. Ein Problem ist, dass es schwierig ist, ruhig zu bleiben und sich auf die grundlegenden Merkmale zu konzentrieren, wenn die Kursvolatilität stark negativ ist. Nehmen wir eine Aktie wie Nvidia, die in den letzten zwei Jahren eine spektakuläre Performance erzielt hat. Der Nvidia-Aktienkurs fiel erst 2021–2022 um über zwei Drittel. Würden wir oder Sie die

Aktien unter solchen Umständen gerne besitzen? Und wenn das nicht der Fall ist, könnte uns die Aktienkurs-Performance dazu veranlassen, schlechte Entscheidungen zu treffen? Wir haben Erfahrung mit dem Besitz dieser Art von Aktien, wie die Performance von Meta zeigt, aber da es so schwierig ist, sie zu besitzen, ist jeweils nur eine Aktie dieser Art in unserem Portfolio ausreichend. In den Jahren 2021–2022 fiel der Aktienkurs von Meta um 76 %, aber obwohl wir es trotzdem weiterhin halten, aktuell zu unserem Vorteil, gibt es mehrere wichtige Unterschiede zwischen der damaligen Situation von Meta und der heutigen Situation von Nvidia:

- Meta bedient rund 3,3 Milliarden Verbraucher und mehrere Millionen Werbetreibende. Die Nachfrage von Nvidia wird von einer Handvoll sogenannter Hyperscaler dominiert, die Rechenzentren bauen, um große Sprachmodelle für KI zu verwalten.
- Manchmal werden wir gefragt, ob es gefährlich ist, in einem Konjunkturabschwung Konsumaktien zu besitzen. Wir beantworten diese Frage mit Ja, aber es ist nicht so gefährlich, als wenn man unter diesen Umständen nicht in der Nähe des Verbrauchers wäre. Wenn Sie der Meinung sind, dass die Performance von Konsumunternehmen bei einem Abschwung besorgniserregend ist, warten Sie, bis Sie sehen, was mit ihren Lieferanten passiert, insbesondere mit den Lieferanten von Investitionsgütern wie Fabrikmaschinen. Ein Umsatzrückgang von 5–10 % bei den Konsumunternehmen kann sich für einige Lieferanten in einem Auftragsstillstand niederschlagen. Nvidia liefert Investitionsgüter – seine GPU-Server der neuesten Generation verkaufen sich jeweils für etwa 3 Mio. USD — und es wäre interessant, einen deutlichen Rückgang der Nachfrage seiner Kunden, die Dienstleistungskunden sind, aus sicherer Entfernung zu beobachten.
- Vor seinem Kursrückgang lag das KGV von Meta bei 28x, während Nvidia derzeit ein KGV von 54x hat.

All dies erinnert mich daran, was wir mit dem Fundsmith Equity Fund erreichen wollen, nämlich eine hohe Wahrscheinlichkeit, eine zufriedenstellende Rendite zu erzielen, anstatt der Chance auf eine spektakuläre Rendite, die spektakulär gut oder spektakulär schlecht ausfallen könnte.

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

Herzlichst Ihr



Terry Smith CEO
Fundsmith LLP

Haftungsausschluss: Ein Basisinformationsblatt und ein englischsprachiger Verkaufsprospekt für die Fundsmith Equity Fund (Sicav) sind über die Website fundsmith.eu oder auf Anfrage erhältlich. Anleger sollten diese Dokumente einsehen, bevor sie Anteile am Fonds kaufen. Die

Performance der Vergangenheit ist nicht unbedingt ein Indikator für die zukünftige Performance. Der Wert der Anlagen und die Erträge daraus können sowohl fallen als auch steigen und von Wechselkursänderungen beeinflusst werden, und Sie erhalten möglicherweise nicht den Betrag Ihrer ursprünglichen Anlage zurück. Fundsmith LLP bietet keine Anlageberatung an und gibt keine Empfehlungen zur Eignung seines Produkts ab. Dieses Dokument wird von Fundsmith LLP veröffentlicht, die von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und reguliert wird.

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

Fundsmith Equity Fund (Sicav), die Gegenstand dieses Dokuments ist, bezieht sich nicht auf einen Organismus für gemeinsame Anlagen, der gemäß Section 286 des Securities and Futures Act, Chapter 289 von Singapur (der „SFA“) zugelassen oder gemäß Section 287 des SFA anerkannt ist. Dieses Dokument wurde nicht als Verkaufsprospekt bei der Monetary Authority of Singapore (die „MAS“) registriert. Dementsprechend dürfen dieses Dokument und alle anderen Dokumente oder Materialien im Zusammenhang mit dem Angebot oder Verkauf oder der Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen des Fonds weder verbreitet noch verkauft werden, noch dürfen Anteile direkt oder indirekt an Personen in Singapur angeboten oder verkauft oder zum Gegenstand einer Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf gemacht werden, außer 1. an einen institutionellen Anleger gemäß Section 304 des SFA; oder 2. an eine relevante Person gemäß Section 305(1) des SFA oder eine Person gemäß Section 305(2) des SFA (und eine solche Verteilung erfolgt gemäß den in Section 305 des SFA festgelegten Bedingungen); oder 3. ansonsten gemäß und in Übereinstimmung mit den Bedingungen anderer anwendbarer Bestimmungen des SFA. Insbesondere bei Investmentfonds, die nicht von der MAS zugelassen oder anerkannt sind, dürfen Anteile an solchen Fonds nicht an Privatanleger angeboten werden. Dieses Dokument und alle anderen Dokumente oder Materialien, die im Zusammenhang mit dem Angebot oder Verkauf herausgegeben werden, sind kein Verkaufsprospekt im Sinne des SFA. Dementsprechend gilt die gesetzliche Haftung im Rahmen des SFA in Bezug auf den Inhalt von Verkaufsprospekten nicht, und Anleger sollten sorgfältig prüfen, ob die Investition für sie geeignet ist. Insbesondere bei Investmentfonds, die nicht von der MAS zugelassen oder anerkannt sind, dürfen Anteile an solchen Fonds nicht an Privatanleger angeboten werden. Dieses Dokument und alle anderen Dokumente oder Materialien, die im Zusammenhang mit dem Angebot oder Verkauf herausgegeben werden, sind kein Verkaufsprospekt im Sinne des SFA. Dementsprechend gilt die gesetzliche Haftung im Rahmen des SFA in Bezug auf den Inhalt von Verkaufsprospekten nicht, und Anleger sollten sorgfältig prüfen, ob die Investition für sie geeignet ist.

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

Quellen: Fundsmith LLP, Bloomberg und FE Analytics, sofern nicht anders angegeben.

Die Daten beziehen sich auf den 31. Dezember 2024, sofern nicht anders angegeben.

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

KGV und Free Cash Flow Yields basieren auf Daten der letzten zwölf Monate und zum 31. Dezember 2024, sofern nicht anders angegeben. Die prozentuale Änderung wird nicht berechnet, wenn der TTM-Zeitraum einen Nettoverlust enthält.

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

Der Bloomberg/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr zeigt, was Sie eventuell hätten verdienen können, wenn Sie in Staatsanleihen investiert hätten.

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

MSCI World Index ist das ausschließliche Eigentum von MSCI Inc. MSCI gibt keine ausdrücklichen oder stillschweigenden Garantien oder Zusicherungen ab und übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen nicht weitergegeben oder als Grundlage für andere Indizes oder Wertpapiere oder Endprodukte verwendet werden. Dieser Bericht wird nicht von MSCI genehmigt, geprüft oder erstellt. Der Global Industry Classification Standard (GICS) wurde von MSCI und Standard & Poor's entwickelt und ist ausschließliches Eigentum von MSCI und Standard & Poor's. „GICS®“ ist eine Dienstleistungsmarke von MSCI und Standard & Poor's.