

Januari 2025

Beste belegger,

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

% totaalrendement	1 jan t/m 31 dec 2024	Aanvang tot 31 december 2024		Sortin ratio ⁵
		Cumulatief	Jaarlijks	
Fundsmith Equity Fund EUR T Klasse ¹	+13,6	+541,8	+15,2	0,79
MSCI World Index EUR ²	+26,6	+432,7	+13,5	0,65
Europese obligaties ³	+0,3	+57,8	+3,5	
Cash ⁴	+3,7	+5,5	+0,4	
Fundsmith Equity Fund CHF I Klasse ¹	+15,7	+336,1	+12,2	
MSCI World Index CHF ²	+29,0	+284,9	+11,2	
Fundsmith Equity Fund USD I Klasse ¹	+6,9	+278,1	+11,9	
MSCI World Index USD ²	+18,7	+219,3	+10,3	
Fundsmith Equity Fund GBP I Klasse ¹	+8,7	+324,6	+14,4	
MSCI World Index GBP ²	+20,8	+263,5	+12,8	

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

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

³ Bloomberg/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 jaar, bron: Bloomberg

⁴ € rentevoet, bron: Bloomberg

⁵ Sortino ratio is sinds de oprichting op 2.11.11 tot 31.12.24, 3,5% risicovrije rente, bron: Financial Express Analytics
Het fonds wordt niet beheerd op basis van een benchmark, de bovenstaande vergelijkingswaarden worden alleen ter informatie verstrekt.

Aangezien wij ons niet indekken tegen valutarisico's, vormen de

relatieve valutabewegingen in het jaar het belangrijkste verschil in prestatie tussen de aandelenklassen in valuta.

De relatieve prestatie ten opzichte van de MSCI World Index ('Index') is daarom voor elke aandelenklasse vergelijkbaar. Het fonds heeft in 2024 minder goed gepresteerd dan deze vergelijkingswaarden, maar een langere-termijnperspectief kan nuttig zijn en is zeker meer in overeenstemming met onze beleggingsdoelen en -strategie. Sinds de oprichting hebben de aandelenklassen in de tabel een gezonde outperformance laten zien. De kapitalisatieaandelen van klasse T leverden sinds de oprichting een rendement op van bijna 1,7% per jaar meer dan de MSCI World Index en dit met aanzienlijk minder neerwaartse koersvolatiliteit, zoals blijkt uit de Sortino Ratio van 0,79 tegenover 0,65 voor de Index. Dit betekent simpelweg dat het fonds ongeveer 22%, $((0,79 \div 0,65) - 1) \times 100$, meer heeft opgeleverd dan de Index voor elke eenheid prijsvolatiliteit.

Beter presteren dan de markt of zelfs een positief rendement behalen is niet iets wat u in elk jaar of elke rapportageperiode van ons Fonds mag verwachten, en beter presteren dan de markt was meer dan gewoonlijk in 2024 wederom een uitdaging. Slechts vijf aandelen (de 'Fab Five'?) Nvidia, Apple, Meta, Microsoft en Amazon leverden in 2024 45% van het rendement van de S&P 500 Index ('S&P 500'). Dit is vergelijkbaar met de rendementsconcentratie van de zogenaamde Magnificent Seven in 2023. Bovendien leverde één enkel aandeel – Nvidia – in 2024 meer dan 20% van het rendement van de S&P 500 op.

Deze concentratie van rendementen in enkele technologiebedrijven is evenwel geen zuiver Amerikaans fenomeen. In Duitsland kwam 41% van het rendement van de DAX-index uit één enkel aandeel – SAP, het softwarebedrijf waarvan de aandelenkoers met 69% is gestegen, zodat het nu wordt verhandeld op 97x winst.

Ons fonds bezit sommige maar niet alle van deze aandelen en het was moeilijk om zelfs in overeenstemming met de index te presteren, tenzij u ze minstens in overeenstemming met hun indexweging bezat. Ik ben niet van plan om te vertellen waarom we ze niet allemaal bezitten, maar ik zal er later in deze brief iets meer over vertellen.

Als ik kijk naar de bijdrage van individuele aandelen aan de prestaties, begin ik liever bij de problemen.

De vijf grootste detractors van de prestatie van het Fonds in 2024 waren:

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

Bron: Northern Trust

L'Oréal en LVMH werden beide negatief beïnvloed door gebeurtenissen in China waar de economie worstelt onder het gewicht van een zieltogende woningvastgoedsector en de daarmee gepaard gaande kredietproblemen. In beide gevallen verandert dit niets aan ons standpunt dat dit fundamenteel zeer goede bedrijven zijn. Het goede nieuws over slecht presterende bedrijfssegmenten is bovendien dat ze in betekenis afnemen. China was het grootste land/de grootste regio ter wereld voor de verkoop van luxegoederen, maar de recente prestaties hebben het achterop gezet bij Amerika en misschien zelfs bij Europa, zodat de impact van de problemen na verloop van tijd kan afnemen.

IDEXX, dat apparatuur en benodigdheden voor veterinaire diagnostische testen maakt, heeft te lijden onder een verslapping van het tempo van dierenartsbezoeken na de strijd om huisdieren te adopteren tijdens de pandemie. Omdat IDEXX marktleider is in een gebied met reële groeivoorzichten op lange termijn en we onze positie, na een eventuele verkoop van het aandeel, moeilijk terug zouden kunnen kopen, zijn we van plan om het aan te houden en te proberen door de pijn van de underperformance heen te glimlachen.

Nike is een aandeel dat we kochten na de koersdaling tijdens de pandemie, toen beleggers overtuigd leken dat er veel minder sneakers zouden worden gekocht. Nike had zelfs grote stappen gezet op het gebied van online marketing en fulfillment. Wat we ons niet realiseerden was dat het toenmalige management dit succes in een probleem zou vertalen door het traditionele retailkanaal van bricks & mortar, dat zich na de pandemie heeft hersteld, te negeren en zo letterlijk de deur open te zetten voor concurrentie. Om eerlijk te zijn, zijn er andere kwesties geweest, zoals een toenemende afhankelijkheid van mode en minder van traditionele lichaamsbeweging. Het goede nieuws is echter dat er dit jaar een nieuwe CEO is aangetreden. We zien veel commentatoren peinen over de redenen waarom de Amerikaanse economie zo succesvol is. Misschien is een van de redenen een snellere vinger aan de trekker als topmanagers niet leveren. In die context stellen we vast dat de aandelen van Unilever in 2024 met 20% stegen. We wachten op ontwikkelingen van het nieuwe management van Nike, dat immers het nog steeds dominante marktaandeel in de sector heeft overgenomen.

Brown-Forman, een van 's werelds vijf grootste drankenbedrijven en de distilleerder van Jack Daniel's Tennessee Whiskey, heeft te lijden gehad van de daling van de consumptie door de pandemiepieken en ziet waarschijnlijk al vroege tekenen van de negatieve impact van medicijnen voor gewichtsverlies. We hebben ons belang in Diageo in de loop van het jaar verkocht, wat ik later zal bespreken, maar het behouden van Brown-Forman houdt een voet aan de grond in wat al lang een sector met goede bedrijfskenmerken is en die de potentiële voordelen heeft van familiecontrole, wat een goede besluitvorming op lange termijn kan bevorderen, en een grotere voorliefde voor premium spirits dan Diageo, wat kan helpen om de impact op de verkoop van medicijnen voor gewichtsverlies te vermijden ('drink minder maar betere kwaliteit'). Het is een bedrijf dat het verbod heeft overleefd, dus we hopen dat er letterlijk iets in het DNA zit om deze ongunstige omstandigheden het hoofd te bieden.

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

Aandeel	Toewijzing
Meta Platforms	+4,5%
Microsoft	+1,9%
Philip Morris	+1,7%
Stryker	+1,6%
Automatische gegevensverwerking	+1,5%

Bron: Northern Trust

Voor Meta en Microsoft herhaal ik gewoon mijn opmerking uit de brief van vorig jaar, maar met een aantal updates:

Door de prestaties van Meta Platforms (voorheen Facebook) vraag ik me af of ik een fonds zou moeten hebben dat uitsluitend belegt in dat ene aandeel in onze portefeuille waarvoor we elk jaar de meeste kritische opmerkingen hebben ontvangen. Meta verschijnt voor de *derde* keer in deze lijst van grootste bijdragers, terwijl Microsoft voor de *negende* keer verschijnt en felle kritiek te verduren kreeg toen we in 2011 begonnen te kopen tegen ongeveer \$25 per aandeel (prijs per jaareinde 2023 \$376). Prijs ultimo 2024 bedroeg \$422.

Philip Morris maakt zijn derde verschijning en laat de voordelen zien van zijn toonaangevende overstap naar producten met verminderd risico ('RRP's'), zoals hitte- en niet-verbrandende tabaksproducten, en de overname van Swedish Match met diens nicotinezakjes. Je kunt zien wanneer sommige dingen juist zijn door de mensen die zich ertegen uitspreken. De overheden en disfunctionele gezondheidsorganisaties die hun standpunt hebben ingenomen tegen deze RRP's, die een onschatbare hulp blijken te

zijn bij het verminderen van het risico voor rokers, zijn nog een andere indicator dat Philip Morris op de goede weg is.

Stryker, dat zijn vijfde verschijning maakt, profiteert van het werk aan de achterstand van electieve chirurgische ingrepen die tijdens de pandemie is ontstaan.

ADP, dat zijn tweede verschijning maakt, zet zijn metronomische prestatie voort. Het toont zelden een hoge prestatie, maar het stelt ook weer niet teleur, waardoor het een goede waarde is voor onze strategie.

Gezien het aantal herhaalde optredens in onze top vijf van bijdragers, ben ik geneigd om een van onze mantra's te herhalen: 'Je verdient geld met oude vrienden'. Twee van die oude vrienden die dit jaar herhaaldelijk hebben bijgedragen, waren echter detractors, namelijk L'Oréal en IDEXX. Maar ik zou dit willen beschouwen als een dip in hun langetermijnprestatie en we zijn van plan (meestal) geduldig te wachten op een terugkeer naar vorm. Volgens ons zijn ze gewoon te goed om te verkopen en lopen ze het risico niet te zijn gedesinvesteerd wanneer het tij keert.

We blijven een eenvoudige beleggingsstrategie in drie stappen toepassen:

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

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

Zoals gewoonlijk proberen we enig inzicht te geven in de eerste en belangrijkste daarvan – of we goede bedrijven bezitten – door u de volgende tabel te geven die laat zien hoe Fundsmith Equity Fund eruit zou zien als het in plaats van een fonds een bedrijf was en de belangen die het in de portefeuille heeft op een 'doorkijkbasis' zou verantwoorden, en dit vergelijkt met de markt, in dit geval de FTSE 100 en de S&P 500 Index. Dit laat ook zien hoe de portefeuille in de loop van de tijd is geëvolueerd.

Einde van het jaar	Fundsmith Aandelenfonds Feeder/Sicav Portefeuille								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%
Brutomarge	63%	65%	66%	65%	63%	63%	63%	64%	45%	42%
Operationele marge	26%	28%	27%	23%	26%	27%	29%	30%	16%	15%
Cashconversie	102%	95%	97%	101%	96%	88%	91%	86%	85%	90%
Rentedekking	17x	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	9x	9x

Bron: Fundsmith LLP/Bloomberg.

ROCE, Brutomarge, Operationele Marge en Cashconversie zijn het gewogen gemiddelde van de onderliggende bedrijven waarin belegd wordt door het Fundsmith Equity Fund Feeder/Sicav en het gemiddelde voor de indexen FTSE 100 en S&P 500. De cijfers van de FTSE 100 en S&P 500 zijn exclusief financiële aandelen. Rentedekking is mediaan.

De ratio's voor 2017-2019 zijn gebaseerd op de laatst gerapporteerde jaarrekeningen per 31 december en voor 2020-24 zijn dit de Trailing Twelve Months en zoals gedefinieerd door Bloomberg.

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

In 2024 waren de operationele winstmarges bij de bedrijven in de portefeuille hoger dan in het verleden. De brutomarges en het rendement op kapitaal bleven stabiel. Belangrijk is dat al deze statistieken aanzienlijk beter blijven dan de bedrijven in de hoofdindices (waarin onze bedrijven zijn opgenomen). Als u aandelen in bedrijven bezit tijdens een periode van inflatie, is het bovendien beter om aandelen te bezitten met hoge rendementen en brutomarges.

Consequent hoge rendementen op kapitaal zijn een teken waarnaar we op zoek gaan. Een andere is een bron van groei - hoge rendementen hebben niet veel zin als het bedrijf niet in staat is om te groeien en meer kapitaal in te zetten tegen deze hoge tarieven. Hoe verging het onze bedrijven in dat opzicht in 2024? De gewogen gemiddelde vrije kasstroom (het geld dat de bedrijven genereren nadat ze alles hebben betaald behalve het dividend, en onze voorkeursmaatstaf) is in 2024 met 15% gestegen.

De enige maatstaf die nog steeds achterblijft bij de prestaties in het verleden is cashconversie – de mate waarin winst in contanten wordt geleverd. Hoewel deze in 2023 licht herstelde tot 91%, ligt deze nog steeds onder het historische niveau van ongeveer 100% en daalde deze in 2024 opnieuw tot 86%. Dit was te wijten aan een forse stijging van de kapitaaluitgaven bij een kleine groep bedrijven: Alphabet, Microsoft, Meta en Novo Nordisk. Novo is hard bezig om de productiecapaciteit op te bouwen om voldoende van zijn medicijn voor gewichtsverlies Wegovy te leveren, en heeft het jaar afgesloten met een uitgave van € 10 miljard voor de aankoop van drie productielocaties. De techbedrijven zijn in de race om capaciteit op te bouwen voor kunstmatige intelligentie ('AI') in de vorm van GPU-chips en datacenters. Of deze wapenwedloop voldoende winst en rendement oplevert voor de uitgegeven bedragen, blijft een open vraag waarop ik later terug zal komen. Ten minste Novo bouwt capaciteit op om een geneesmiddel te produceren waarvoor vaste vraag bestaat en winstgevendheid is en

waarin het momenteel een concurrentievoordeel heeft.

Het gemiddelde jaar van oprichting van onze portefeuillebedrijven aan het einde van het jaar was 1920. Samen zijn ze meer dan een eeuw oud.

De tweede pijler van onze strategie gaat over waardering. Het gewogen gemiddelde rendement van de vrije kasstroom (de gegenereerde vrije kasstroom als percentage van de marktwaarde) van de portefeuille aan het begin van 2024 was 3,0% en eindigde per 31 december op 3,1%. Het mediaan FCF-rendement van de S&P 500 aan het einde van het jaar was 3,7%.

Onze portefeuille bestaat uit bedrijven die fundamenteel veel beter zijn dan het gemiddelde van de bedrijven in de S&P 500, dus het is geen verrassing dat ze hoger gewaardeerd worden dan het gemiddelde S&P 500-bedrijf. Op zichzelf maakt dit de aandelen niet noodzakelijk duur, net zo min als een lage rating een aandeel goedkoop maakt. Wij verwachten echter dat een deel van dit verschil in waardering in 2025 zal verdwijnen als, zoals wij verwachten, de cashconversie van onze portefeuillebedrijven verbetert.

Wat betreft de derde pijler van onze strategie, die we kortweg omschrijven als 'Niets doen', blijft het minimaliseren van het portefeuillevaarschap een van onze doelstellingen en deze werd opnieuw bereikt met een portefeuillevaarschap van -1,2% tijdens de periode. Het is misschien nuttiger om te weten dat we in totaal slechts 0,004% (minder dan een halve basispunt) van de gemiddelde waarde van het Fonds over het jaar hebben besteed aan vrijwillige handel (exclusief de transactiekosten voor inschrijvingen en aflossingen, aangezien deze onvrijwillig zijn). We verkochten drie bedrijven en kochten er twee. Net als vorig jaar kunnen dit veel namen lijken voor wat niet veel omzet is, omdat in sommige gevallen de omvang van het verkochte of gekochte belang klein was. We hebben zeven van de portefeuillebedrijven sinds de oprichting in 2011 aangehouden, negen sinds meer dan tien jaar en 15 sinds meer dan vijf jaar.

Waarom is dit belangrijk? Het helpt om de kosten te minimaliseren en het minimaliseren van de investeringskosten is een essentiële bijdrage aan het bereiken van een bevredigend resultaat als belegger. Maar al te vaak richten beleggers, commentatoren en adviseurs zich op, of zijn in sommige gevallen geobsedeerd door, de Annual Management Charge ('AMC') of het Ongoing Charges Figure ('OCF'), die enkele kosten bovenop de AMC omvatten, die aan het fonds in rekening worden gebracht. De OCF voor 2024 voor de kapitalisatieaandelen van de T-klasse was 1,08% (aandelen van de I-klasse 0,94%). Het probleem is dat het OCF geen rekening houdt met een belangrijk kostenelement - de kosten

van het handelen. Wanneer een fondsbeheerder handelt door te kopen of te verkopen, maakt het fonds doorgaans kosten voor commissies die aan een makelaar worden betaald, de bid-offer spread op de verhandelde aandelen en, in sommige gevallen, transactietaksen zoals zegelrecht in het Verenigd Koninkrijk. Dit kan de kosten van een fonds aanzienlijk verhogen, maar is niet opgenomen in het OCF.

Wij geven onze eigen versie van deze totale kosten, inclusief verhandelingskosten, die wij de Totale Investeringskosten ("TCI") hebben genoemd. Voor de Kapitalisatieaandelen van de T-klasse in 2024 was de TCI 1,09% (aandelen van de I-klasse 0,95%), inclusief alle verhandelingskosten voor stromen in en uit het Fonds, niet alleen onze vrijwillige handel. We zijn verheugd dat onze TCI slechts 0,01% (1 basispunt) boven onze OCF ligt wanneer rekening wordt gehouden met transactiekosten. Wij willen er echter nogmaals voor waarschuwen om niet zo geobsedeerd te raken door kosten dat u de focus op de prestaties van fondsen verliest. Het is de moeite waard om erop te wijzen dat de prestaties van ons fonds die aan het begin van dit bericht staan, na aftrek van alle kosten zijn, wat toch zeker de belangrijkste focus zou moeten zijn.

In de loop van het jaar hebben we onze deelnemingen in Diageo, McCormick en Apple verkocht.

Diageo, waarvan we sinds de oprichting eigenaar waren, vertoonde problemen met zijn nieuwe management, wat blijkt uit het gebrek aan informatie over zijn Latijns-Amerikaanse activiteiten, die veel slechter presteerden dan de sector op dit gebied. Bovendien vermoeden we dat de hele drankensector in een vroeg stadium negatief wordt beïnvloed door medicijnen voor gewichtsverlies. Het lijkt inderdaad waarschijnlijk dat de medicijnen uiteindelijk zullen worden gebruikt om alcoholisme te behandelen, net als hun effect op de consumptie.

We verkochten McCormick omdat we teleurgesteld waren over de trage reactie die het bedrijf vertoonde in zijn vermogen om de inflatie van de inputkosten door te rekenen en zo zijn marges te verlagen, samen met zijn blootstelling aan de concurrentie op het gebied van eigen merken die is verstevigd omdat de inflatie de consumenten ertoe heeft aangezet om in te stappen.

We zijn twee jaar geleden begonnen met de aankoop van Apple voor ongeveer \$156 per aandeel toen de koers-winstverhouding onder het gemiddelde van de S&P 500 lag en de groei van de inkomsten uit diensten ons enigszins had overtuigd dat het veelbesproken ecosysteem, dat de gebruikers aan de producten bindt, echt zou kunnen bestaan. We hebben een aantal rapportageperiodes waarin de omzetgroei zwak zou zijn correct voorspeld en kochten dus een klein aandeel in de hoop

meer te kopen als er een einde zou zijn gekomen aan de slechte verkoopprestatie. We hadden gelijk wat betreft de verkoopprestatie – de verkoop steeg vorig jaar met 2%,— maar we hadden het mis wat betreft de koers van het aandeel die fors steeg, waardoor de aandelen een rating kregen die ongeveer 50% hoger lag dan die van de S&P 500. Tegen die achtergrond gingen we niet meer aandelen kopen en het nam een plaats in onze portefeuille in en dus verkochten we ons belang.

In de loop van het jaar zijn we begonnen met de aankoop van deelnemingen in Atlas Copco en Texas Instruments.

Atlas Copco is een Zweeds industrieel bedrijf dat compressoren, vacuümapparatuur, elektrisch en pneumatisch gereedschap maakt en dat drie kenmerken heeft die we aantrekkelijk vinden:

- het besteedt een groot deel van de productie uit, waardoor het een lichte investering is die de opbrengsten verhoogt;
- het is sterk gedecentraliseerd met meer dan 600 operationele entiteiten die een aanzienlijke autonomie hebben om hun lokale markt aan te pakken; en
- de familie Wallenberg heeft een bepalend belang, wat zou moeten leiden tot een goede langetermijnbesluitvorming, aangezien zij dit jaar al 151 jaar actief is.

Texas Instruments is fabrikant van analoge en ingebouwde microprocessors die worden gebruikt in een breed scala aan consumenten- en industriële apparaten, auto's en communicatieapparatuur. Hij investeert in afwachting van een waarschijnlijke opleving van de halfgeleidercyclus, hoewel het nu duidelijk is dat er geen enkele cyclus is. De vraag naar GPU's van het type dat Nvidia maakte, is verre van in een neerwaartse cyclus terechtgekomen, en er zijn duidelijke verschillen tussen de cyclus voor gewone autochips en chips voor elektrische voertuigen of chips voor andere apparaten, alsook tussen regio's. Texas Instruments heeft echter een lange geschiedenis van investeringen die ver vooruitlopen op een stijging van de vraag en er mooie rendementen op genereren. Het bedrijf profiteert ook van de onshoring van de productie van halfgeleiders om de geopolitieke risico's van Taiwan en China te vermijden.

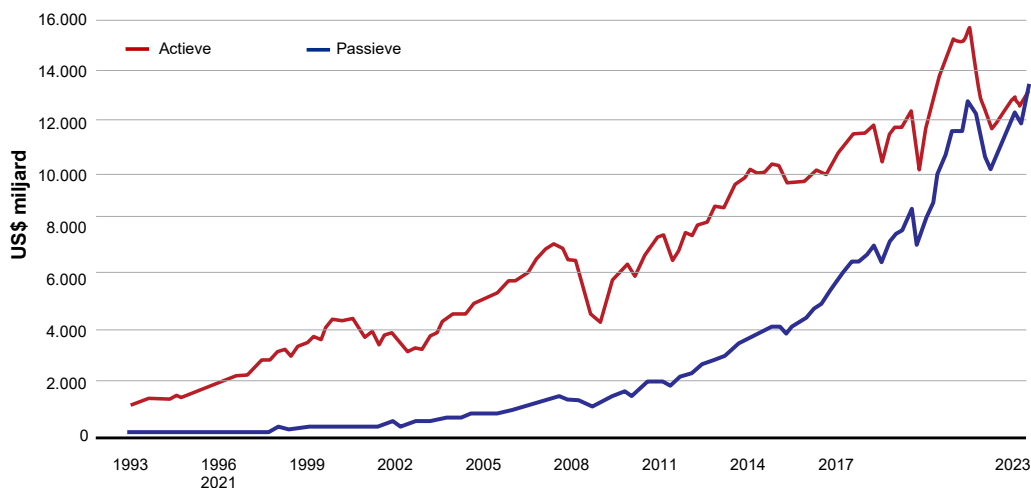
Vorig jaar besteedde ik in deze brief aandacht aan de toenemende belangstelling voor AI, als een van de drijvende krachten achter de stijging van de meeste aandelen van de Grote Zeven en vooral Nvidia. Deze opleving/hype (zeg het maar) zette zich in 2024 voort, maar sommige kenmerken zijn veranderd. Je kunt misschien wel zeggen dat het meer gefocust is geworden. Het werd gezien als een drijfveer voor de aandelenkoersen van bedrijven die we eerder

hadden aangehouden, zoals Adobe en Intuit, die zich beide hadden geblameerd door zich te bezig te houden met te dure en schijnbaar slecht ontworpen overnames of overnamepogingen. Beide presteerden in 2024 aanzienlijk slechter dan de markt, aangezien beleggers in gingen zien dat AI mogelijk niet onmiddellijk en/of universeel van nut is en zelfs nadelige gevolgen kan hebben. Omgekeerd heeft dit ertoe geleid dat de aandacht van beleggers zich heeft gericht op minder echte onmiddellijke begunstigden van de AI-opleving zoals Nvidia.

Tijdens deze periode hebben commentatoren zich vaak afgevraagd of de AI-opleving hetzelfde is als het Dotcom-tijdperk en dus een vergelijkbaar einde zal hebben. Als reactie daarop wordt ik in verleiding gebracht om Mark Twain te citeren: 'Geschiedenis herhaalt zich niet, maar het rijmt.' Ongetwijfeld is een deel van het AI-enthousiasme een hype, net als de Dotcom-manie, maar er zijn een paar belangrijke verschillen:

1. Het toonaangevende bedrijf in de AI-opleving, Nvidia, is zeer winstgevend, zij het met een geschiedenis van enkele dalingen, terwijl in de Dotcom-opleving een groot deel van de koersprestatie werd gedreven door kliks en nieuwsgierigen bij gebrek aan winst of zelfs inkomsten. Zelfs bedrijven die als Phoenix uit de as van de Dotcom-fusie zouden rijzen, zoals Amazon, waren nog niet winstgevend.
2. De stijging van zogenaamde passieve of indexfondsen.

De stijging van indexfondsen



Bron: Morningstar.

Eind 2023 overschreed passief beleggen via indexfondsen voor het eerst het bedrag van de activa in actieve fondsen. Ze vertegenwoordigen nu meer dan de helft van de Assets Under Management ('AUM'). Tijdens de Dotcom-opleving was echter slechts ongeveer 10% van de AUM in passieve fondsen. Zoals altijd helpen we het begrijpen niet altijd met de labels die we in beleggingen soms gebruiken. Indexfondsen zijn niet echt een

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

passieve strategie. Er is misschien geen fondsbeheerder die beleggingsbeslissingen neemt, maar een dergelijke indexbelegging is in feite een momentumstrategie.

De overgrote meerderheid van de indexfondsen wordt gewogen op basis van de marktkapitalisatie, net als de indexen waarop ze zijn gebaseerd. De omvang van de participaties in bedrijven in het indexfonds wordt gebaseerd op hun marktwaarde in vergelijking met de marktwaarde van de index. Dus bij instroom naar indexfondsen gaat het grootste deel naar de grootste bedrijven en omgekeerd bij uitstroom.

Het resultaat is dat geld dat uit actieve fondsen stroomt en in indexfondsen stroomt, net zoals dat al het geval is, de prestaties van de grootste bedrijven aanstuurt. Dat zijn bedrijven waarvan de aandelen al goed hebben gepresteerd, waardoor ze de grootste bedrijven zijn geworden op basis van de marktwaarde.

Dit is een zelfversterkende terugkoppelingslus die werkt totdat hij niet meer werkt. Als er bijvoorbeeld een economische neergang zou zijn die heeft geleid tot een vermindering van de technologie-uitgaven, die nu zo'n groot deel uitmaken van de totale uitgaven dat ze niet niet cyclisch kunnen zijn, zou een kwetsbaar gebied kunnen zijn de uitgaven voor AI, aangezien deze momenteel niet veel inkomsten genereren. Als de grootste bedrijven dan teleurstellende resultaten boeken, zullen hun aandelenkoersen waarschijnlijk slecht reageren, wat de indexprestatie meer zal drukken dan die van de actieve beheerders die in deze aandelen onderwogen zijn. Maar zelfs als een dergelijk scenario ons in de toekomst te wachten staat, is het moeilijk of onmogelijk om te voorspellen wat dit precies zal veroorzaken en wanneer het zich kan voordoen.

Daarmee kom ik terug op het onderwerp volatiliteit dat aan het begin van deze brief aan bod kwam. We zijn het er niet mee eens dat echte volatiliteit wordt gemeten door ratio's zoals de Sharpe- of Sortino-ratio die kijken naar de volatiliteit van fondsenkoersen of aandelenkoersen, maar ze worden algemeen aanvaard als maatstaf. Hoewel beleggers zich rationeel moeten richten op de volatiliteit van de fundamentele waarde van de bedrijven waarin ze beleggen en een hogere koersvolatiliteit moeten aanvaarden als dit leidt tot hogere rendementen, is het gemakkelijker gezegd dan gedaan. Een probleem is dat het moeilijk is om kalm te blijven en te focussen op de fundamentele kenmerken als de koersvolatiliteit sterk negatief is. Neem bijvoorbeeld een aandeel als Nvidia, dat de voorbije twee jaar een spectaculaire prestatie neerzette. De koers van het Nvidia-aandeel is sinds 2021-2022 met meer dan twee derde gedaald. Zouden wij of u zich in dergelijke omstandigheden op ons gemak voelen om het te bezitten, en zo niet, zou die koersprestatie van het aandeel ons ertoe kunnen aanzetten om slechte beslissingen te nemen? We hebben ervaring met het

bezitten van dit soort aandelen, zoals de prestatie van Meta aantoon, maar gezien hoe moeilijk het kan zijn om ze te bezitten, is het misschien op een gegeven moment voldoende voor onze portefeuille er één te bezitten. In 2021-2022 daalde de aandelenkoers van Meta met 76%, maar hoewel we het aandeel desondanks in bezit blijven houden, zijn er diverse belangrijke verschillen tussen de toenmalige situatie van Meta en de huidige situatie van Nvidia:

- Meta bedient ongeveer 3,3 miljard consumenten en enkele miljoenen adverteerders. De vraag van Nvidia wordt gedomineerd door een letterlijke handvol zogenaamde hyperscalers die datacenters bouwen om Large Language Models voor AI te verwerken.
- Mensen vragen ons soms of het gevaarlijk is om consumentenaandelen te bezitten in een economische recessie. Waarop we 'ja' antwoorden, maar het is niet zo gevaarlijk als niet dicht bij de consument te zijn in die omstandigheden. Als u denkt dat de prestatie van consumentenbedrijven een probleem zijn in een neergang, wacht dan tot u ziet wat er gebeurt met hun leveranciers, vooral de leveranciers van kapitaalapparatuur zoals fabrieksmachines. Een daling van de verkoopopbrengsten bij de consumentenbedrijven met 5-10% kan zich vertalen in stopzetting van de bestellingen voor sommige leveranciers. Nvidia levert kapitaalgoederen – hun nieuwste generatie GPU-servers wordt elk voor ongeveer \$3 miljoen verkocht – en een aanzienlijke daling van de vraag van hun klanten die diensten leveren aan consumenten zou interessant zijn om van een veilige afstand te bekijken.
- Vóór de koersdaling noteerde Meta een K/W van 28x, terwijl Nvidia momenteel een K/W van 54x noteert.

Dit alles herinnert me eraan wat we met het Fundsmith Equity Fund willen bereiken, namelijk een hoge kans op een bevredigend rendement in plaats van de kans op een spectaculair rendement dat spectaculair goed of spectaculair slecht kan zijn.

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

Met vriendelijke groet,



Terry Smith
CEO
Fundsmith LLP

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

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

Fundsmith Equity Fund (Sicav), dat het onderwerp is van dit document, heeft geen betrekking op een collectieve beleggingsregeling die is toegelaten krachtens sectie 286 van de Securities and Futures Act, hoofdstuk 289 van Singapore (de "SFA") of Erkend krachtens sectie 287 van de SFA. Dit document is niet geregistreerd als 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 kleine publiek aangeboden worden. Dit document en enig ander document of materiaal dat wordt uitgegeven in verband met de aanbieding 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 aanbieding of verkoop is geen prospectus zoals gedefinieerd in de SFA. Dienovereenkomstig is de wettelijke aansprakelijkheid onder de SFA met betrekking tot de inhoud van prospectussen niet van toepassing en moeten beleggers zorgvuldig overwegen of de belegging voor hen geschikt is.

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

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

De gegevens gelden per 31 december 2024 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 Vrije Kasstroom Rendementen zijn gebaseerd op gegevens over twaalf maanden en per 31 december 2024, 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/EFFAS Bond Indices Euro Govt 10 yr 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 indexen, 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.