	Wertentwicklung bis 30. September 2022 Annualisiert bei Zeiträumen von über 1 Jahr			
	1 Jahr	**5 Jahre**	**10 Jahre**	**Seit Auflegung**
Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*† (Auflegung 31.10.1996)	-7,06 %	3,17 %	5,49 %	7,49 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR)	-11,27	2,42	6,95	4,64
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	-11,43	2,96	6,53	4,68
Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)* (Auflegung 31.10.1996)	-12,26 %	0,23 %	3,44 %	5,62 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF)	-11,32	2,23	6,56	3,62
MSCI EAFE Index (in CHF)	-21,01	-0,50	4,15	2,82
Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund* *(Auflegung 01.06.2007)*	-6,78 %	2,11 %	4,48 %	3,09 %
MSCI World Index (abgesichert gegen Euro)	-17,06	4,65	8,25	4,00
MSCI World Index (in Euro)	-4,92	9,34	11,10	6,77

** Die Wertentwicklung wird annualisiert und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und die von ihnen erwirtschafteten Renditen können sowohl steigen als auch fallen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung der Teilfonds entspricht der von der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten „Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen". Die Darstellung der Indexperformance dient nur der Veranschaulichung. Sie können nicht direkt in einen Index investieren.* Die Performance-Berechnungen werden für Anlegeranteile ausgewiesen.

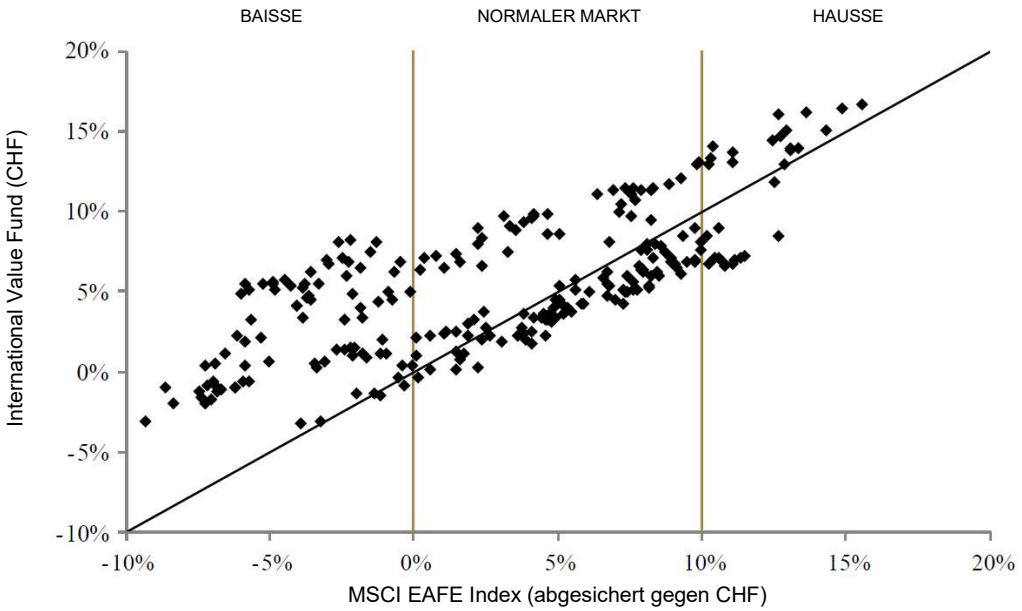
† Vor dem 17. Mai 2004 lautete der Teilfonds auf USD, und seine Anlagen wurden gegen USD-Schwankungen abgesichert. *Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds auf EUR geändert, und seine Anlagen wurden gegen EUR-Schwankungen abgesichert. Die Zahlen* zur Wertentwicklung für das Kalenderjahr 2004 und seit Auflegung basieren auf dem prozentualen Anstieg des USD-Werts der Anteile bis zum 16. Mai 2004 und des EUR-Werts der Anteile danach. *Dementsprechend stellen die Zahlen zur Wertentwicklung nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Werts der Anteile des Teilfonds über den gesamten Betrachtungszeitraum dar. Als Referenzindizes dienen der verbundene MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) und der verbundene MSCI EAFE Index (in USD/EUR), welche die Wertentwicklung des gegen den USD oder in USD für den Zeitraum zum 16. Mai 2004 und gegen den EUR oder in EUR für den Zeitraum ab 17. Mai 2004 abgesicherten MSCI EAFE Index darstellen.*

INTERNATIONAL VALUE FUND (CHF)

Durchschnittliche rollierende Fünfjahresrendite (pro Monat berechnet)

31. Oktober 1996 bis 30. September 2022

Von 252 Fünfjahresmessperioden schlug der International Value Fund (CHF) den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF) 153-mal bzw. in 61 % der Messperioden.



	Teilfonds	Referenzindex
Baisse (unter 0 %) – 87 Perioden *Teilfonds schlägt Index in 97 % der Perioden*	2,45 %	-3,80 %
Normaler Markt (0 %-10 %) – 135 Perioden *Teilfonds schlägt Index in 39 % der Perioden*	5,91 %	5,45 %
Hausse (über 10 %) – 30 Perioden *Teilfonds schlägt Index in 57 % der Perioden*	11,53 %	11,95 %

Die vorstehende Grafik veranschaulicht die durchschnittlichen rollierenden Fünfjahresrenditen (monatlich berechnet, netto) für den International Value Fund (CHF) ohne Gebühren und Kosten seit dem 31. Oktober 1996 (Auflegung des Fonds): 31. Oktober 1996) im Vergleich zu den durchschnittlichen rollierenden Fünfjahresrenditen seines Referenzindex, dem MSCI EAFE Index (abgesichert in CHF) (der „Index“). Die horizontale Achse bildet die Rendite des Index ab, die vertikale Achse die Rendite des Teilfonds. Die diagonale Achse ist die Grenzlinie zwischen dem Zeitraum der Outperformance und dem Zeitraum der Underperformance. Diagrammpunkte über der diagonalen Achse zeigen eine relative Outperformance des Teilfonds, die Punkte unterhalb der diagonalen Achse eine relative Underperformance. Die jeweilige Rendite wurde für drei unterschiedliche Marktumfelder berechnet: eine „Baisse“ (Index-Rendite unter 0 %), einen „normalen Markt“ (Index-Rendite zwischen 0 % und 10 %) und eine „Hausse“ (Index-Rendite über 10 %). Zwischen dem 31. Oktober 1996 und dem 30. September 2022 lagen 252 rollierende durchschnittliche Renditeperioden. *Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.*

Die Blase für alles... In den zehn Jahren nach dem Konkurs von Lehman stiegen die Bewertungen einer Vielzahl von Vermögenswerten sprunghaft an. Es gab Blasen für industrielle Rohstoffe und seltene Erden, für US-Agrarland und chinesische Knoblauchzwiebeln, für schöne oder weniger schöne Künste (je nach Geschmack), für Oldtimer und schicke Handtaschen, für „Super-City"-Wohnungen, für Staatsanleihen, für so genannte Silicon-Valley-„Einhörner" (Startups) und Kryptowährungen und eine riesige Blase für amerikanische Aktien. [Noch nie zuvor in der Geschichte haben sich so viele Preisblasen gleichzeitig entwickelt. [Allerdings sind die Leitzinsen weltweit noch nie zuvor in der Geschichte so tief gesunken.

- Edward Chancellor, **The Price of Time, The Real Story of Interest** (2022)

An unsere Anleger und Anlegerinnen:

Allem Anschein nach fand die „Rally für alles", die die Bewertungen von Risikoanlagen im letzten Jahrzehnt in die Höhe getrieben hat, Anfang dieses Jahres ein jähes Ende, als die Architekten dieses Vermögenswerte-Booms, die Zentralbanken weltweit, gezwungen waren, den Kurs zu ändern, um eine schädliche Inflation zu bekämpfen, die sich als alles andere als vorübergehend erwiesen hat. Seit März 2022 hat die US-Notenbank (Fed) die Leitzinsen nicht mehr nahe der Nullgrenze gehalten, sondern sie in mehreren Schritten von etwa 0,25 % am 17. März auf 3,25 % am 22. September angehoben und damit die quantitative Lockerung beendet. Ein Marktkommentator verglich das Verhalten der Fed damit, dass sie praktisch über Nacht von einem Brandstifter zu einem Feuerwehrmann wurde. Am 19. Oktober werden die zwei- und zehnjährigen US-Staatsanleihen mit Renditen von über 4 % gehandelt. Der Zinsanstieg hat eine Abwärtsspirale bei den Bewertungen von Risikoanlagen ausgelöst, insbesondere bei längerfristigen Titeln wie Wachstums- und Technologieaktien. Wirtschaftsexperten und Marktbeobachter tun sich gleichermaßen schwer damit, die kurzfristigen Aussichten für globale Aktien „optimistisch" zu beurteilen, um ein etwas überstrapaziertes Wort zu verwenden. Die Stimmung der Anleger, die nicht wissen, worauf sie in nächster Zeit setzen sollen, wird durch die anhaltende wirtschaftliche Misere, in der wir uns weltweit befinden, weiter belastet. Da sich die Inflation angesichts der immer restriktiveren finanziellen Bedingungen hartnäckig weigert, zurückzugehen, hat sich die Wahrscheinlichkeit einer globalen Rezession erhöht. Hinzu kommt, dass Probleme in der Lieferkette den Welthandel weiterhin stören, was zu Engpässen, höheren Inputkosten, sinkenden Gewinnmargen und der Aussicht auf niedrigere Unternehmensgewinne führt. Da die Kreditkosten steigen und voraussichtlich noch für längere Zeit auf einem höheren Niveau bleiben werden, ist die robuste Ertragskraft der Unternehmen gefährdet. Diese hat zum Teil die hohen Bewertungen der Risikoanlagen gestützt. Infolgedessen haben die globalen Aktienmärkte ihren Halt verloren und bleiben sehr volatil und nervös.

Trotz einer recht beeindruckenden Sommerrally, bei der die globalen Aktienindizes einen Großteil ihrer Verluste aus dem Jahr 2022 wieder wettmachen konnten, befinden sich die Märkte erneut in Aufruhr, da die Inflationsdaten für August wenig Aussicht auf eine lange ersehnte „Kehrtwende der Fed" boten. Zum Ende des September-Quartals hatten der S&P 500, der Dow Jones Industrial Average, der Nasdaq und der MSCI EAFE Index alle ihre jüngsten Tiefststände durchbrochen und wurden im Baissemarkt gut gehandelt.

Die Marktstimmung hat nirgendwo mehr gelitten als an den Aktienmärkten außerhalb der USA, insbesondere in Europa und den Schwellenländern, die zum Teil durch die Verschärfung der Finanzbedingungen, den Zusammenbruch der Währungen, die in die Höhe schießenden Energiekosten und die anhaltenden Lieferkettenprobleme belastet wurden. Zudem hemmen die aggressiven COVID-Lockdowns in China das Wirtschaftswachstum dort und in anderen Teilen Asiens und bringen die globalen Lieferketten weiterhin in Bedrängnis. Die schneller und stärker steigenden US-Zinsen haben dazu beigetragen, den Wert des US-Dollars im Vergleich zu den meisten anderen Weltwährungen in die Höhe zu treiben. Derweil notierten der japanische Yen, das britische Pfund und der Euro zum Quartalsende gegenüber dem Dollar auf einem Mehrjahrzehntestief. Der starke US-Dollar hat zur Inflation in den Schwellenländern beigetragen, die von wichtigen Rohstoffen wie Lebensmitteln und Energie abhängig sind, deren Preise im Allgemeinen in US-Dollar angegeben werden. Des Weiteren haben viele Schwellenländer zu den vorherrschenden niedrigen Zinssätzen des letzten Jahrzehnts massiv Kredite aufgenommen, häufig in US-Dollar, und sehen sich nun mit hohen Refinanzierungs- und Finanzierungskosten konfrontiert, die sie sich nicht leisten können.

Diese wirtschaftliche Unsicherheit rund um den Globus hat unter den Anlegern Ängste geschürt und viele dazu bewogen, sich von Nicht-US-Aktien zu trennen. Nach Daten von Refinitiv Lipper, die in der Ausgabe des Wall Street Journal vom 6. September veröffentlicht wurden, investierten die Anleger in vier der vorangegangenen sechs Wochen (vor dem 6. September) in US-Aktien und auf US-Aktien ausgerichtete Investmentfonds, während sie in 20 aufeinanderfolgenden Wochen Geld aus Nicht-US-Aktienfonds abzogen. Das Journal berichtet weiter, dass dies die längste Serie von Kapitalabzügen seit einer 22-wöchigen Serie von Abflüssen war, die im Oktober 2019 endete. Aus unserer Sicht ist es ein Fehler, wenn sich die Anleger zurückziehen. Im Gegensatz zu ihren US-Pendants sind wir der Auffassung, dass Nicht-US-Aktien, insbesondere Value-Aktien, so bewertet sind, als stünde der Weltuntergang bevor, und wir alle wissen, dass dieser nur selten eintritt. Jason Zweig hat kürzlich in seiner beliebten Wall Street Journal-Kolumne „The Intelligent Investor" diesen Zwiespalt und die sich daraus ergebenden potenziellen Chancen für Anleger anerkannt:

> *Institutionelle Anleger, die bereit sind, Zeit und Mühe zu investieren, um sich von der Masse abzuheben, sollten stets darüber nachdenken, wo das Überraschungspotenzial am größten ist.* [Für US-Anleger könnte das derzeit bedeuten, sich ins Ausland zu wagen.
>
> „**Where You Can Find Stock-Market Bargains"**, The Wall Street Journal, 16. September 2022

Infolge dieses Pessimismus ist eine große Bewertungslücke zwischen US- und Nicht-US-Aktien entstanden, die sich in der erheblichen Bewertungsdifferenz zwischen US-amerikanischen Marktindizes und den Value-Komponenten einiger Nicht-US-Indizes widerspiegelt. Einige würden argumentieren, dass dies größtenteils auf den Umstand zurückzuführen ist, dass die US-Indizes von hoch bewerteten Large-Cap-Technologiewerten dominiert werden, während sie in den Nicht-US-Indizes eine eher marginale Rolle spielen. Wir erkennen diesen Unterschied in der Zusammensetzung zwar an, sind aber der Ansicht, dass dadurch die extremen Unterschiede in den Indexbewertungen oder auch zwischen einzelnen Nicht-US-Unternehmen und ihren US-amerikanischen Pendants in zahlreichen Branchengruppen nicht vollständig erklärt werden können.

INDEX	DIVIDENDEN RENDITE	P/E	P/E FWD	P/BV
S&P 500 Index	1,88	19,69	15.39	3,86
S&P 500 Value Index	2,61	17,29	13,04	2,73
S&P 500 Growth Index	1,11	22,99	19,01	7,06
MSCI EAFE Value Index	5,14	9,30	7,95	1,00
MSCI ACWI ex-US Value Index	5,23	9,06	7,95	1,03
MSCI Europe Value Index	5,21	8,79	7,44	1,06
MSCI AC Asia ex Japan Value Index	4,36	9,29	8,13	0,92
MSCI EM Value Index	5,55	8,38	7,66	1,02

Die vorstehende Grafik zeigt die Bewertungskennzahlen (Dividendenrendite, Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnis) für verschiedene Indizes von S&P Global und MSCI. Die Konsensgewinnschätzungen stammen von Finanzanalysten, die von Thomson I/B/E/S für alle Länder außer Japan zur Verfügung gestellt werden. Für Japan werden die Daten von Toyo Keizai für Wertpapiere verwendet, die nicht von Thomson I/B/E/S erfasst werden.
Quelle: S&P Global und MSCI Fact Sheets, Stand: 30. September 2022

Man sollte nicht aus den Augen verlieren, dass es viele großartige Unternehmen mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen gibt, die im Ausland ansässig sind. Viele von ihnen gehören jedes Jahr zu den Aktien mit der besten Performance weltweit. Aus Sicht der Preisgestaltung sind die Chancen, die sich heute bieten, insbesondere bei Nicht-US-Aktien, unseres Erachtens eine der besten, die wir seit weit über einem Jahrzehnt gesehen haben. Im Folgenden stellen wir einige Vergleiche von Nicht-US-Aktien vor, die in einem oder mehreren unserer Teilfonds gehalten und unseres Erachtens mit großen Abschlägen gegenüber ähnlichen US-Unternehmen

gehandelt werden. Das ist genau die Art von Abschlägen, die uns in Kombination mit einem Abschlag von unserer Schätzung des inneren Werts „vor Gier zittern lassen“.

Johnson Service Group (Industriewäscherei mit Sitz in Großbritannien)

Sowohl die in Großbritannien ansässige Johnson Service Group ("Johnson") (eine Position des Teilfonds) als auch die in den USA ansässige UniFirst Corporation (UniFirst) (die sich nicht im Teilfonds vertreten ist) sind industrielle Wäschereibetriebe. Beide Unternehmen haben ähnliche Geschäftsmodelle, die sich durch folgende Merkmale auszeichnen: Bereitstellung eines grundlegenden Dienstes zu geringen Kosten für mehrere tausend Kunden aus verschiedenen Branchen, hohe wiederkehrende Umsätze und mehrjährige Kundenverträge. Der Hauptunterschied zwischen den beiden Unternehmen (abgesehen vom Standort) ist der Kundenmix. Während UniFirst vor allem Wäschereidienstleistungen für Mitarbeiteruniformen anbietet, offeriert Johnson Wäschereidienstleistungen sowohl für Mitarbeiteruniformen als auch für Hotel-, Restaurant- und Catering-Wäsche.

Am 30. September wurde Johnson auf dem britischen Markt mit dem 1,1-Fachen des Geschäftsswerts im Verhältnis zum Umsatz der letzten zwölf Monate („TTM“), dem 10,7-Fachen des Geschäftsswerts im Verhältnis zum TTM-Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen („EBITA“) und dem 12,3-Fachen des TTM-Kurs-Gewinn-Verhältnisses („KGV“) gehandelt. Im Gegensatz dazu wurde das in den USA ansässige Unternehmen Unifirst am US-Aktienmarkt mit dem 1,4-Fachen des Geschäftsswerts im Verhältnis zum TTM-Umsatz, dem 15,0-Fachen des Unternehmenswerts im Verhältnis zum TTM-EBITA und dem 22,9-Fachen des TTM KGV gehandelt.

	Verhältnis des Geschäftswerts zum TTM-Umsatz	Verhältnis des Geschäftswerts zum TTM-EBITA	TTM-KGV
Johnson Services Group	1,1x	10,7x	12,3x
Unifirst	1,4x	15,0x	22,9x

Es ist zwar klar, dass Johnson quantitativ günstiger ist als sein nächstgelegener, in den USA notierter Konkurrent, aber unseres Erachtens ist das Unternehmen unterbewertet. Vor der COVID-Pandemie erwirtschaftete Johnson 60 % des EBITA mit Hotels, Restaurants und Catering-Kunden. Die COVID-Krise hatte in den Jahren 2020 und 2021 einen wesentlichen negativen Einfluss auf diese Endmärkte, was größtenteils auf die von der britischen Regierung verhängten Lockdowns zurückzuführen ist. Obwohl sich die Erträge im Jahr 2022 erholt haben, liegt die Rentabilität dieser Kunden weiterhin deutlich unter dem Niveau vor der COVID-Pandemie. Der jüngste Marktkonsens bezüglich einer bevorstehenden Rezession in Großbritannien könnte die erwartete Gewinnerholung weiter verzögern.

Selbst bei niedrigen Gewinnen wird die Johnson Services Group weit unter unserer Schätzung des inneren Werts gehandelt. Fusionen und Übernahmen (M&A) ähnlicher Unternehmen in Europa wurden im Durchschnitt mit dem 2,3-fachen Geschäftswert-Umsatz- und dem 14,9-fachen Geschäftswert-EBITA-Verhältnis durchgeführt. Die jüngsten Kapitalmaßnahmen könnten unseres Erachtens ein positives Signal des Unternehmens hinsichtlich seiner Zukunftsaussichten darstellen. Nach der Veröffentlichung der Ergebnisse vom 1. September 2022 nahm Johnson wieder Dividendenausschüttungen vor und kündigte ein Aktienrückkaufprogramm an (das erste seiner Art), und der CEO erwarb 30.000 Aktien auf dem freien Markt.

CNH (Landmaschinengeschäft mit Sitz in Großbritannien)

CNH (das in den Teilfonds-Portfolios vertreten ist) und Deere & Company (das Unternehmen hinter der Marke John Deere, an dem die Teilfonds-Portfolios derzeit nicht beteiligt sind) sind die beiden größten Akteure in der oligopolistischen Landmaschinenbranche. Die beiden Unternehmen haben ein sehr ähnliches Produktangebot und werden von den Landwirten oft einfach anhand der Farbe ihrer Maschinen identifiziert: grün für John Deere und rot für CNH. Beide Unternehmen konkurrieren weltweit miteinander, wobei John Deere auf dem profitablen nordamerikanischen Markt einen wesentlich höheren Marktanteil hat. John Deere hat zudem eine stärkere Position im Bereich der Präzisionsmaschinen für die Llandwirtschaft. Daher verdient Deere unserer Ansicht nach

einen gewissen Bewertungsaufschlag gegenüber CNH. Allerdings wird Deere derzeit mit dem 14,6-Fachen des vom Bloomberg-Konsens für 2022 geschätzten Gewinns gehandelt, während CNH mit dem 8,2-Fachen bewertet wird (Stand: 30. September).

	KGV (geschätzt)
CNH	8,2x
Deere & Co.	14,6x

CNH ist seit langem börsennotiert und hat seinen Hauptsitz in Europa, da das Unternehmen von der italienischen Familie Agnelli kontrolliert wird. Die Bewertung des Unternehmens spiegelt oft eher das Niveau eines europäischen Industrieunternehmens wider als das eines starken Akteurs in der oligopolistischen Landmaschinenbranche. Unserer Ansicht nach wird CNH vor allem wegen seines Sitzes in Europa und der düsteren Stimmung, die derzeit an den europäischen Märkten vorherrscht, abgestraft. Wir glauben, dass dies ein Fehler im Anlegerverhalten ist, der ausgenutzt werden kann. CNH ist derzeit an zwei Börsenplätzen notiert (an der New York Stock Exchange und der Borsa Italiana in Mailand, Italien). Analysten und Anleger haben CNH jedoch dazu ermutigt, sich ausschließlich in den USA notieren zu lassen, um den Bewertungsabschlag zu verringern. Am 24. Februar 2020 kaufte der CEO von CNH 150.000 Aktien des Unternehmens zu einem Preis von 13,69 USD je Aktie, und am 5. Mai 2022 erwarb Alessandro Nasi, der stellvertretende Vorsitzende der Holdinggesellschaft Exor der Familie Agnelli, 7.209 Aktien zu je 14,56 USD. Am 19. Oktober lag der Aktienkurs bei 12,31 USD.

Deutsche Post (Logistikunternehmen mit Sitz in Deutschland)

Die Deutsche Post, eine weitere Kapitalanlage des Teilfonds, ist ein in Deutschland börsennotiertes Logistikkonglomerat mit starken Geschäftsbereichen in den Segmenten Expresszustellung, Spedition und Lieferkettenmanagement, die alle unter der Marke DHL weltweit konkurrieren. Diese Geschäftsbereiche sind in ihren Branchen führend und stellen rund 80 % des Betriebsergebnisses der Deutschen Post. Die Aktien der Deutschen Post werden zu einem Kurs von lediglich dem 7,1-Fachen der Bloomberg-Konsensschätzungen des Gewinns für 2022 (Stand: 30. September) gehandelt, während vergleichbare US-Unternehmen in den verschiedenen Geschäftsbereichen der Deutschen Post mit zweistelligen Gewinnmultiplikatoren bewertet werden, z. B. UPS (Expresszustellung) mit dem 12,6-Fachen, Expeditors (Spedition) mit dem 10,8-Fachen und GXO Logistics (Lieferkettenmanagement) mit dem 12,7-Fachen.

	KGV (geschätzt)
Deutsche Post	7,1x
UPS	12,6x
Expeditors	10,8x
GXO Logistics	12,7x

Unserer Ansicht nach ist die Deutsche Post aufgrund des Netzwerkeffekts und der Größenvorteile in ihren verschiedenen Geschäftsbereichen ein sehr starkes Unternehmen. Sie hat durchgehend eine Eigenkapitalrendite (ROE) von mehr als 20 % einschließlich Goodwill erwirtschaftet und könnte, wenn die Schätzungen der Analysten zutreffen, das Potenzial haben, ihren Umsatz im mittleren einstelligen Bereich zu steigern, was auf säkulare Trends im E-Commerce, Outsourcing und bei der Deglobalisierung zurückzuführen ist. Der größte Geschäftsbereich des Unternehmens, Express, ist mit einem Marktanteil von 38 % der weltweit führende Anbieter im Bereich der Expresszustellung. Das Unternehmen konkurriert in einem Oligopol mit FedEx und UPS. Das derzeitige Management der Deutschen Post hat auch die Kultur der Kapitalallokation im Unternehmen verändert, da es sich nun stärker als in der Vergangenheit auf die Kapitalrendite und die Generierung von freiem Cashflow konzentriert. Zum 30. September hatte das Unternehmen eine Dividendenrendite von 5,8 % und ein Aktienrückkaufprogramm im Wert von 2 Milliarden Euro, was etwa 5 % des Marktwerts des Unternehmens zum 30. September 2022 entsprach. Am 28. Juni 2022, als die Aktie des Unternehmens bei 35,92 Euro je Aktie notierte, gab das Unternehmen Folgendes bekannt: „In Anbetracht des derzeitigen opportunistischen Marktumfelds hat der Konzern beschlossen, die Durchführung seiner Aktienrückkäufe weiter vorzuziehen und

dabei seine Finanzkraft zu nutzen.“ Am 30. September notierte die Deutsche Post bei 30,80 Euro. Im Mai und Juni 2022 kauften vier Insider des Unternehmens schließlich Aktien der Deutschen Post im Wert von über 1,08 Millionen Euro zu Kursen zwischen 34,36 und 37,59 Euro je Aktie. Dazu gehören zwei Direktoren und der derzeitige CEO, der im kommenden Jahr in den Ruhestand gehen wird.

SKF (Kugellagerhersteller mit Sitz in Schweden)

Das im Teilfonds vertretene Unternehmen SKF ist unserer Ansicht nach der weltweit führende Hersteller von Kugellagern. Einer der direkten Konkurrenten ist The Timken Company, mit Sitz in North Canton, Ohio. Beide Unternehmen sind im Kugellagergeschäft tätig, aber SKF ist wesentlich größer und hat einen mehr als doppelt so hohen Jahresumsatz wie Timken. Außerdem hat SKF unseres Erachtens den besseren Ruf, eine stärkere globale Präsenz und ein größeres Engagement in spezialisierten Märkten. Während Timken bei Lagern für den Schienenverkehr in den USA sehr erfolgreich ist, ist SKF in vielen anderen Marktnischen stark, während das Unternehmen bei Lagern für Leichtfahrzeuge (ein schwieriges Geschäft) nur in begrenztem Umfang aktiv ist.

Zum 30. September 2022 und basierend auf den durchschnittlichen Bloomberg-Konsensschätzungen für 2022 wurde die Timken-Aktie mit dem 10-Fachen des Gewinns vor Zinsen und Steuern („EBIT“), dem 8-Fachen des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen („EBITDA“) und dem 11-Fachen des Nettogewinns gehandelt und bot eine Dividendenrendite von 1,9 %. Im Gegensatz dazu wurde der Aktienkurs von SKF auf Basis der durchschnittlichen Konsensschätzungen für 2022 mit dem 8-Fachen des EBIT, dem 6-Fachen des EBITDA und dem 10-Fachen des Nettogewinns gehandelt. SKF bot eine Dividendenrendite von 4,5 %. Die operativen Margen der beiden Unternehmen sind vergleichbar (etwa 12%), ebenso wie die Kapitalrenditen vor Steuern (im Bereich von 25 %-28 %).

	P/EBIT (geschätzt)	P/EBITDA (geschätzt)	KGV (geschätzt)	Div.-Rendite
SKF	8,0x	6,0x	10,0x	4,50 %
Timken	10,0x	8,0x	11,0x	1,90 %

Im Jahr 2021 erzielte Timken etwa 40 % seines Umsatzes in den USA und 60 % in anderen Ländern. SKF erwirtschaftet 21 % des Umsatzes in den USA und ist zwar recht stark in Europa vertreten, hat aber unseres Erachtens eine hervorragende globale Präsenz und auch eine bessere Branchenverteilung. Das Wachstumsmodell von SKF ist viel stärker auf internes Wachstum ausgerichtet als das von Timken, das eher auf Übernahmen basiert. Das ist zwar nicht unbedingt schlecht, aber wir denken, dass weniger Akquisitionen in diesem Zusammenhang ein geringeres Risiko bedeuten, die falschen Dinge zum falschen Preis zu kaufen.

Die schwedische Familie Wallenberg hält etwa 14 % der SKF und verfügt über 30 % der Stimmrechte. In den letzten zwei Jahren hat die Familie Aktien des Unternehmens im Wert von mehr als 75 Millionen US-Dollar zu Kursen gekauft, die im Durchschnitt höher lagen als das, was unsere Teilfonds für ihre Aktien bezahlt haben. Das Unternehmen verfügt unserer Ansicht nach über eine attraktive Bilanz mit einem Nettoschulden-EBITDA-Verhältnis per 30. Juni 2022 von 0,65 %.

Wir verstehen natürlich, dass die Anleger der schlechten relativen Renditen von Nicht-US-Aktien in den letzten mehr als zehn Jahren überdrüssig geworden sind, aber es ist wichtig zu verstehen, dass dies nicht immer der Fall war. So haben sich internationale Aktien in den zehn Jahren nach dem Platzen der Dotcom-Blase im März 2000 deutlich besser entwickelt als ihre US-Pendants. Wie wir bereits in früheren Briefen erwähnt haben, übertrafen die rollierenden 10-Jahres-Renditen des S&P 500 (monatlich berechnet) seit Mitte der 1970er Jahre bis zum 30. September 2022 die rollierenden 10-Jahres-Renditen des MSCI EAFE Index (in US-Dollar) in nur 55 % der gemessenen Zeiträume. Das bedeutet, dass der MSCI EAFE Index in etwa 45 % dieser rollierenden Zehnjahreszeiträume besser abschnitt als der S&P 500. In den vergangenen 10 Jahren erzielte der S&P 500 Renditen, die mehr als doppelt so hoch waren wie die des MSCI EAFE Index. Wir können es zwar nicht mit

Sicherheit sagen, aber wir vermuten, dass die kommenden 10 Jahre kaum noch Ähnlichkeit mit den letzten 10 Jahren haben werden.

Ben Graham riet Folgendes: „Kaufen Sie Ihre Strohhüte immer im Winter." Anleger sollten dies bei ihren Überlegungen zur Vermögensallokation im Hinterkopf behalten, da vielen Nicht-US-Aktien ein ungewöhnlich kalter Winter bevorstehen könnte – wie mit Sicherheit auch uns.

⋆⋆⋆

Wertentwicklung

Das am 30. September zu Ende gegangene Jahr erwies sich für die Marktindizes als außerordentlich schwierig, da die meisten Benchmarks der Teilfonds den Berichtszeitraum mit zweistelligen Rückgängen beendeten. In den meisten Fällen, in denen die Aktienmärkte rückläufig waren, haben sich Value-orientierte Anlagen im Allgemeinen etwas besser gehalten als die breiteren Marktindizes. In dieser Hinsicht haben die Tweedy, Browne Value Funds insgesamt nicht enttäuscht.

Alle unsere Teilfonds, mit Ausnahme des International Value Fund (CHF), übertrafen im Berichtszeitraum ihre jeweiligen Referenzindizes. Während der International Value Fund (CHF) im Berichtszeitraum geringfügig hinter seinem abgesicherten Referenzindex zurückblieb, übertraf er den nicht abgesicherten MSCI EAFE Index um 875 Basispunkte. Die unterdurchschnittliche Wertentwicklung des Teilfonds im Vergleich zum abgesicherten Referenzindex war größtenteils auf die Politik des Teilfonds zurückzuführen, nur das wahrgenommene Fremdwährungsrisiko abzusichern (während der Referenzindex nominell zu 100 % abgesichert ist), sowie auf die deutliche Untergewichtung japanischer Aktien gegenüber dem Referenzindex und den jüngsten Einbruch des japanischen Yen. Dennoch bot die Absicherungspolitik des Teilfonds weiterhin einen erheblichen Schutz gegen eine Verwässerung der Rendite durch sinkende Fremdwährungen, was in einer Zeit, in der sich das Pfund, der Euro und der Yen im freien Fall befanden, von entscheidender Bedeutung war. (Gegen Quartalsende notierten alle drei großen Währungen gegenüber dem Schweizer Franken auf einem Mehrjahrzehnte-Tief). Der International Value Fund (EUR), der im Berichtszeitraum sowohl den abgesicherten als auch den nicht abgesicherten MSCI EAFE Index um 421 bzw. 437 Basispunkte übertraf, profitierte ebenfalls von seiner Politik der Absicherung des wahrgenommenen Fremdwährungsrisikos. Der Global High Dividend Value Fund (EUR) übertraf seinen abgesicherten Referenzindex um 1.028 Basispunkte.

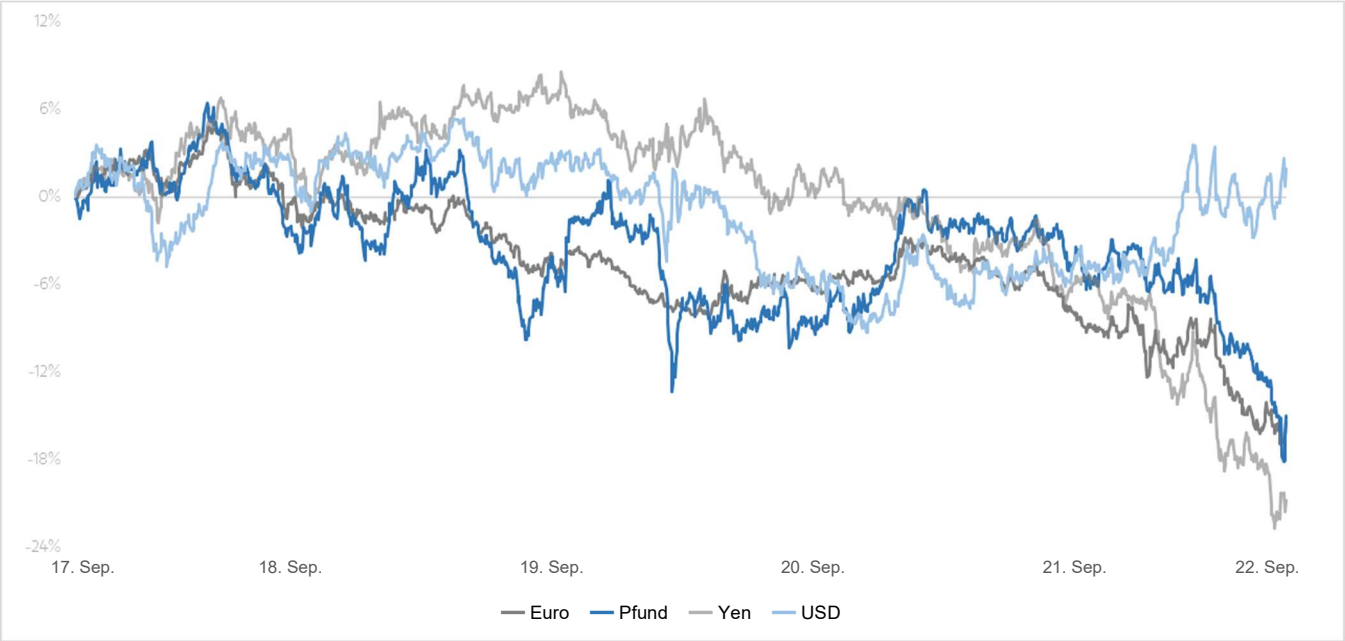
Angesichts stark steigender Zinsen und der zunehmenden Besorgnis über eine Wachstumsabschwächung, wenn nicht gar einen Rückgang der Unternehmensgewinne, scheint die im September 2020 begonnene Rotation der Anleger weg von wachstumsorientierten Aktien mit längerer Duration hin zu Value-orientierten Titeln mit kürzerer Duration weiterhin ungebrochen zu bestehen.

Es ist natürlich unmöglich zu wissen, ob sich die Märkte einer Talsohle nähern, aber wenn die Vergangenheit in Bezug auf frühere wichtige Wendepunkte der Märkte ein Vorbote ist, kann dies noch eine Weile so weitergehen. Positiv zu vermerken ist, dass diese volatilen Märkte unseres Erachtens immer wieder neue Anlagemöglichkeiten bieten. Wir bleiben zuversichtlich, dass dieses schwierige Umfeld und die sich daraus ergebenden potenziellen Preisbildungsmöglichkeiten die Voraussetzungen für ein anhaltendes Wiederaufleben des Value-Investing schaffen könnten.

Volatilität bei wichtigen Fremdwährungen

Mit Ausnahme des US-Dollars gab es in diesem Jahr bis dato bei vielen wichtigen Währungen wie dem britischen Pfund, dem Euro und dem japanischen Yen einen „Flächenbrand". Im Vergleich zum Schweizer Franken fielen sie auf ein Mehrjahrzehnte-Tief (in diesem Abschnitt konzentrieren wir uns zur Veranschaulichung und aufgrund der jüngsten Entscheidung des Value Fund, bei seinen Euro-basierten Teilfonds auf Währungsabsicherungen zu verzichten, auf den Franken).

FÜNFJAHRESVOLATILITÄT DER WÄHRUNGEN BEZOGEN AUF DEN SCHWEIZER FRANKEN



Quelle: Bloomberg

Die vorstehende Grafik veranschaulicht den kumulativen Rückgang der Währungskurse (ohne US-Dollar) gegenüber dem Schweizer Franken vom 30. September 2017 bis zum 30. September 2022 auf der Grundlage täglicher Währungskursdaten von Bloomberg. Die vier Währungen (Euro, Britisches Pfund, Japanischer Yen und US-Dollar) wurden auf der Basis von 100 am 30. September 2017 normalisiert. Die Grafik zeigt die kumulative prozentuale Veränderung für jede der vier Währungen über die folgenden fünf Jahre.

In Zeiten wie diesen beruhigt uns die Entscheidung des auf Schweizer Franken basierenden International Value Fund vor 26 Jahren, sein vermeintliches Fremdwährungsengagement wieder in Schweizer Franken abzusichern und so die Verwässerung der Gesamtrenditen durch sinkende Fremdwährungskurse in erheblichem Maße abzumildern. Wie Sie wissen, sind mögliche Verluste aufgrund von Wechselkursschwankungen ein Risiko, wenn man ungesichert in ausländische Aktien investiert. Zwar mag sich eine Aktie an der Londoner Börse gut entwickeln, wenn jedoch das britische Pfund gegenüber dem Franken fällt, kann ein Gewinn mit dieser Aktie verpuffen oder sogar zu einem Verlust werden, wenn ihr Wert wieder in Franken umgerechnet wird. In letzter Zeit haben die abwertenden Fremdwährungen die Verluste vieler internationaler Aktien noch vergrößert und somit den Schaden noch erhöht. Damals, im Jahr 1996, beruhte die Entscheidung des Teilfonds, sein Währungsrisiko abzusichern, zum Teil auf der empirisch begründeten Erkenntnis, dass das Engagement in Fremdwährungen Anlegern über lange Messperioden hinweg, wenn überhaupt, nur wenig zusätzliches Geld einbrachte und die Volatilität ihres Renditestroms weiter verstärkte.

Die Volatilität eines Renditestroms kann Auswirkungen auf die Bereitschaft eines Anlegers haben, „am Ball zu bleiben“, was wir stets als für den langfristigen Anlageerfolg entscheidend angesehen haben. Unseres Erachtens trägt die Praxis des auf Schweizer Franken lautenden International Value Fund, das wahrgenommene Fremdwährungsrisiko abzusichern, wo immer dies möglich ist, dazu bei, die Volatilität von Anlagen außerhalb der Schweiz zu mindern. Im Laufe der Jahre hat sich die Entscheidung des International Value Fund, Absicherungsgeschäfte zu tätigen, als richtig erwiesen.

Ein Blick auf die Ergebnisse des MSCI EAFE Index (abgesichert in CHF) und des MSCI EAFE Index (in CHF) seit dem 31. Oktober 1996 gibt Aufschluss darüber, wie sich eine vollständige Absicherung auf die Performance über lange Messperioden auswirken kann. Trotz vieler vorübergehender Höhen und Tiefen in diesem 26-Jahres-Zeitraum übertraf der abgesicherte Index den nicht abgesicherten Index im Durchschnitt um 80 Basispunkte pro Jahr, was einen erheblichen Nettovorteil für den abgesicherten Schweizer Anleger zur Folge hatte. Über lange Messperioden würden wir auf der Grundlage empirischer Studien zu US-Dollar-basierten Absicherungsstrategien und Erfahrungen aus der Vergangenheit erwarten, dass diese Differenz zwischen der Performance der abgesicherten und der nicht abgesicherten Indizes bescheiden ausfällt. Der Vorteil, den der abgesicherte Index

während dieses langen Zeitraums erzielt hat, spiegelt jedoch höchstwahrscheinlich die relative Stärke des Schweizer Franken in den letzten Jahren wider. Allerdings lässt dies darauf schließen, dass die Absicherung des Fremdwährungsrisikos über sehr lange Zeiträume hinweg mit sehr geringen Kosten in Form von Renditeeinbußen verbunden ist. (Bedenken Sie dabei, dass der International Value Fund (CHF) nicht vollständig nominal abgesichert ist, wie dies beim abgesicherten Index der Fall ist, und dass sich der Teilfonds in Bezug auf die Portfoliozusammensetzung, die Länder-, Sektor-, Branchen- und Marktkapitalisierungsallokation sowie andere Kennzahlen stark vom Index unterscheidet).

Angesichts der gestiegenen Währungsvolatilität, insbesondere in Bezug auf den Euro, haben wir die Anlagepolitik unserer Teilfonds mit Wirkung vom 16. November 2022 geändert, um uns mehr Flexibilität bei Entscheidungen zur Absicherung eines Teils oder des gesamten wahrgenommenen Fremdwährungsrisikos der Teilfonds zu ermöglichen. In der Praxis beabsichtigen wir, zumindest auf kurze Sicht, nicht, den Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) und den Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund abzusichern, während der Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) abgesichert bleiben soll.

Letztendlich überlassen wir den Anlegern die Entscheidung, ob sie eine Absicherung wünschen oder nicht. Anteilinhaber können wählen, ob sie in einen abgesicherten [den International Value Fund (CHF)] oder einen nicht abgesicherten Fonds [den International Value Fund (EUR) oder den Global High Dividend Value Fund (EUR), die beide mit Wirkung vom 16. November 2022 nicht mehr abgesichert sind], investieren wollen. Wovor wir jedoch warnen möchten, sind Versuche, die Währungsmärkte zu timen, indem Geld zwischen abgesicherten und nicht abgesicherten Anlagen hin- und hergeschoben wird. Wir raten Anlegern weiterhin, sich für eine abgesicherte oder nicht abgesicherte Anlageform zu entscheiden und diese langfristig beizubehalten. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass beide Wege wahrscheinlich zu einem ähnlichen Renditeziel führen, jedoch mit potenziell unterschiedlichen Volatilitätsniveaus innerhalb einer Periode.

Portfolioaufteilung und -positionierung

Beachten Sie bitte, dass die einzelnen hier besprochenen Unternehmen während des Geschäftsjahres zum 30. September 2022 in einem oder mehreren der Teilfonds gehalten wurden, nicht aber notwendigerweise in allen drei Teilfonds.

Wie bereits erwähnt, haben steigende Inflation und Zinssätze, zunehmende Aussichten auf eine globale Rezession, in die Höhe schießende Energiepreise, kollabierende Währungen und der anhaltende Krieg in der Ukraine den globalen Aktienmärkten und damit auch unseren Teilfondsportfolios im Berichtszeitraum weiter zugesetzt. Die meisten Sektoren, Branchengruppen (mit Ausnahme des Energiesektors), Länder und Einzeltitel verzeichneten im Berichtszeitraum Rückgänge. Es gab zwar ein paar Lichtblicke, aber die waren rar gesät.

Während die meisten unserer Unternehmen weiterhin finanzielle Fortschritte machten und sich die zugrundeliegenden Unternehmensgewinne recht gut hielten, begannen die Gewinnmargen bei vielen von ihnen aufgrund steigender Inputkosten unter Druck zu geraten. Ein Teil des Rückgangs bei vielen, wenn nicht sogar den meisten ihrer Aktienkurse war zweifellos auch auf die zahlreichen Verluste angesichts steigender Zinsen/Diskontsätze und nicht nur auf die sich verschlechternden Fundamentaldaten zurückzuführen.

Insgesamt leisteten die Beteiligungen in den Bereichen Biotechnologie, Fachhandel, Luft- und Raumfahrt und Verteidigung sowie Banken im Berichtszeitraum einen wesentlichen positiven Beitrag zu den Renditen unseres Teilfonds. Dazu gehörten starke Ergebnisse von Unternehmen wie Vertex Pharmaceuticals, Ionis Pharmaceuticals, AutoZone, BAE Systems, Rheinmetall und DBS Group. Im Gegensatz dazu litten Industrie-, Kommunikationsdienstleistungs-, Grundstoff- und Basiskonsumgüterwerte erheblich, wobei einige Unternehmen aus den Bereichen Luftfracht und Logistik, kommerzielle Dienstleistungen, interaktive Medien, Chemikalien und Nahrungsmittel am stärksten betroffen waren. Darunter waren enttäuschende Aktienrenditen von FedEx, Deutsche Post, A-Living Smart City Services, Alphabet, BASF, Lassonde und Nestlé, um nur ein paar zu nennen.

Die Portfolios der Teilfonds waren zum Quartalsende weiterhin nach Emissionen, Ländern, Sektoren, Branchengruppen und Marktkapitalisierung diversifiziert, wiesen jedoch weiterhin nur eine geringe Ähnlichkeit mit breiten Marktindizes auf. Während die Portfolios nach wie vor auf Unternehmen mit größerer Marktkapitalisierung ausgerichtet sind, wurden in den letzten Jahren und im Berichtszeitraum auch zahlreiche Unternehmen mit kleinerer und mittlerer Marktkapitalisierung in die Portfolios aufgenommen. Zudem hat das Engagement in einigen der entwickelteren Schwellenländern in den letzten Jahren und im Berichtszeitraum marginal zugenommen. Dazu gehören die aktuellen Investitionen in China, Mexiko und Südkorea, während unser Anlageteam weiterhin Unternehmen unter anderem in Taiwan, auf den Philippinen und in Chile bewertet. In Anbetracht der guten Anlagemöglichkeiten, die sich in diesem volatilen Umfeld bieten, bleiben die Teilfondsportfolios relativ voll investiert, was wir häufig als Investitionsgrad von 95 % oder mehr definieren. Zum 30. September hielten die Teilfonds Barreserven zwischen 4,8 % und 6,9 %.

Portfolioaktivität

Da die Marktvolatilität im Berichtszeitraum zunahm, blieben wir sehr aktiv und bauten in jedem Teilfonds eine erhebliche Anzahl neuer Positionen auf. Darüber hinaus haben wir im Berichtszeitraum noch zahlreiche andere Fonds aufgestockt. Zu den Neuzugängen in den Portfolios des Teilfonds gehörten die Deutsche Post, das in Deutschland ansässige Logistikunternehmen, das über seine Tochtergesellschaft DHL im Paketversand und bei Expressdiensten international führend ist; das in Großbritannien ansässige Unternehmen Howden Joinery, das Einbauküchen entwirft, herstellt und vertreibt; die belgische Bank KBC Group, die in Belgien sowie in Mittel- und Osteuropa über ein starkes Bankgeschäft verfügt; Nabtesco, ein kleines bis mittelgroßes japanisches Industrieunternehmen, das Präzisionsteile für eine Vielzahl von Anwendungen im Bereich der Bewegungssteuerung herstellt, darunter Roboter, Flugzeuge, Eisenbahnausrüstungen und Baumaschinen; und Husqvarna, ein in Schweden ansässiges Unternehmen, das ein führender Hersteller und Vertreiber von Elektrowerkzeugen für den Außenbereich ist, darunter Roboterrasenmäher. Unserer Ansicht nach wurden alle diese neu hinzugefügten Positionen mit erheblichen Abschlägen gegenüber unseren konservativen Schätzungen ihres zugrundeliegenden inneren Werts zum Zeitpunkt des Erwerbs gehandelt. Sie verfügten über solide Bilanzen, die es ihnen ermöglichen dürften, wirtschaftlichen Turbulenzen zu trotzen, und scheinen so aufgestellt zu sein, dass sie von zukünftigen Wachstumspotenzialen profitieren können. In vielen, wenn nicht sogar den meisten Fällen wurden sie von sachkundigen Insidern zu oder ungefähr zu den Kursen gekauft, die wir für die Aktien des Teilfonds zahlten.

Veräußert haben wir unter anderem unsere verbleibenden Aktien des deutschen Chemieunternehmens BASF, des britischen Vermarkters und Vertreibers von Erdölprodukten Vivo Energy, des US-amerikanischen Herstellers von Verbrauchermarken 3M und der französischen Holdinggesellschaft Bollore, die in den Bereichen Transport, Logistik und Medien tätig ist. Die Aktienkurse dieser Gesellschaften hatten entweder unsere Schätzungen des zugrundeliegenden inneren Werts erreicht oder waren in irgendeiner Weise durch den Rückgang unserer Schätzungen des zugrundeliegenden inneren Werts und der künftigen Wachstumsaussichten beeinträchtigt worden. In anderen Fällen haben wir Positionen abgebaut, um Platz für Neuzugänge in den Teilfonds zu schaffen und/oder um Verluste zu generieren, die zum Ausgleich realisierter Gewinne genutzt werden konnten.

Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekte (ESG)

Wie Sie vielleicht wissen, wurde im Berichtszeitraum in der Presse viel über die Wirksamkeit der Einbeziehung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekten (ESG) in die Anlageprozesse von Investmentgesellschaften berichtet. Zahlreiche Medienvertreter, Aufsichtsbehörden und Regierungsvertreter stellten die Frage, ob die Berücksichtigung dieser Aspekte im Widerspruch zu der treuhänderischen Verantwortung eines Beraters steht, die besten Renditen für seine Kunden zu erzielen. Dies hatte zweifellos zum Teil mit der jüngsten Outperformance von Aktien im Energiesektor sowie mit neuen empirischen Erkenntnissen zu tun, die darauf hindeuten, dass so genannte ESG-Portfolios (die häufig Investitionen in energiebezogene Unternehmen ausschließen) nicht die zuvor versprochenen Renditen erwirtschaften.

In Anbetracht dieser Bedenken möchten wir unseren Teilfonds-Aktionären ein klares Verständnis dafür vermitteln, wie wir ESG-Aspekte in unseren Anlageprozess einbeziehen wollen. Zur Erinnerung: Wir bei Tweedy, Browne befinden uns nicht auf einem moralischen Kreuzzug zur „Rettung der Welt“, auch wenn wir der Meinung sind, dass ein vernünftiges und verantwortungsbewusstes Verhalten in Bezug auf einige dieser Themen dazu beitragen kann, den Aktienwert eines Unternehmens im Laufe der Zeit zu steigern. Wir sind uns unserer treuhänderischen Verantwortung voll bewusst und verhalten uns entsprechend. Wir versuchen einfach, im Rahmen der Anlagestrategien unserer Teilfonds die bestmöglichen risikobereinigten Renditen zu erzielen. Soweit die von uns ausgemachten ESG-Themen wesentliche Risiken oder Chancen im Zusammenhang mit unserer Einschätzung der künftigen Zusammensetzung der zugrunde liegenden inneren Werte der Portfoliogesellschaften des Teilfonds darstellen, werden sie in unserem Entscheidungsprozess bewertet und entsprechend gewichtet. Unser Ansatz war schon immer an unserer treuhänderischen Verpflichtung ausgerichtet und wird es auch in Zukunft sein.

Vor diesem Hintergrund gab es im Berichtszeitraum einige Fälle, in denen ein ESG-Thema in unserem Anlageprozess zum Tragen kam. Unseres Erachtens ist dies eine Erwähnung wert:

Unter dem Gesichtspunkt der Corporate Governance (das „G“ in ESG) haben wir uns in den letzten zwölf Monaten weiterhin aktiv für die Position des Teilfonds in Industrias Bachoco, dem mexikanischen Hühnerfleischunternehmen, eingesetzt und uns aggressiv gegen ein vorgeschlagenes freiwilliges Übernahmeangebot gewehrt, das von einer von der Familie Robinson Bours beherrschten Gesellschaft geprüft wurde. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass das Angebot der beherrschenden Familie weit unter dem Fair Value liegt und die Familie in unfairer Weise auf Kosten der Minderheitsaktionäre begünstigt. Gemeinsam mit anderen Aktionären, die zusammen etwa 16 % der ausstehenden Aktien repräsentieren, haben wir mehrere Briefe an die Gesellschaft und die Aufsichtsbehörde geschickt, um unsere Einwände zu äußern. Unseres Erachtens haben die Aktionäre mit dem Angebot zwei schlechte Optionen: Sie sind entweder gezwungen, das niedrige Angebot anzunehmen und ihre Aktien weit unter dem von uns geschätzten Fair Value anzudienen, oder sie verzichten auf die Andienung und müssen mit noch weniger Liquidität bei einer ohnehin schon schwach gehandelten Aktie rechnen. Infolgedessen haben wir zahlreiche Anstrengungen unternommen, um über die Presse und gemeinsam mit anderen Aktionären Druck auf die beherrschende Familie auszuüben, in der Hoffnung, ein besseres Ergebnis zu erwirken. Leider sind diese Bemühungen bis heute auf taube Ohren gestoßen. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts hat die mexikanische Aufsichtsbehörde den Preis des freiwilligen Übernahmeangebots genehmigt, und der Großaktionär ist vorgeprescht und hat sein Angebot formell auf den Weg gebracht.

Im späten Frühjahr haben wir beschlossen, die verbleibenden Beteiligungen des Teilfonds an 3M zu verkaufen, vor allem aufgrund der jüngsten Rechtsstreitigkeiten im Zusammenhang mit der Produktsicherheit. Es gab ein langwieriges Haftungsproblem im Zusammenhang mit PFAS, so genannten „Forever Chemicals“, die in die öffentliche Wasserversorgung gelangten, und vor kurzem kam es zu Schwierigkeiten mit für das Militär hergestellten Ohrstöpseln. Die Schadenersatzzahlungen im Rahmen mehrerer früherer Gerichtsverfahren zu Ohrstöpseln waren außerordentlich hoch und könnten das Wachstum von 3M in den kommenden Jahren bremsen. Zwar war die Aktie nach wie vor günstig bewertet, aber wir hielten es für sinnvoller, das Kapital der Teilfonds anderweitig einzusetzen, als zu versuchen, jahrelange juristische Auseinandersetzungen abzuwarten.

Des Weiteren haben wir gegen einen Vorschlag von SCOR, der französischen Rückversicherungsholding des Teilfonds, gestimmt, die Satzung so zu ändern, dass der Vorsitzende, Denis Kessler, bis zum Alter von 72 Jahren (statt 70) im Amt bleiben kann. Wir waren der Auffassung, dass seine Leistung, insbesondere in Bezug auf den

Umgang mit der versuchten Übernahme durch Covea und den missglückten Wechsel des SCOR-CEO, nicht der guten Unternehmensführung entsprach, die wir in den vergangenen Jahren bei SCOR gewöhnt waren. Da für diese Maßnahme eine absolute Mehrheit erforderlich war, hielten wir dies für die beste Möglichkeit, seinen Rücktritt aus dem Verwaltungsrat zu erzwingen. Das Votum wurde angenommen, und Herr Kessler wird für zwei weitere Jahre Vorsitzender bleiben. Danach wird er voraussichtlich in den Ruhestand gehen. Der Kurs der SCOR-Aktie ist unseres Erachtens nach wie vor außerordentlich günstig. Er entschädigt mehr als nur für die kontinuierliche Arbeit von Kessler, die auf lange Sicht recht zufriedenstellend war.

Zu Beginn dieses Jahres hat sich Tweedy, Browne unter der Leitung des Rathbones Stewardship-Teams und koordiniert durch die PRI Collaboration Platform an einer Initiative in Bezug auf FTSE 350-Unternehmen beteiligt, die Section 54 des Modern Slavery Act von 2015 nicht einhalten. Das Problem der modernen Sklaverei in Unternehmen und ihren Lieferketten ist weitaus verbreiteter, als man vermuten könnte, und war uns wichtig. An dieser Initiative mit dem Titel „Votes Against Slavery"“ (Stimmen gegen Sklaverei) nahmen 29 weitere Investmentmanager und institutionelle Anleger teil. In diesem Jahr wurden 44 Unternehmen ermittelt, die sich nicht an das Gesetz hielten. Mit diesen wurde Kontakt aufgenommen. Wir freuen uns, Ihnen mitteilen zu können, dass am 3. Oktober alle 44 Unternehmen die Anforderungen erfüllt haben und „Votes Against Slavery“ von PRI als „Stewardship Project of the Year“ ausgezeichnet wurde. Wir waren stolz darauf, diese wichtige Initiative mit unserem Namen unterstützen zu können.

Neuzugänge und Abgänge

Wir freuen uns, Ihnen mitteilen zu können, dass Andrew Ewert, der seit sechs Jahren in unserem Analyseteam tätig und als Aktionär an unserer Gesellschaft beteiligt ist, mit Wirkung vom 1. Juli 2022 zum Managing Director befördert wurde und unserem Anlageausschuss beigetreten ist. Andrew kam 2016 zu Tweedy, Browne, nachdem er bei anderen Value-orientierten Anlagegesellschaften wie Equinox Partners und Ruane, Cunniff & Goldfarb tätig war. Er erwarb im Jahr 2000 einen Bachelor-Abschluss in Betriebswirtschaft an der Emory University und 2007 einen MBA an der Columbia University, wo er das hoch angesehene Value Investing-Programm der Columbia University absolvierte. Während seiner Zeit bei Tweedy, Browne war Andrew ein außerordentlich produktiver Analyst, der sowohl inländische als auch internationale Aktien bewertete. Darüber hinaus war er für eine Vielzahl erfolgreicher Investitionen verantwortlich, die in den letzten Jahren ihren Weg in unsere Portfolios gefunden haben. Er ist ein klar denkender, charakterlich einwandfreier Mensch, der tagtäglich das nötige Temperament aufbringt, um als Value-Investor erfolgreich zu sein.

Andrew löste Sean McDonald ab, der die Gesellschaft zum 30. Juni verlassen hat. Sean war seit 2009 Mitglied unseres Anlageteams sowie ein geschätzter Freund und Kollege. Wir bedauern, dass er nun gegangen ist. Wir wünschen ihm viel Erfolg bei seinen künftigen Unternehmungen.

Wir sind nach wie vor besonders stolz auf die Stärke und Stabilität unseres Anlageteams, das sich aus den sieben Mitgliedern unseres Anlageausschusses, Will Browne als Senior Advisor und drei weiteren Wertpapieranalysten zusammensetzt. Das elfköpfige Team hat insgesamt 280 Jahre bei Tweedy, Browne absolviert (zwischen 6 und 48 Jahren), was einer durchschnittlichen Betriebszugehörigkeit von 25 Jahren entspricht. In der mehr als 100-jährigen Geschichte von Tweedy, Browne hat außerdem kein Mitglied der Geschäftsleitung von Tweedy, Browne jemals die Gesellschaft verlassen, um einen anderen Job anzunehmen. Wir freuen uns auf viele weitere Jahre der Zusammenarbeit mit diesem talentierten Team von Anlageexperten.

Schlussgedanken

Das gut gemeinte Experiment mit der extremen und von manchen als radikal bezeichneten Geldpolitik seit der Finanzkrise 2008 hat in letzter Zeit unbeabsichtigte Folgen gehabt, nämlich einen Anstieg der Inflation und der Zinssätze sowie große Unterschiede bei Vermögen und Einkommen, die unserer bescheidenen Ansicht nach die Nachhaltigkeit unserer langen wirtschaftlichen Expansion bedrohen. Einige haben argumentiert, dass dies auch zu einer Anfälligkeit unserer Kapitalmärkte und politischen Institutionen geführt hat. Richard Fisher, der ehemalige Präsident der Federal Reserve Bank of Dallas, sagte kürzlich in einem Interview mit Joe Kernan in der Squawk Box von CNBC:

Wir haben ein Inflationsproblem. Wir sind die führende Zentralbank der Welt. [Wir müssen zeigen, dass wir das Problem in den Griff bekommen, auch wenn wir es selbst verursacht haben... Es wurden enorme Überschüsse geschaffen, indem die Zinssätze zu lange an der Nullgrenze gehalten wurden und die Bilanz nicht gekürzt wurde. Nun sehen wir, dass die Vorteile, die dies für Anleger und Unternehmen hatte, ins Gegenteil umschlagen. *Wenn man das wegnimmt, wird es zu Spannungen im System kommen... Wir werden sehen müssen, welcher Preis dafür gezahlt werden muss, diesen Prozess wieder in Gang gesetzt zu haben.* [Ben Bernanke hat übrigens damit begonnen, die Bilanz zu nutzen und die Null-Zins-Marke auszureizen. Mittlerweile ist es so weit gekommen, dass man das Ganze wieder zurückfahren muss, und das wird schmerzhaft sein.

Während die Weltwirtschaft der „Null-Zins-Marke" des letzten Jahrzehnts passive gegenüber aktiven Anlagen, Wachstums- und Technologiewerte gegenüber Value-Aktien und US- gegenüber Nicht-US-Aktien begünstigte, scheint heute das Gegenteil der Fall zu sein. Ein inflationäres Umfeld, in dem sich die Leitzinsen letztendlich wieder normalisieren, wird unseres Erachtens aktive gegenüber passiven Anlagen, Value-Aktien gegenüber Wachstums- und Technologiewerten und Nicht-US- gegenüber US-Aktien begünstigen.

Dennoch bleibt das kurzfristige Anlageumfeld äußerst schwierig, da die Märkte mit der zunehmenden Inflation und den steigenden Zinsen sowie den Aussichten auf eine möglicherweise schmerzhafte globale Rezession konfrontiert sind. Die Bewertungen haben zwar eine gewisse Korrektur erfahren, da viele Aktien gegenüber ihren Höchstständen um mehr als 25 % gefallen sind, aber es bleibt abzuwarten, ob dies angesichts der Aussicht auf Gewinnenttäuschungen in naher Zukunft ausreichen wird. Dennoch sind wir der Ansicht, dass dies ein hervorragender Zeitpunkt ist, um „nach Werten Ausschau zu halten", insbesondere an den Nicht-US-Aktienmärkten, die die Bewertungsexzesse ihrer US-Pendants bei Weitem nicht erreicht haben. Dementsprechend konzentrieren wir uns weiterhin auf Unternehmen, von denen wir glauben, dass sie über eine solide Bilanz verfügen und/oder in der Lage sind, weiterhin Preissetzungsmacht auszuüben, und auf solche, bei denen es in letzter Zeit Insiderkäufe durch „sachkundige Insider" gegeben hat. Seien Sie versichert, dass wir weiterhin am Ball bleiben, neue und bestehende Anlagen auf Einzeltitelbasis prüfen und die Portfolios unserer Kunden für eine Zeit aufstellen werden, von der unser Anlagestil unserer Einschätzung nach relativ gut profitieren könnte.

Wir danken Ihnen für Ihre anhaltende Zuversicht und Ihr Vertrauen.

Mit freundlichen Grüßen

Roger R. de Bree, Andrew Ewert, Frank H. Hawrylak, Jay Hill,
Thomas H. Shrager, John D. Spears, Robert Q. Wyckoff, Jr.

Anlageausschuss
Tweedy, Browne Company LLC

Oktober 2022

Die Erwähnung eines bestimmten Wertpapiers ist weder als Kaufempfehlung noch als Aufforderung zum Verkauf dieses Wertpapiers zu verstehen. Die Portfoliobestände können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern und sind möglicherweise nicht repräsentativ für die aktuellen oder zukünftigen Anlagen eines Teilfonds.

Die hier ausgedrückten Ansichten entsprechen der Auffassung von Tweedy, Browne Company LLC mit Stand vom Datum dieses Berichts; sie beabsichtigen keine Prognose oder Garantie zukünftiger Ergebnisse, und Änderungen bleiben vorbehalten.

Derzeitige und künftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Anlagen in ausländischen Wertpapieren beinhalten zusätzliche Risiken wie etwa Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Standards der Rechnungslegung und Finanzberichterstattung, unterschiedliche Aufsichtsrechte sowie unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in diversen Ländern. Zudem sind die Wertpapiere kleinerer Unternehmen tendenziell volatiler als die Wertpapiere größerer Unternehmen. Ereignisse höherer Gewalt wie

Pandemien im Zeichen politischer Umwälzungen und Naturkatastrophen erhöhen wahrscheinlich die inhärenten Risiken von Anlagen und können umfassende negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und die Konjunktur im Allgemeinen haben. Das Wertanlegen beinhaltet das Risiko, dass der Markt den inneren Wert eines Wertpapiers lange Zeit nicht erkennt oder ein Wertpapier, welches als unterbewertet betrachtet wird, tatsächlich beim Kauf richtig bepreist ist. Dividenden werden nicht garantiert, und ein Unternehmen, das zurzeit Dividenden ausschüttet, kann diese Zahlungen jederzeit einstellen. Risikostreuung garantiert keinen Gewinn und schützt in einem allgemein einbrechenden Markt nicht vor Verlusten.

Ein Ausbruch einer Atemwegserkrankung, die durch ein neuartiges Coronavirus mit der Bezeichnung COVID-19 verursacht wurde, hat sich zu einer weltweiten Pandemie entwickelt und unter anderem zu extremer Volatilität an den Finanzmärkten und schweren Verlusten, verringerter Liquidität vieler Instrumente, erheblichen Reisebeschränkungen, erheblichen Unterbrechungen von Geschäftsabläufen, Lieferketten und Kundenaktivitäten, geringerer Verbrauchernachfrage nach Waren und Dienstleistungen, Stornierungen von Dienstleistungen und Veranstaltungen, Kürzungen und anderen Änderungen, angespannten Gesundheitssystemen sowie allgemeiner Besorgnis und Unsicherheit geführt. Die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie haben die Weltwirtschaft, die Volkswirtschaften einzelner Länder und die finanzielle Performance einzelner Emittenten, Sektoren, Branchen, Anlageklassen und Märkte in erheblicher und unvorhergesehener Weise beeinträchtigt, und die Dauer dieser Pandemie lässt sich nicht mit Gewissheit bestimmen. Zwar wurden bereits einige Impfstoffe entwickelt und von verschiedenen Regierungen zugelassen, doch die politischen, sozialen, wirtschaftlichen, marktbezogenen und finanziellen Risiken von COVID-19 könnten noch über Jahre hinweg bestehen bleiben. All das könnte erhebliche Auswirkungen auf die Teilfonds haben, unter anderem durch die Beeinträchtigung der Performance, der Nettoinventarwerte, der Erträge und/oder der Betriebsergebnisse der Teilfonds sowie der Leistungsfähigkeit, der Erträge, der Betriebsergebnisse und der Rentabilität von Emittenten, in die einzelnen Teilfonds investieren.

Bitte lesen Sie im Verkaufsprospekt des Fonds die Beschreibung der Risikofaktoren, die mit Anlagen in Wertpapieren verbunden sind, wie sie von den Teilfonds eventuell gehalten werden. Alle Anlagen unterliegen einem Risiko, einschliesslich des möglichen Kapitalverlusts. Es gibt keine Garantie dafür, dass ein Teilfonds sein Anlageziel erreichen wird.

Die von einem Teilfonds angewandte Praxis der Absicherung gegen Wechselkursschwankungen verringert zwar das Verlustrisiko aufgrund von Wechselkursschwankungen, reduziert aber auch die Fähigkeit eines Teilfonds, von günstigen Wechselkursschwankungen zu profitieren, wenn die Währung, gegen die der Teilfonds abgesichert ist, gegenüber den Währungen, auf die die Anlagen des Teilfonds lauten, an Wert verliert, und kann einem Teilfonds in bestimmten Zinsumfeld-Szenarien zusätzliche Kosten auferlegen.

Aktien und Anleihen sind unterschiedlichen Risiken ausgesetzt. In der Regel unterliegen Aktien größeren Kursschwankungen und höherer Volatilität als Anleihen und können als Reaktion auf Beeinträchtigungen bei den Emittenten, in der Politik, im Aufsichtsrecht, am Markt oder in der Wirtschaft erheblich im Wert zurückgehen. Im Gegensatz zu Aktien liefern Anleihen, wenn man sie bis zur Endfälligkeit hält, in der Regel einen festen Renditesatz und eine feste Kapitalsumme. Anleihen unterliegen dem Zinsrisiko (mit steigenden Zinsen fallen in der Regel die Anleihenkurse), dem Emittentenausfallrisiko, dem Emittentenbonitätsrisiko und dem Inflationsrisiko, obwohl die US-Schatzpapiere durch die absolute Vertrauens- und Kreditwürdigkeit der US-Regierung gesichert sind.

DEFINITIONEN

Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)** ist ein Vergleich des Schlusskurses der Aktien eines Unternehmens und seines Gewinns je Aktie in den letzten 12 Monaten davor.

Das **Kurs-Buchwert-Verhältnis (bzw. KBV)** ist das Verhältnis des Börsenwerts der Aktien eines Unternehmens zum Wert des Vermögens des Unternehmens in dessen Bilanz.

Das **Forward P/E** wird berechnet, indem der Kurs am Berechnungstag (d. h. am 30. September 2022) durch die 12-Monats-Forward-EPS-Schätzung geteilt wird, die auf rollierender Basis aus dem Konsens der Gewinnschätzungen der Analysten für das kommende Geschäftsjahr abgeleitet wird.

Die **Kapitalrendite (bzw. ROE)** ist eine Kennzahl der finanziellen Wertentwicklung, die errechnet wird, indem man die Nettoerträge durch das Eigenkapital teilt.

Der **Unternehmenswert** ist eine Kennzahl, die den Gesamtwert eines Unternehmens anzeigt (Börsenwert der Stammaktien + beizulegender Zeitwert der Vorzugsaktien + beizulegender Zeitwert der Verbindlichkeiten + Minderheitsbeteiligung - Zahlungsmittel und Anlagen).

Erträge vor Zinsen und Steuern (bzw. EBIT) ist eine Kennzahl zur Ertragsfähigkeit eines Unternehmens, die aus dem Umsatzerlös abzüglich Aufwendungen ohne Steuern und Zinsen berechnet wird.

Erträge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert (bzw. EBITA) dient als Kennzahl für die betriebliche Ertragsfähigkeit eines Unternehmens (EBIT + Zinsaufwand + Abschreibungsaufwand).

Erträge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf das Anlagevermögen und den Geschäfts- oder Firmenwert (bzw. EBITDA) dient als Kennzahl für die betriebliche Ertragsfähigkeit eines Unternehmens, wobei die zahlungsunwirksamen Aufwendungen zum Betriebsergebnis eines Unternehmens hinzuaddiert werden (EBIT + Wertminderungen Abschreibungsaufwand). n

Der MSCI World Value Index umfasst Large- und Mid-Cap-Wertpapiere in 23 Industrieländern, die insgesamt dem wertorientierten Stil entsprechende Eigenschaften aufweisen. Die Merkmale des Value-Anlagestils für die Indexkonstruktion werden anhand von drei Variablen definiert: Buchwert zu Preis, 12-Monats-Forward-Ertrag zu Preis und Dividendenrendite. Der MSCI World Growth Index umfasst Large- und Mid-Cap-Wertpapiere in 23 Industrieländern, die insgesamt dem Growth-orientierten Stil entsprechende Eigenschaften aufweisen. Die Wachstums-Anlagestilmerkmale für die Index-Konstruktion werden anhand von fünf Variablen definiert: langfristige Forward-EPS-Wachstumsrate, kurzfristige Forward-EPS-Wachstumsrate, aktuelle interne Wachstumsrate und langfristiger historischer EPS-Wachstumstrend sowie langfristiger historischer Umsatz je Aktie-Wachstumstrend.

Dieser Bericht enthält Auffassungen und Aussagen über Anlagetechniken, Wirtschaft, Marktbedingungen und andere Angelegenheiten. Es kann nicht garantiert werden, dass sich diese Auffassungen und Aussagen als richtig erweisen, und einige von ihnen sind von ihrem Wesen her spekulativ. Keine von ihnen sollte als Darstellung einer Tatsache verstanden werden.

Diesem Bericht muss ein Verkaufsprospekt von Tweedy, Browne Value Funds vorausgehen oder beiliegen. Sie sollten die Anlageziele, Risiken, Gebühren und Kosten des Teilfonds sorgfältig prüfen, bevor Sie investieren. Der Verkaufsprospekt enthält diese und andere Informationen über die Teilfonds. Der Verkaufsprospekt sollte vor einer Anlage sorgfältig gelesen werden.

Informationen für Anleger in der Schweiz:

Vertreter in der Schweiz: First Independent Fund Services Ltd. Klausstrasse 33 CH-8008 Zürich, Schweiz

Zahlstelle in der Schweiz: NPB Neue Privat Bank AG Limmatquai, 1/am Bellevue Postfach, CH-8024 Zürich Schweiz . Der Prospekt, die

Basisinformationsblätter, die Statuten und der Jahres und Halbjahresbericht können kostenlos beim Vertreter in der Schweiz bezogen werden.