> *Grundsätzlich haben Preisschwankungen nur eine wichtige Bedeutung für den wahren Anleger. Sie verschaffen ihm die Gelegenheit, bei Preiseinbrüchen klug zu kaufen und bei der Entwicklung eines grossen Geschäfts klug zu verkaufen. Zu anderen Zeiten ist er besser dran, wenn er den Aktienmarkt ignoriert und sein Augenmerk stattdessen auf die Dividendenrenditen und die Betriebsergebnisse seiner Unternehmen richtet.*
>
> - Benjamin Graham,
> ***Intelligent Investieren –*** *Überarb. 3. Aufl., 1965*

An unsere Anteilsinhaber:

Die globalen Aktienmärkte fuhren 2018 ziemlich Achterbahn. Nachdem sie in den ersten Wochen des Jahres zunehmend an Dynamik gewonnen hatten, kam es Ende Januar und Anfang Februar zu starken Turbulenzen, so dass die globalen Aktienkurse um bis zu 8 % bis 10 % einbrachen. Sie erholten sich zwar Ende Februar ein wenig, nur um dann Mitte bis Ende März wiederum in Turbulenzen zu geraten. Die Turbulenzen, davon ging man aus, waren ausgelöst worden durch die ersten Anzeichen des Lohndrucks, einen damit zusammenhängenden und unerwarteten Anstieg von Zinsen und Inflationserwartungen, ein Bündel makroökonomischer Befürchtungen, darunter die Aussicht auf weitere geldpolitische Straffungen in den USA und Europa, sowie die zunehmenden Handelsspannungen zwischen den USA und vielen ihrer wichtigen Handelspartner. Doch dann erholte sich der Markt ab Anfang April 2018 wieder. Der S&P 500 Index stieg bis Mitte September auf ein Allzeithoch, und die meisten internationalen Indizes erreichten ebenfalls hohe Werte. Die Euphorie hielt jedoch nur kurz an, da die Märkte sich im vierten Quartal 2018 erneut korrigierten, wie an den zweistelligen Rückgängen zu erkennen war, und dabei kurz vor Weihnachten sogar in Baisse-Territorium vorstiessen – nur um sich dann in der letzten Woche des Jahres wieder etwas zu erholen. Für Anleger war das eine höchst beunruhigende Entwicklung. Der Tumult am Jahresende machte den von den meisten Anlegern während des Jahres erreichten finanziellen Fortschritt grösstenteils zunichte und trieb die Anlageergebnisse der meisten internationalen und globalen Aktienmanager tief in die Negativität hinein.

Anfang Januar 2019 half die Wendung der US Federal Reserve hin zu einer gemässigteren kurzfristigen Geldpolitik, in Verbindung mit Anzeichen von Fortschritten bei den laufenden Handelsgesprächen zwischen den USA und China mit, eine erhebliche Erholung der globalen Aktien anzukurbeln, so dass der S&P 500 Index im ersten Quartal 2019 sein altes Rekordhoch wieder erreichte. Die US-, globalen und internationalen Indizes der Industrieländer schafften ein mit Kursgewinnen von 10 % bis fast 14 % bemerkenswertes Quartal, dies trotz des sich offensichtlich verlangsamenden Wachstums der Konjunktur und der Unternehmensgewinne in den USA und im Ausland.

Es zeigt sich immer wieder, dass ein turbulenter Markt dem mit kühlem Kopf agierenden wertorientierten Anleger ein guter Freund sein kann. Die beunruhigende Marktturbulenz zum Jahresende brachte aus unserer Sicht trotz ihrer Kurzlebigkeit erheblich verbesserte Möglichkeiten für preisorientierte Anleger wie uns hervor. Wie wir in unserem letzten Schreiben an die Anteilsinhaber erwähnt haben, waren in letzter Zeit ganz erheblich mehr Ideen im Umlauf als früher, und wir waren damit beschäftigt, die Aussaat für mögliche zukünftige Ergebnisse auszubringen. Jedoch steigen zum

Zeitpunkt dieses Schreibens die Bewertungen bereits wieder, und es gibt Belege, dass die Risikofreude der Anleger wieder überhandnimmt. Da in vielen, wenn nicht in allen Teilen der Welt die Wachstumsaussichten fraglich sind, ist es ungewiss, ob die lockere Geldpolitik der Zentralbanken höhere Bewertungen erzeugen wird. Wir sind der Ansicht, dass unsere Teilfondsportfolios sich nicht nur in einer sehr guten Ausgangslage befinden, um absolut zu profitieren, sollte die scheinbar unaufhaltsame Hausse am Markt weitergehen; sie dürften sich auch relativ behaupten können, falls die im vierten Quartal 2018 aufgetretene Volatilität erneut zum Tragen kommt.

Der Wert ist tot? Nun mal langsam!

Man muss die Dinge so einfach wie möglich machen. Aber nicht einfacher.

- Albert Einstein

Die wertorientierten Anleger werden von der Finanzpresse wieder einmal in die Ecke gestellt, da ehemals zuverlässige Wertkennzahlen wie das niedrige Kurs-Buch-Verhältnis (KBV) und das niedrige Kurs-Gewinn-Verhältnis sich in letzter Zeit als nicht so gewinnbringend erwiesen haben wie das einfache Auszahlen für störende Technologieaktien.

Wie wir in unseren letzten Schreiben erwähnt haben, wurde der wertorientierte Anlagestil in den letzten 18 Jahren bereits drei Mal als zumindest gefährdet, wenn nicht im Sterben liegend oder sogar tot bezeichnet. Wir befinden uns jetzt im zehnten Jahr einer hoch widerstandsfähigen und scheinbar unendlichen wirtschaftlichen Expansion. Doch man denke an die Technikblase im Jahr 2000 oder an die Spitze des Kredit- und Immobilienzyklus im Jahr 2008 zurück. Wir alle wissen, was auf diese euphorischen Phasen folgte, aber die Erinnerung ist kurzlebig, insbesondere wenn die Bewertungen von Risikoanlagen in Fahrt kommen.

Diese Herabsetzung des Wertes beinhaltet in unseren Augen ein Missverständnis dessen, was wertorientiertes Anlagen wirklich ist. Zum Beispiel sind wir der Ansicht, dass die allgemeine Praxis, die Orientierung der Anlageverwalter und ihrer Anlagestile nur aufgrund einiger Bewertungskennzahlen wie KBV oder KGV auf «Wachstum» oder auf «Wert» zu reduzieren, grosse Schwachstellen hat. Diese Bewertungskennzahlen berücksichtigen nämlich nicht aus sich selbst heraus wichtige Unternehmensattribute, die für die rationale und umfassende Einschätzung des inneren Wertes eines Unternehmens unabdingbar sind, wie etwa Attribute der Branchendynamik, Wachstumsaussichten, Bilanzstärke, Kultur, Managementqualität, Kapitalallokation, Kundenbeziehungen, Markenmacht und Patente sowie Risiken, um nur einige wenige herauszugreifen. Diese eher qualitätsorientierten Eigenschaften sind ausserordentlich schwierig zu messen, bestimmen jedoch häufig unsere Einschätzung des inneren Wertes eines Unternehmens.

Darüber hinaus ging für uns im Lichte der in den letzten Jahrzehnten voranschreitenden Verbreitung von Unternehmen mit relativ wenig Betriebsvermögen («asset-light»), die im Dienstleistungssektor tätig sind, der Nutzen einer Kennzahl wie «Buchwert» als Hauptanker für die Einschätzung von Unterbewertung zurück, da diese Entwicklung dazu geführt hat, dass immer weniger Unternehmen zum Buchwert oder darunter notieren. Darüber hinaus kann der Buchwert pro Aktie sich vom inneren Wert abkoppeln, wenn Unternehmen ihre eigenen Aktien zu Kursen über dem angegebenen Buchwert zurückkaufen. Warren Buffett sprach dieses Problem an in seinem neuesten Jahresbericht an die Anteilsinhaber von Berkshire Hathaway, als er bekanntgab, Berkshire werde seine

jährliche Buchwertentwicklung als Hinweis auf die Wertentwicklung des Unternehmens nicht mehr berichten. Er erläuterte, dass:

> *(...) Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften erfordern, dass unser Kreis von Betriebsunternehmen zu einem Buchwert einbezogen wird, der weit unter deren aktuellem Wert liegt, eine Diskrepanz, die in den letzten Jahren gewachsen ist. („„) es ist wahrscheinlich, dass Berkshire – langfristig – seine Aktien in grossem Stil zurückkaufen wird und dass diese Transaktionen zu Kursen über dem Buchwert, aber unter unserer Schätzung des inneren Wertes stattfinden werden. Die Rechnung ist bei diesen Käufen einfach: Jede Transaktion treibt den inneren Wert pro Aktie nach oben, während der Buchwert pro Aktie sinkt. Diese Kombination führt dazu, dass der Buchwert als Bewertung seinen Bezug zur wirtschaftlichen Realität zunehmend verliert.*

Auch wenn wir häufig Bewertungskennzahlen wie ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis als Filter verwenden, um Aktien zur weiteren Begutachtung heranzuziehen, so ist doch ein niedriges KBV nie der einzige Grund für einen Aktienkauf. In bestimmten Branchen, wie etwa Banken, Versicherungsunternehmen und anderen stark zyklischen Unternehmen kann ein niedriges KBV ein relevantes, nützliches und zuverlässiges Anzeichen für Unterbewertung sein. Jedoch erfordert unserer Ansicht nach eine rigorose Wertpapieranalyse, auch im Kontext der Bewertung auf der Grundlage des Nettovermögens, die Untersuchung einer Unzahl anderer Faktoren, darunter nicht zuletzt der Wachstumsaussichten des Unternehmens.

Eine Ausnahme dazu bildet eine Kategorie von Gelegenheiten, die jedem Leser der Bücher von Benjamin Graham vertraut sind: Aktien, deren Kurs bei höchstens zwei Dritteln ihres Nettoumlaufvermögenswertes liegt (d. h. dem Gesamtwert der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente, der Forderungen und der Vorräte, die nach dem Abzug aller gegenüber den Stammaktien vorrangigen Schulden verbleiben, einschliesslich aller kurzfristigen und langfristigen sowie Leasing-Schulden und Vorzugsaktien) und die gelegentlich (insbesondere von erfahrenen wertorientierten Anlegern) als «Net-Nets» bezeichnet werden. Der «Nettoumlaufvermögenswert» entspricht in etwa dem Liquidationswert des Betriebsvermögens eines Unternehmens, wobei der Umsatzbasis, der Ertragsstärke oder dem Wert der Sachanlagen kein Wert zugeschrieben wird. Zahlte man einen Aktienkurs von höchstens zwei Dritteln des Nettoumlaufvermögenswertes, so erhielte man man all diese anderen Wert «gratis». Vor Jahrzehnten enthielten die Portfolios von Tweedy, Browne viele «Net-Nets». Wir kauften sie auf einer hoch diversifizierten statistischen Grundlage – und ohne die qualitativen Aspekte der zugrunde liegenden Unternehmen wirklich geprüft oder analysiert zu haben. Als Gruppe betrachtet waren die Anlageergebnisse aus den «Net-Nets» recht gut. Jedoch hat der Anstieg des Gesamtaktienmarktes in den letzten Jahrzehnten den «Net-net»-Gelegenheiten im Wesentlichen den Garaus gemacht (in Japan, Hongkong und Südkorea wurden in den letzten Jahren gelegentlich «Net-Nets» gesichtet).

Für unseren Anlageprozess sind jetzt ertragsbasierte Schätzungen viel wichtiger als vermögensbasierte Schätzungen. Wir suchen mit Hilfe einer Vielzahl quantitativer Methoden nach preisgünstigen Wertpapieren, doch hauptsächlich suchen wir nach Aktien mit einem niedrigen Verhältnis von Unternehmenswert zu Ertrag vor Zinsen und Steuern (EV zu EBIT), Unternehmenswert zu Erträgen vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte (EV zu EBITA), Unternehmenswert zu Erträgen vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte (EV zu EBITDA) bzw. Unternehmenswert zu Nettobetriebsgewinn nach

Steuern (EV zu NOPAT), dem Umkehrwert zu dem von uns bevorzugten Begriff «Gewinnrendite des Eigentümers» («owner earnings yield»). Tobias Carlisle und Wesley Gray bezeichneten diese Arten von Kennzahlen in ihrem Buch ***Quantitative Value*** (2013) als «Acquirer's Multiple» (in etwa: «Käuferkennzahl», d. h. das Verhältnis von Unternehmenswert zu Betriebsgewinn). Der Zähler dieser Kennzahlen (der Unternehmenswert) umfasst nicht nur die Marktkapitalisierung des Zielunternehmens, sondern auch den Wert aller verzinsten Schulden des Unternehmens abzgl. der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente in der Bilanz des Unternehmens. Metaphorisch ausgedrückt, sind diese Kennzahlen vergleichbar mit dem für den Kauf eines Hauses gezahlten Gesamtpreis, der aus der Summe zweier Teile besteht: dem Eigenkapital des Eigentümers am Haus, das der Marktkapitalisierung der Aktien einer börslich gehandelten Aktiengesellschaft entspricht, und dem Hypothekendarlehen, das den verzinsten Schulden abzgl. der Zahlungsmittel einer börslich gehandelten Aktiengesellschaft entspricht.

Nachdem wir Unternehmen identifiziert haben, die am Aktienmarkt zu niedrigen absoluten Kennzahlen von Unternehmenswert (EV) zu EBIT, EBITA bzw. EBITDA gehandelt werden oder am Markt zu einem Preis verkauft werden, der eine hohe Gewinnrendite des Eigentümers ergibt, sehen wir uns die bar gezahlten Fusions- und Übernahmegeschäfte vergleichbarer Unternehmen an, um zu verstehen, wie viel Geld kenntnisreiche und informierte Käufer ganzer Unternehmen zu unabhängigen Marktbedingungen zu zahlen bereit gewesen sind. Von diesen Erwerbskennzahlen der realen Welt ausgehend, setzen wir unsere Kennzahlen beim Betrachten des Aktienmarktes zur Bewertung vergleichbarer Unternehmen an.

Wertorientierte Unternehmenskennzahlen wie niedriger Unternehmenswert zu EBIT und niedriger Unternehmenswert zu EBITDA stellten sich gemäss einer Studie der Leuthold Group vom März 2019 mit dem Titel «Price To Book: The King Is Dead» [Kurs zu Buch – Der König ist tot] in den letzten 33 Jahren (1986 bis 2018) als recht robuste Indikatoren überdurchschnittlicher Renditen heraus. Laut dieser Studie trifft das für den grössten Teil des letzten Jahrzehnts auch zu auf eine Gruppe von Wertkennzahlen (wenn man sie in Verbindung setzt), darunter EBIT zu EV, freie Cashflow-Rendite, Gewinnrendite und Aktionärsrendite. Hingegen ergab die Studie, dass das preisgünstigste KBV-Quintil 2006 seinen Höhepunkt bezüglich der kumulativen relativen Rendite erreichte und seitdem ein Ergebnis auf der Grundlage des Ertrages des letzten Jahres erbrachte, die im grössten Teil des Zeitraums unter Null lagen und sich nur nach Markteinbrüchen 2008 und 2016 kurz erholten. Während ein niedriges KBV und KGV als Messzahlen in unserem Studienprozess erwogen werden, orientieren sich unsere Schätzungen des inneren Wertes eher an den Unternehmenskennzahlen, die von sachkundigen Käufern in Transaktionen der realen Welt gezahlt werden. Zudem bieten diese Kennzahlen den zusätzlichen Vorteil, dass sie die Bewertung der Zukunftsaussichten vergleichbarer Unternehmen durch den Käufer einbeziehen.

Bei der Bewertung des inneren Wertes eines Unternehmens ist es unserer Ansicht nach entscheidend, dessen *normalisierte* Ertragskraft zu bewerten, d. h. den langfristigen Durchschnitt von dessen Ertragskraft. Die normalisierte Ertragskraft ist jedoch ein sehr subjektiver Wert und kann wesentlich vom derzeitigen Gewinnbericht abweichen. Wir normalisieren Erträge in dem Bemühen, ein Unternehmen nicht auf der Grundlage des derzeitigen – möglicherweise gerade besonders hohen oder niedrigen – Gewinnberichts über- oder unterzubewerten. Dafür braucht es Urteilsvermögen hinsichtlich des derzeitigen Gewinns im Kontext des besonderen Geschäftszyklus jedes Unternehmens. Häufig erfolgen Anpassungen, um eine Näherungsgrösse *normalisierter* Kennzahlen von EBIT, EBITA bzw.

EBITDA zu erzielen, wozu eine Untersuchung mehrjähriger Durchschnittswerte von Umsatzerlösen und Margen gehören kann, wonach sich dann eine rationale Schätzung der normalisierten Ertragskraft abgegeben lässt.

Wie bereits im Vorliegenden erwähnt, sehen wir in der Regel beim Anlageobjekt auch auf den Wert, den wir als «Gewinnrendite des Eigentümers» bezeichnen, bzw. auf die Kennzahl NOPAT zu Unternehmenswert. Eine Kennzahl wie Unternehmenswert zu EBIT ist zur Anpassung an verschiedene Kapitalstrukturen von Unternehmen konzipiert, zeigt jedoch einen Mangel, wenn sie die Auswirkungen verschiedener Körperschaftssteuern auf die Unternehmensbewertung erfassen soll. Die Gewinnrendite des Eigentümers ermöglicht es uns, weiter zu gehen und Disparitäten der Körperschaftssteuern in aller Welt in unsere Bewertungen einzubauen.

Wie oben angegeben, prüfen wir neben all dieser quantitativen Analyse bei der Beurteilung der Bewertung eine Unzahl quantitativer Eigenschaften und untersuchen auch, was die Unternehmensinsider mit ihrem eigenen Kapital machen, wenn es zum Kauf (oder Verkauf) von Aktien ihres Unternehmens kommt. Unserer Meinung nach hängt das Urteil, ob ein potenzielles Anlageobjekt einen «Wert» darstellt oder nicht, nicht einfache nur ab von seinem Kurs im Verhältnis zum Buchwert oder seinem Kurs im Verhältnis zum Gewinn. Wir bleiben der festen Überzeugung, dass kursempfindliche Wertpapierauswahl, zusammen mit qualitativem Urteilsvermögen, den Anlegern weiterhin am besten den Weg zu einer langfristigen Überschussrendite ebnet.

Der Zwang dazu, Anlageberatern das Etikett «wert-» oder «wachstumsorientierter» Manager einzig auf der Grundlage einiger einfacher wertorientierter Kennzahlen anzuhängen, ist nicht neu. Warren Buffett sprach dieses Problem bereits vor 25 Jahren im Jahresbericht von Berkshire Hathaway 1992 an. Unserer Ansicht nach ist seine Meinung heute noch genauso relevant wie damals:

> *Aber wie entscheidet man, was attraktiv ist? Die meisten Analysten haben das Gefühl, sie müssten sich bei der Antwort zwischen zwei Ansätzen entscheiden, die als gegenläufig gelten: «Wert» und «Wachstum». Tatsächlich sehen manche Anlageprofis eine Vermischung der beiden Begriffe als eine Form des intellektuellen Transvestitismus an.*
>
> *Wir hingegen bezeichnen diese Sichtweise als unklares Denken (wobei ich zugebe, dass ich dieses bis vor einigen Jahren selbst praktizierte). Unserer Ansicht nach sind die beiden Ansätze siamesische Zwillinge: Wachstum ist immer ein Bestandteil der Berechnung des Wertes, und zwar als Variable, deren Bedeutung von vernachlässigbar bis enorm reichen kann und deren Auswirkungen sowohl negativ als auch positiv sein können.*
>
> *Zudem ist in unseren Augen der eigentliche Begriff «wertorientiertes Anlegen» redundant. Was ist das «Anlegen», wenn nicht die Suche nach einem zumindest ausreichenden Wert, der den gezahlten Betrag rechtfertigt? Wer bewusst mehr für eine Aktie zahlt als ihren berechneten Wert – in der Hoffnung, dass der Verkauf zu einem noch höheren Preis erfolgen kann –, der ist als «Spekulant» zu bezeichnen (wobei diese Tätigkeit weder rechtswidrig noch unmoralisch oder unserer Ansicht nach finanziell erfolgreich ist).*
>
> *Unabhängig von seiner Eignung wird der Begriff «wertorientiertes Anlegen» weithin verwendet. Normalerweise konnotiert der Begriff den Kauf von Aktien mit Attributen wie einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis, einem niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnis oder einer hohen Dividendenrendite. Leider taugen diese Eigenschaften, selbst wenn sie in Verbindung zueinander stehen, auf keinen Fall dazu zu bestimmen, ob ein Anleger wirklich etwas kauft, was diesen Kauf wert ist, und daher wirklich auf der Grundlage fortschreitet,*

dass er für seine Anlagen Wert erzielt. Dementsprechend stehen seinen Kennzahlen zuwiderlaufende Eigenschaften – ein hohes Kurs-Buchwert-Verhältnis, ein hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis und eine niedrige Dividendenrendite – auf keinen Fall im Widerspruch zum Konzept eines «Wert»-Kaufs.

Wir mahnen Anleger zur Vorsicht hinsichtlich der Tendenz einiger Mitglieder der Finanzpresse, Anlageberater und ihre Anlageportfolios einfach mit dem Begriff «wertorientiert» kennzeichnen zu wollen, aber auch dazu, Warren Buffets Worte in Erinnerung zu behalten, bevor sie einer Form der Anlage das Ende vorhersagen, die sich seit Jahrzehnten als zuverlässig und ertragsfähig bewährt hat.

Anlageentwicklung

Im schwierigen Anlageumfeld des letzten Jahres hielten sich die Teilfonds von Tweedy, Browne relativ gut und wurden ihrer defensiven Ausrichtung gerecht. Alle vier Teilfonds übertrafen ihren jeweiligen primären Referenzindex für das Kalenderjahr 2018 und für das Halbjahr zum 31. März 2019. Drei der vier Teilfonds übertrafen ihren jeweiligen primären Referenzindex für das Jahr zum 31. März 2019, während der Tweedy, Browne Value Fund (USD) nur wenig hinter seinem primären Referenzindex zurückblieb.

Im eher durch Risikobereitschaft charakterisierten Börsenumfeld des ersten Quartals 2019 erzielten die Teilfonds absolut gesehen erhebliche finanzielle Fortschritte (Ergebnisse von 7,60 % bis 8,91 %). Alle vier Teilfonds machten die von ihnen im Dezember-Einbruch erlittenen Verluste mehr als wett.

Nachstehend sehen Sie das Ergebnis der einzelnen Teilfonds für die verschiedenen Perioden bis einschliesslich 31. März 2019 unter Vergleich mit dem Ergebnis des jeweiligen Referenzindex.*

				Wertentwicklung zum 31. März 2019 Für Perioden von mehr als einem Jahr			
	3 Monate zum 31.03.19	Halbjahr zum 31.03.19	2018	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Seit Auflegung
Tweedy, Browne Value Fund (USD)* *(Auflegung am 31.10.96)*	8,91%	-0,61 %	-6,99 %	3,33 %	2,72 %	10,18 %	5,72 %
MSCI World Index (in USD)	12,48	-2,61	-8,71	4,01	6,78	12,38	6,34
S&P 500 Index	13,65	-1,72	-4,38	9,50	10,91	15,92	8,43
Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*† *(Auflegung am 31.10.96)*	7,72%	-0,72 %	-4,83 %	5,66 %	5,36 %	11,03 %	8,23 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR)	10,47	-3,22	-11,62	2,17	5,46	9,21	4,88
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	11,97	-0,50	-9,44	5,46	6,61	10,80	4,93
Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)* *(Auflegung am 31.10.96)*	7,6%	-1,62 %	-6,67 %	3,34 %	3,56 %	9,62 %	6,64 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF)	10,39	-3,43	-11,96	1,89	4,79	8,66	3,71
MSCI EAFE Index (in CHF)	11,10	-1,93	-12,79	0,14	4,81	7,52	3,47
Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund* *(Auflegung am 01.06.07)*	8,16%	1,15 %	-1,88 %	8,60 %	5,93 %	9,34 %	3,93 %
MSCI World Index (abgesichert gegen Euro)	12,07	-3,32	-9,38	4,46	7,14	11,56	3,77
MSCI World Index (in Euro)	14,51	0,74	-4,11	13,93	11,25	14,28	6,00

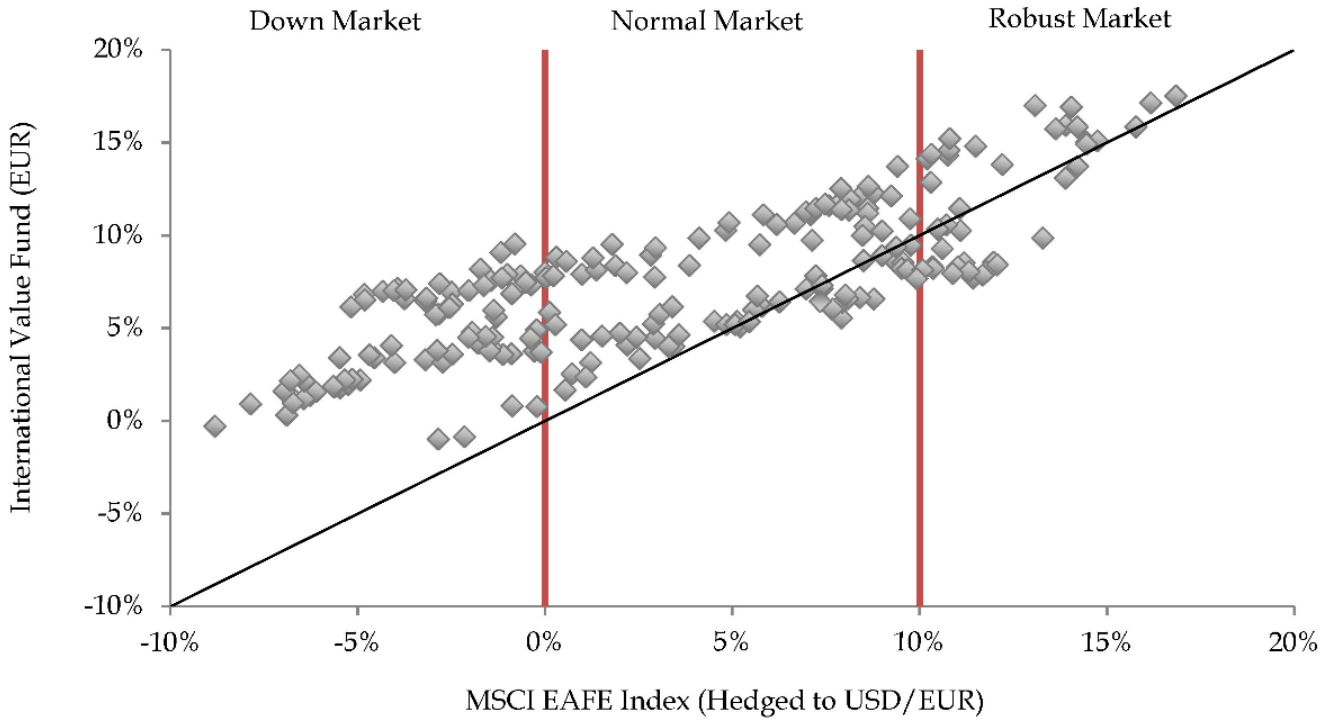
** Die Wertentwicklung wird annualisiert und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und die von ihnen erwirtschafteten Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse 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 Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

† Vor dem 17. Mai 2004 lautete der Teilfonds auf USD, und seine Anlagen wurden gegen USD-Schwankungen gesichert. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds auf EUR geändert, und seine Anlagen wurden gegen EUR-Schwankungen gesichert. Die Zahlen zur Wertentwicklung im Kalenderjahr 2004 und zur annualisierten 15-Jahres-Wertentwicklung sowie zur Wertentwicklung seit der Auflegung basieren auf dem Anstieg des Wertes in % und USD zum 16. Mai 2004 und auf dem Anstieg des Wertes in % und EUR seitdem. Dementsprechend stellen die Zahlen zur Wertentwicklung nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Wertes 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 den USD für den Zeitraum zum 16. Mai 2004 und gegen den EUR oder in den EUR für den Zeitraum ab 17. Mai 2004 abgesicherten MSCI EAFE Index darstellen.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)
Rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite (monatlich berechnet) (abzgl. Gebühren)
31. Oktober 1996 bis 31. März 2019

Von 210 Fünfjahresmessperioden schlug der International Value Fund (Euro) den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) 171-mal bzw. über 81 % der Messperioden.



	Durchschnitt der vorstehend gezeigten Renditen	
	Teilfonds	Index
Baisse (unter 0 %) – 76 Perioden **Der Fonds schlägt den Index in 100 % der Perioden**	4,40 %	-3,26 %
Normaler Markt (0–10 %) – 95 Perioden **Der Fonds schlägt den Index in 79 % der Perioden**	7,97 %	5,52 %
Hausse (über 10 %) – 39 Perioden **Der Fonds schlägt den Index in 51 % der Perioden**	12,25 %	12,24 %

Die vorstehende Grafik veranschaulicht die (monatlich berechnete) durchschnittliche rollierende Fünfjahresrendite des Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) abzgl. Gebühren seit dem 31. Oktober 1996 im Vergleich zur durchschnittlichen rollierenden Fünfjahresrendite seines Referenzindex («Index»). Die horizontale Achse bildet die Rendite des Index ab, die vertikale Achse die Rendite dieses Teilfonds. Die diagonale Achse ist die Grenzlinie zwischen den Perioden der Outperformance und den Perioden der Underperformance. Diagrammpunkte über der diagonalen Achse zeigen eine relative Outperformance dieses 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 31. März 2019 lagen 210 durchschnittliche rollierende Renditeperioden. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

Die Portfolios der Teilfonds

Bitte beachten Sie, dass die einzelnen hier angesprochenen Aktien im Halbjahr zum 31. März 2019 von mindestens einem der Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen vier Teilfonds gehalten wurden.

Wie vorstehend erwähnt, hielten sich die Teilfonds während des Einbruchs im Dezember relativ gut und haben im laufenden Jahr 2019 bisher ein solides absolutes Ergebnis erbracht. Die Teilfonds haben in ihrem Ergebnis für dieses Halbjahr auch ihren jeweiligen Referenzindex übertroffen (auch wenn dieses Ergebnis negativ war, mit Ausnahme des Tweedy, Browne High Dividend Fund, der ein geringes positives Ergebnis erzielte).

Wenn man investiert, definiert sich der Erfolg gelegentlich genauso über das, woran man nicht beteiligt ist, wie über die Beteiligungen. Im letzten Halbjahr der Teilfonds ergab sich genau diese Konstellation. Unsere Teilfonds profitierten von der Tatsache, dass sie sich nicht in Banken der Eurozone engagierten, die weiterhin in einem negativen Zinsumfeld Minderrenditen erzielten; sie engagierten sich nicht in europäischen Autoherstellern, die sich einem Markt im Abschwung und der Aussicht auf störende Änderungen wie E-Mobilität, Fahrgemeinschaften und selbstfahrende Autos gegenübersehen; und sie engagierten sich kaum in Japan, wo der Markt im Halbjahr zum 31. März 2019 mit einem Rückgang von 10,9 % in der Landeswährung abschloss. Unsere Wechselkurssicherung hielt die Teilfonds Tweedy, Browne International Value Fund (Euro), Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) und Tweedy, Browne High Dividend Fund im letzten Halbjahr zurück, da der Euro und der Schweizer Franken im Verhältnis zu den meisten Hauptwährungen, einschliesslich des US-Dollar, schwach blieben.

In Bezug auf Beiträge von Beteiligungen, welche die Teilfonds tatsächlich eingegangen waren, waren es die die defensiveren, qualitativ höherwertigen Teile der Teilfondsportfolios, die sich auszeichneten. Die Teilfonds profitierten von relativ soliden Ergebnissen einer Reihe von Markenunternehmen aus dem Konsumgüterbereich sowie von Beteiligungen an Pharmaunternehmen, einem Luft- und Raumfahrtunternehmen und einem Technologieunternehmen. Dazu zählten Unternehmen wie Diageo, Nestlé, Heineken, Unilever, Roche, Novartis, Safran und Cisco. Zudem profitierten die Teilfonds, im Vergleich zu ihren Referenzindizes, in der Regel von ihren Allokationen zu Finanzbeteiligungen, insbesondere von Bankaktien. In Bezug auf Banken sind die Teilfonds grösstenteils an mit Asien verbundenen Banken beteiligt, wie etwa der Bangkok Bank, DBS Group, United Overseas Bank, HSBC und Standard Chartered (die Kurse dieser Banken gingen im Berichtszeitraum ebenfalls zurück, aber längst nicht so stark wie die Kurse der Banken der Eurozone, die einen grösseren Teil der jeweiligen Referenzindizes der Teilfonds bilden). Unserer Ansicht nach dürften diese Banken langfristig von ihrer etablierten Position in einem schneller wachsenden Teil der Welt profitieren. Die Teilfonds erzielten auch ein starkes relatives Ergebnis von Versicherungsbeteiligungen, wie etwa Müncher Rück und Zurich Insurance Group, wobei letztere weiterhin ein solides versicherungstechnisches Ergebnis und ein gutes Anlageergebnis erzielte.

Im Gegensatz dazu enttäuschte die Kursentwicklung einer Reihe zyklischerer Unternehmen, z. B. bei Beteiligungen an Medien-, Industrie- und Auto-verbundenen Unternehmen. Dazu zählten Medienunternehmen wie Axel Springer und Tamedia, Industrieunternehmen wie G4S, Ebara und CNH Industrial sowie Auto-verbundene Unternehmen wie Hyundai Mobis und Hyundai Motor. Diese zyklischer aufgestellten Beteiligungen erholten sich im ersten Quartal 2019 gut, hatten jedoch 2018 eine Krise in ihrer Wertentwicklung durchgemacht. Sina und Baidu, zwei kürzlich erworbene chinesische Online-Unternehmen, erlebten im letzten Halbjahr ebenfalls eine schwere Zeit.

Obwohl dieses Jahr aufgrund der Steigerung der Bewertungen etwas weniger Ideen im Umlauf waren, ermutigen uns die besseren Gelegenheiten, die sich vor allem durch den Rückgang der Aktienkurse im vierten Quartal des letzten Jahres ergeben haben. Seit unserem letzten Bericht im September 2018 erfolgten neue Engagements im britischen Rüstungsunternehmen Babcock International Group, in der Zeon Corporation, einem japanischen Hersteller von Kunstgummi, synthetischem Latex und Kunstharzen, in Goldman Sachs, im deutschen Chemieunternehmen BASF und in Carnival Cruise Lines. Wir profitierten aber auch von Preisgelegenheiten, um eine Reihe bereits bestehender Positionen der Teilfonds aufzustocken, darunter Positionen in BAE Systems, Bollore, Michelin, Sina, Standard Chartered, Tarkett und Hang Lung.

Seit unserem letzten Bericht wurde in den Teilfonds mehr verkauft als gekauft. Die Verkäufe im Berichtszeitraum umfassten auch Honda (International Value (Euro)), dessen Aktienkurs sich in Bezug auf die Rendite eher enttäuschend entwickelte. Wir verkauften auch ConocoPhillips (International Value (Euro)), Davide Campari (International Value (Euro) und International Value (CHF)), Henkel (Value Fund (USD)) und G4S (High Dividend).

In Bezug auf die Portfoliopositionierung halten unsere Teilfonds heute 30 bis 57 verschiedene Emissionen aus 14 Ländern und 15 verschiedenen Branchengruppen und bestehen aus Unternehmen mit kleiner, mittlerer und hoher Kapitalisierung sowie im Wesentlichen mit Sitz in Industrieländern, auch wenn bis zu 9,9 % unserer internationalen Teilfonds Beteiligungen in Schwellenländern halten, darunter in China, Thailand, Chile und Südkorea.[1] Die Top-25-Engagements unserer Teilfondsportfolios notierten zum 31. März 2019 zu einem durchschnittlichen gewichteten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 14 und 15 des für 2020 geschätzten Gewinns und zahlten Dividendenrenditen von zwischen 2,6 % und 3,8 %. *(Bitte beachten Sie, dass dieses Spektrum der durchschnittlichen gewichteten Dividendenrenditen nicht die Rendite eines Teilfonds oder dessen Wertentwicklung abbildet. Die Zahlen bilden ausschliesslich das Spektrum der durchschnittlichen gewichteten Dividendenrenditen der in den Portfolios der Teilfonds gehaltenen Top-25-Stammaktien ab.)* Aufgrund der ansteigenden Volatilität an den Aktienmärkten sind die Zahlungsmittelreserven der Teilfonds zurückgegangen und belaufen sich zum 31. März 2019 im Durchschnitt auf etwa 5,3 % bis 12,5 %. Schliesslich möchten wir diejenigen Anteilsinhaber, die sich über das langsame Wachstum in Europa Sorgen machen, daran erinnern, dass der Grossteil unseres Engagements in Europa aus weltweit tätigen Grossunternehmen besteht, deren zukünftiger Erfolg unserer Ansicht nach eher mit dem weltweiten BIP-Wachstum als mit dem europäischen BIP-Wachstum verbunden ist.

Auch wenn wir nicht wissen, wie sich die Märkte sich in den nächsten Wochen und Monaten entwickeln werden, so sind wir, gestützt auf die Analyse der Turbulenzen im Dezember letzten Jahres, der Ansicht, dass der Aufbau der Teilfondsportfolios das Potenzial besitzt, um relativ gesehen jeder Störung zu widerstehen, die der Markt möglicherweise aufwerfen wird.

Unser Selbstvertrauen wird durch die folgenden anlagemethodischen Säulen gestützt:

- Als wertorientierte Anleger ist unser **Ansatz bei der Unternehmensbewertung konservativ**. Wir überschlagen uns nicht in Bezug auf die Kennzahlen, die wir zur Bewertung von Unternehmen einsetzen. In Zeiten der Euphorie zahlen professionelle und Privatanleger häufig exorbitante Preise für ganze Unternehmen bzw. für Aktien. Insbesondere gilt das für

[1] *Per 31.3.2019 waren 9,9% des Teilfonds International Value (CHF) in Schwellenländern, 6,8% des Teilfonds International Value (Euro) in Schwellenländern, 8,4% des Teilfonds Value USD in Schwellenländern und 0% des Teilfonds High Dividend in Schwellenländern investiert.*

Niedrigzinszeiten, wenn die Finanzierungskosten gering sind. Andererseits müssen die Unternehmen, in die wir investieren, (unserer Ansicht nach) im Vergleich zu beobachtbaren Fusions- und Übernahmevergleichskosten, und absolut gesehen, preisgünstig sein. Die Portfolios der Teilfonds werden **nach Emission, Land und Branche diversifiziert,** aber das heisst natürlich nicht, dass die Portfolios aussehen wie Indizes. Tatsächlich unterscheiden sich die Portfolios der Teilfonds stark von ihren jeweiligen Referenzindizes, da sie völlig unterschiedliche Engagements, Positionsgrössen, Länder und Indexgewichtungen aufweisen. Zum Beispiel hatte der International Value Fund (CHF) zum 31. März 2019 nur eine Gewichtung von etwa 2,2 % an japanischen Aktien und eine 14,9%ige Gewichtung an Schweizer Aktien, verglichen mit den entsprechenden Gewichtungen im EAFE Index von etwa 24 % und 9 %. Zudem bleibt der den Abstand jedes Teilfondsportfolios von seinem Referenzindex messende «aktive Anteil» hoch (d. h. die Teilfondsportfolios unterscheiden sich stark von ihrem jeweiligen Referenzindex).

- Die **Unternehmen, die in den Portfolios der Teilfonds vertreten sind, sind normalerweise kaum verschuldet**, d. h. die Finanzierung ihrer Geschäftstätigkeit erfordert nur eine geringe Fremdkapitalaufnahme. Eine hohe Verschuldung kann unter schwierigen Markt- oder Konjunkturbedingungen einem Unternehmen den Garaus machen. Viele der von den Teilfonds gehaltenen Beteiligungen verfügen über Nettoliquidität, d. h. sie können ihre Schulden abzahlen und haben danach immer noch Geld übrig. Der Grossteil der Unternehmen in den Teilfondsportfolios hat ein Nettoschulden-EBITDA-Verhältnis von unter 2, d. h. die Gesamtverschuldung des Unternehmens kann, wenn sich nichts anderes ändert, mit der Summe des EBITDA innerhalb von zwei Jahren abgezahlt werden.
- Wie Chris Browne es einst ausdrückte, wollen wir bei der Wahl unserer Anlageländer nur Kapital in Länder investieren, die wir uns auch zusammen mit unseren Familien zu besuchen getrauen würden. **Die meisten Unternehmen, in die wir investieren, haben ihren Sitz in Industrieländern bzw. relativ entwickelten Schwellenländern**. In Bezug auf Schwellenländer sind wir in der Regel interessiert an einem stabilen politischen Umfeld, etabliertem Vertragsrecht und Zugang zu den Gerichten, der Erhältlichkeit preisgünstiger Aktien, einer regulatorischen Aufsicht und der Verfügbarkeit eines Devisenmarkts, der es uns ermöglicht, das Devisenrisiko zu angemessenen Kosten zu sichern, falls ein Teilfonds sich dafür entscheidet.
- **Der Teilfonds International Value (Euro), der Teilfonds International Value (CHF) und der Teilfonds High Dividend reduzieren ihr Risiko auch durch den Abschluss von Sicherungsgeschäften gegen ihr angenommenes Devisenrisiko im Verhältnis zu ihrer Basiswährung**. Unserer Ansicht nach ermöglicht es diese Methode den Teilfonds, die Volatilität zu geringen oder zeitweise gar ohne Kosten in Bezug auf die verlorene Rendite über langfristige Messzeiträume zu reduzieren. Wir glauben, dass Devisen kurzfristig ausserordentlich volatil sein können, was zu grossen Unterschieden zwischen gesicherten und nicht gesicherten Ergebnissen führen kann.
- Schliesslich bietet unsere **teamorientierte Entscheidungsfindung** eine gegenseitige Kontrolle zur Verhinderung extremer Entscheidungen und profitiert von unterschiedlichen Perspektiven innerhalb eines disziplinierten wertorientierten Rahmens.

Neue Unternehmen in unseren Teilfondsportfolios

Um in Bezug auf die vorstehend erwähnten verbesserten Gelegenheiten etwas konkreter zu werden, hier noch einige der neuen Unternehmen, an denen unsere Teilfondsportfolios im letzten Jahr eine Beteiligung erwarben.

Goldman Sachs (für den Value Fund USD). Die 1869 gegründete Investmentbank Goldman Sachs ist heute eine der führenden Investmentbanken der Welt. Sie hat einen diversifizierten Umsatzerlösmix, mit Unternehmen in den Bereichen Investmentbankwesen, institutionelle Kundendienstleistungen, Anlageverwaltung sowie Investieren und Kreditvergabe. Das Unternehmen ist auch geografisch diversifiziert, wobei fast 40 % des Umsatzes ausserhalb Nord- und Südamerikas erwirtschaftet werden. Seit der Finanzkrise hat das Unternehmen seine Bilanz gestärkt, und sein Kapitalniveau ist inzwischen recht robust. Wobei wir erwähnen sollten, dass es sich hierbei um die Art von Aktie handelt, die wir häufig nach Benjamin Grahams Angelausdruck als «Bobber» (Schwimmer) bezeichnen, d. h. es handelt sich um die Aktie eines inhärent fremdfinanzierten zyklischen Unternehmens, welche statistisch preisgünstig ist. Goldman Sachs verfügt über eine langfristige unternehmerische Erfolgsbilanz, und im Dezember wurde seine Aktie in unseren Augen recht preisgünstig, dies aufgrund eines Zusammenspiels mehrerer Faktoren, darunter dem allgemeinen Ausverkauf am Markt und einer potenziellen Haftung aus seiner Beteiligung am malaysischen Staatsfondskandal («1MDB»). Zwar lässt das Ergebnis der gerichtlichen Auseinandersetzung um den 1MDB-Fonds viele Möglichkeiten offen, doch könnte das Unternehmen unserer Ansicht nach selbst einen hohen Schadensersatz verkraften. Beim Kauf notierte Goldman Sachs zu etwa 80 % seines Buchwerts der Sachanlagen und zu etwa zwei Drittel unserer Schätzung seines inneren Basiswerts. Ausserdem kauft das Unternehmen weiterhin erhebliche Mengen an Aktien zurück; 2018 belief sich der Rückkauf auf einen Wert von 3,3 Milliarden USD. Darüber hinaus prüft der neue CEO, David Solomon, die verschiedenen Geschäftsfelder von Goldman Sachs im Hinblick auf eine verbesserte Wertentwicklung und Kapitalrendite.

CNH (für den Value Fund (USD), für den International Value (Euro) und für den International Value (CHF)). Das Unternehmen CNH Industrial besteht aus dem früheren Industrievermögen von Fiat: Case New Holland (ein Weltunternehmen für landwirtschaftliche und Baumaschinen), Iveco (europäische Nutzfahrzeuge) und Fiat Powertrain (Industriemotoren). Das Unternehmen hat ausserdem ein hauseigenes Finanzierungsunternehmen. CNH wurde 2013 gegründet, als der Mehrheitsaktionär von Fiat, die Familie Agnelli, das Auto- und Industrievermögen von Fiat trennte, um eine breitere Umstrukturierung der verschiedenen Geschäftsfelder zu ermöglichen. Das Industrievermögen wurde in einem einzigen Unternehmen zusammengefasst, weil dort eine gemeinsame Antriebsplattform in Form des Motorenunternehmens eingesetzt werden konnte. Nach der Trennung verschlechterte sich der landwirtschaftliche Zyklus allerdings dramatisch, und als Folge davon ist die finanzielle Erfolgsbilanz von CNH nicht beeindruckend. Jedoch strukturierte die Geschäftsleitung die Geschäftsfelder um und zahlte Schulden ab. Die Schulden des Unternehmens gelten jetzt als «Investment Grade», und CNH begann kürzlich mit dem Rückkauf seiner Aktien.

Das grösste und wertvollste Geschäftsfeld von CNH und der Grund für unser Interesse an einer Beteiligung ist das Landwirtschaftsmaschinensegment Case New Holland (das zurzeit 44 % des Betriebsgewinns erzielt). Sein Wettbewerb mit Deere und Agco basiert auf einem a rationalen Oligopol, das profitiert von hohen Hürden zum Markteintritt (z. B. Fachhändlernetze) und positiven langfristigen Nachfragetrends (die Zunahme der globalen Bevölkerung erfordert einen höheren Ausstoss an landwirtschaftlichen Erzeugnissen). Die Geschäftsfelder Baumaschinen und Nutzfahrzeuge

sind Unternehmen, die im Wettbewerb mit sehr viel grösseren Unternehmen stehen, und das in Branchen, in denen Grösse entscheidend ist. Daher stecken beide Geschäftsfelder trotz der Bemühungen der Geschäftsleitungen strukturell in Schwierigkeiten. Das Segment Antriebe beliefert die verschiedenen CNH-Unternehmen mit Motoren, erzielt jedoch auch über 50 % seines Umsatzes mit Verkäufen an Dritte, so dass es insgesamt als anständiges Geschäftsfeld gelten kann. Beim Kauf notierte CNH mit einer Kennzahl von etwa 7,7 im mittelzyklischen Verhältnis zum normalisierten EBITA, und die Branche Landwirtschaft dümpelt fast auf der Talsohle, aber unserer Ansicht nach wird sie durch starke langfristige Nachfragetrends begünstigt.

CNH ist ein Beispiel für ein Unternehmen mit einem weit über dem Durchschnitt liegenden Geschäftsfeld (Landwirtschaftsmaschinen), dessen Ertragskraft durch die eher durchschnittlichen bis unterdurchschnittlichen Segmente Baumaschinen und Nutzfahrzeuge ein wenig verschleiert wird. Wenn die Geschäftsleitung geschickt ist – und wir haben Grund zu dieser Annahme –, dann kann das Unternehmen mit der Zeit auf eine Weise umstrukturiert werden, welche die Stärke des Segments Landwirtschaft immer stärker zum Tragen bringt. Falls dies geschieht, sind die Teilfonds dann zumal an einem Unternehmen beteiligt, das sehr an Wert gewonnen hat. Wir sind ausserdem der Meinung, dass das Unternehmen von einer Verbesserung des Geschäftsfelds Landwirtschaftsmaschinen profitieren kann, das zurzeit aufgrund der Zyklizität eine schwache Entwicklung zeigt und obendrein von den globalen Handelsstreitigkeiten beeinträchtigt wird.

BASF (für den High Dividend Teilfonds). Die BASF, ein 1865 gegründetes Unternehmen, ist ein globaler Chemiekonzern mit 122 404 Mitarbeitern in über 80 Ländern weltweit. Am bekanntesten ist er wahrscheinlich für sein Geschäftsmodell des «Verbunds», wobei ein Grossteil der chemischen Wertschöpfungskette in einer einzigen Anlage zusammengefasst wird. Dadurch können Rohstoffe und chemikalische Zwischenprodukte leicht befördert und eine effiziente Energieerzeugung sichergestellt werden, wodurch das Unternehmen Geld spart. Der Konzern ist an sechs Standorten im Verbund tätig, und ein siebter Standort (der zweite in China) ist geplant. Die BASF war als Unternehmen traditionell schwer zu analysieren, da die Berichterstattung in 13 Geschäftsbereichen in fünf Segmenten erfolgte. Jedoch hat sich das Unternehmen verändert, und der neue CEO, Dr. Martin Brudermüller, hat eine neue Berichtsstruktur bekanntgegeben, die das Berichtswesen des Unternehmens vereinfacht und auch die Verantwortung der einzelnen neuen Segmente gestärkt hat. Zudem plant die BASF, ihren Geschäftsbereich Öl und Gas zu veräussern; auch dadurch wird das Unternehmen leichter zu verstehen und vielleicht für Anleger attraktiver.

Die BASF stellt Chemikalien und Düngemittel her, welche die Bausteine für viele Produkte bilden, die für unser tägliches Leben unverzichtbar sind. Laut dem Unternehmen haben 75 % seiner Geschäftsbereiche einen Marktanteil, mit dem sie an erster, zweiter oder dritter Stelle liegen. Die Geschäftsbereiche der BASF werden ständig angepasst durch Ausstiege aus Geschäftsfeldern mit niedrigem Mehrwert oder Rohstoffbereichen und durch die Konzentration auf attraktive Wachstumsbereiche oder Geschäftsbereiche, in denen es aufgrund seiner «Verbund»-Produktionsstandorte einen Kostenvorteil geniesst. Die von der BASF bekanntgegebene Veräusserung des Geschäftsbereichs Öl und Gas und die jüngste Übernahme des Bereichs landwirtschaftliche Chemikalien von Bayer stehen beispielhaft für die Verwaltung der Geschäftsfelder seitens des Unternehmens.

Auch wenn das Geschäft mit Chemikalien zyklisch verlaufen kann, so scheint die BASF doch etwas weniger zyklisch als ihre Vergleichsunternehmen zu sein. Die Finanzierungspolitik des Konzerns ist traditionell sehr konservativ, und obwohl die BASF die Übernahme des Geschäftsbereichs von

Bayer teilweise fremdfinanzierte, gehen wir davon aus, dass das Unternehmen innerhalb der nächsten zwei Jahre seinen historisch niedrigen Verschuldungsgrad wieder erreicht.

Beim Kauf notierte die BASF bei etwa 70 % unserer Schätzung ihres inneren Wertes, d. h. ungefähr bei einem KGV von 9,2, bezogen auf den Ertrag des letzten Jahres sowie bei einem Buchwert von 1,5 (ein historischer Niedrigwert); sie hatte eine Gewinnrendite des Eigentümers von etwa 8,8 % und zahlte eine überdurchschnittliche Dividendenrendite von etwa 5,4 %, was das Unternehmen für den Teilfonds High Dividend Fund geeignet erscheinen lässt. Das Unternehmen geht davon aus, dass sein EBITDA in den nächsten Jahren um 3 % bis 5 % pro Jahr ansteigt, ein Anstieg, den wir auch für den inneren Wert des Unternehmens erwarten. Zudem gab es Ende 2018 in erheblichem Masse Insiderkäufe. Der CEO, der CFO, der Aufsichtsratsvorsitzende und der frühere CEO kauften alle zu höheren Preisen als dem, den wir für unsere Aktien zahlten.

* * * * *

Zum herannahenden 100. Geburtstag von Tweedy, Browne möchten wir die Gelegenheit ergreifen, die Geschichte des Unternehmens und die Auswirkungen dieser Geschichte auf die von uns heute noch angewandte Anlagemethode zu beleuchten. In die nächsten Schreiben nehmen wir diese Vignetten sukzessive auf. Wir hoffen, dass Sie diesen Ausflug in die Vergangenheit geniessen werden.

Tweedy, Browne, die Pfandleiher der Wall Street

> *[Man schrieb das Jahr 1920.] Der «grosse» Krieg lag über ein Jahr zurück, und der Dow [Jones Industrial Average] notierte zu Jahresanfang um 100 und ging dann zurück. [Im Frühherbst des Jahres] explodierte ein von einem Pferd gezogener Wagen vor der 23 Wall Street, wobei 40 Menschen ums Leben kamen und Dutzende verletzt wurden. Eisenstücke zischten am Kopf von Seward Prosser, dem [damaligen] Präsidenten der schräg gegenüber liegenden Bankers Trust Company, vorbei, und seine Lippe platzte, als er unter seinem Schreibtisch in Deckung ging. Die Schuld wurde umgehend bei «Bolschewiken» gesucht. In dieser Atmosphäre eröffnete [Forest Birchard «Bill»] Tweedy um die Ecke und zwei Blocks entfernt sein Unternehmen. Er war 28 Jahre alt.*
>
> - Raymond D. Smith, Jr.
> ***Tweedy, Browne Company –Recollections from the First Seventy-Five Years («Tweedy, Browne Company – Erinnerungen an die ersten fünfundsiebzig Jahre», 1997)***

Forest Birchard «Bill» Tweedy wird oft als ein Mann wie aus einem Dickens-Roman beschrieben, der Hosenträger trug und einen buschigen Schnurrbart sowie einen Bierbauch hatte. Tweedy suchte wohl in der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg eine Nische im Wertpapiergeschäft, in der es keine grosse Konkurrenz gab. Er entwickelte die Idee, Märkte in geschlossen gehaltenen, inaktiv gehandelten Wertpapieren zu machen, den so genannten «Trade by Appointment Stocks», d. h. aufgrund ihrer Illiquidität schwierig zu handelnden Aktien. Ende 1920 gründete er als Marktmacher das Unternehmen Tweedy & Co. und mietete an der Adresse 15 William Street in Downtown Manhattan Büroraum an. Er konzentrierte sich auf kleine, fast illiquide Unternehmen mit 50 bis 100 Gesellschaftern. Tweedy besuchte die Jahresversammlungen dieser Unternehmen und schrieb das Verzeichnis der Gesellschafter ab. Dann sandte er jedem von ihnen Postkarten und bot ihnen an, für ihre Aktien als Makler zu fungieren.

Bill setzte dieses Geschäft in den 1920ern und 1930ern fort, bis dann schicksalshaft und zufällig eine neue Beziehung begann. Nach seinem Phi-Beta-Kappa-Abschluss am Columbia College und einer kurzen Tätigkeit als Anleiheanalyst tat sich Benjamin Graham, der Mann, der bald zur Legende werden sollte, mit seinem guten Freund Jerome Newman zusammen und gründete die Graham-Newman Corporation. Graham brachte seine Kenntnisse der Anleiheanalyse in die Analyse von Stammaktien ein. In der Anleiheanalyse wird die finanzielle Sicherheit einer Anleihe als Investition – d. h. die Wahrscheinlichkeit, dass der Anleihenehmer seine Kapitalsumme bei Fälligkeit zurückerhält, und die Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen dem Anleihenehmer während der Laufzeit der Anleihe Zinsen zahlt – durch die Nachprüfung folgender Punkte ermittelt: (a) des Beleihungswerts des Vermögens- bzw. Unternehmenswertes in Bezug auf die Kapitalsumme der Anleihe, zu deren Zurückzahlung ein Unternehmen verpflichtet ist; und (b) des Verhältnisses des Cashflows eines Unternehmens zum seinen Anleiheinhabern gezahlten Jahreszins. Je höher der Beleihungswert im Verhältnis zur zurückzuzahlenden Kapitalsumme der Anleihe und je grösser der zur Zahlung der Zinsen verfügbaren Cashflows, desto umfangreicher der Grad an «Deckung» bzw. der Grad des Polsters für unvorhersehbare Verringerungen des Beleihungswertes bzw. des Cashflows, d. h. als umso sicherer wird die Anleihe angesehen. Graham übertrug diesen Standpunkt auf die Analyse von Stammaktien, indem er die Theorie aufstellte, dass der Wert des Unternehmensvermögens bzw. der Wert der Geschäftstätigkeit als eine Art «Besicherung» fungierte, welche den Marktwert der Aktien des Unternehmens stützte und sicherte. Je höher der Vermögens- bzw. Unternehmenswert und der Cashflow im Verhältnis zum Marktwert der Aktien des Unternehmens, desto sicherer nach der Überzeugung von Graham die Aktie.

Ben war der Ansicht, dass jede Aktie zwei Preise hatte: den für alle sichtbar an der Börse an einem bestimmten Handelstag notierten und den sich für den Anleger aus dem Verkauf des Gesamtunternehmens unter unabhängigen Bedingungen ergebenden Preis. Letzteren nannte er den «inneren Wert» des Unternehmens. Für Graham bestand das Entscheidende der Anlagetätigkeit im Versuch, grosse Unterschiede zwischen diesen Preisen auszunutzen, eine Spanne, die er als «Sicherheitsmarge» des Anlegers bezeichnete – ein Polster zum Schutz gegen finanzielle Nachteile. Der Abschlag auf den inneren Wert diente dem Schutz vor Fehlern beim Research und bei der Bewertung. Zudem konnte der Abschlag auf den inneren Wert als Indikator für mögliche zukünftige Anlagerenditen dienen: Je höher der Abschlag vom inneren Wert, desto grösser die Sicherheitsmarge und damit umso besser die Aussichten auf zukünftige Anlagerenditen. Zum Beispiel ergibt eine Aktie mit einem inneren Wert von 100 USD, die an der Börse mit einem Kurs von 50 USD gehandelt wird, für einen Anleger eine «Sicherheitsmarge»: Der innere Wert kann um 50 % bzw. 50 USD pro Aktie zurückgehen, bevor er den Aktienkurs nicht mehr stützt. Zudem erhält ein Anleger, dessen Kennzahl «innerer Wert» dem Zweifachen des Aktienkurses entspricht, für eine Anlage in eine Aktie zum Kurs von 50 USD pro Aktie die Aussicht auf einen 100%igen Gewinn, wenn der Aktienkurs an der Börse sich auf den inneren Wert von 100 USD pro Aktie entwickelt oder wenn das Unternehmen zu einem Preis übernommen wird, der seinem inneren Wert von 100 USD pro Aktie entspricht. Ein bekannter Spruch der Finanztheorie lautet: «Das Ergebnis fällt umso grösser aus, je grösser das Risiko ist.» Grahams Konzept der Anlageanalyse und der Bewertung der Stammaktien drehte diese Weisheit in ihr Gegenteil um – seiner Ansicht nach sind die zukünftigen möglichen Renditen umso grösser, je geringer man das Risiko ansetzt!

Ben war ein Mann von herausragender Intelligenz. Sein Hauptwerk, ***Security Analysis*** [Wertpapieranalyse], das er als Mitautor 1934 verfasste, gilt bei vielen als das beste Buch über die Anlagetätigkeit, das je erschienen ist. Er liess diesem Buch 1949 eine Version für interessierte Anleger

ohne grosse Fachkenntnisse folgen, ***The Intelligent Investor*** [Intelligent Investieren]. Beide Bücher werden weiterhin nachgedruckt, und es werden jedes Jahr Hunderte, wenn nicht Tausende Exemplare davon verkauft. Graham hielt auch über 35 Jahre lang einen Kurs über Wertpapieranalyse an der Columbia University Business School ab. Er wusste natürlich schon früh, dass er mehr Geld durch die Ausübung seiner Anlagegrundsätze verdienen konnte als durch das Schreiben darüber, und so verfolgte er seine Anlageinteressen bei Graham-Newman Corporation.

Die inaktiven Wertpapiere, für welche Bill Tweedy Märkte machte, hatten häufig das Merkmal gemeinsam, dass sie zu erheblichen Abschlägen auf ihren inneren Wert gehandelt wurden. Wenn Ben Graham nach Schnäppchen an der Börse suchte, begegnete ihm immer öfter der Name Tweedy & Co. als Marktmacher für die Geschäftsanteile, an denen er interessiert war; daraus ergab sich eine Maklerbeziehung. Diese Beziehung setzte sich in den 1930er und 1940er Jahren fort. 1945 traten Howard Browne und Joe Reilly in das Unternehmen von Bill Tweedy ein, woraufhin es in Tweedy, Browne and Reilly umbenannt wurde. Howard kam von Bristol and Willet zu Tweedy, wo er die Leitung des Anleihehandels innegehabt hatte. Er war ein eher wortkarger Mann, der gerne die Meinung vertrat: «Niemand hat je etwas durch Reden gelernt.» Joe seinerseits war ein charmanter und grosszügiger Mensch, der so etwas wie eine «gehende» Legende war. An Wochenenden begab er sich nämlich zu Fuss von seinem Haus in Flushing, Queens, zum Haus seiner Schwester in Port Washington, Long Island, und wieder zurück, eine Strecke von insgesamt über 38 Kilometern. Die drei Partner hatten ihre Büroräume im gleichen Gebäude und auf dem gleichen Stockwerk wie die Graham-Newman-Corporation an der Adresse 52 Wall Street. Es dauerte nicht lange, bis Ben Graham ihr grösster Kunde wurde. Damals wurden Aktienzertifikate persönlich übergeben und Schecks ausgetauscht. Der Umzug des Unternehmens bedeutete also, dass seine Mitarbeiter bei der Abwicklung von Abschlüssen mit Graham nicht mehr länger den Elementen ausgesetzt sein würden.

Tweedy, Browne and Reilly bildete keinen grossen Betrieb. Jedoch erweiterte das Unternehmen schnell seinen Ruf als Käufer im Verzweiflungsfall für obskure, kaum gehandelte Aktien. Im Dezember 1950 wies der Abschluss ein Kapital der Partner von etwa 88 000 USD und einen Gewinn pro Monat von 4 887,30 USD aus.

1955 kam es für die Partner von Tweedy, Browne and Reilly zu einer weiteren zufälligen Bekanntschaft, als sie Walter Schloss, der bei Graham gekündigt hatte, um sein eigenes Investmentunternehmen zu gründen, Räumlichkeiten in ihrem Büro anboten. Schloss hatte seinen Schreibtisch bei Tweedy, Browne zunächst zwischen der Eingangstür und dem Wasserspender. Wenn jemand Wasser trinken wollte, musste Schloss den Bauch einziehen und die Luft anhalten, damit der Durstige an ihm vorbeikam. Schloss verblieb bis zum Ende seiner ausserordentlichen Laufbahn bei Tweedy, Browne und schied erst 2003 im Alter von 83 Jahren aus. Er war nicht nur eine Quelle der Klugheit und Gelassenheit bei Tweedy, Browne, sondern machte auch Howard Browne mit Warren Buffett sowie später mit Tom Knapp bekannt. Anfang der 1950er Jahre hatte Schloss als Analyst mit Buffett und Knapp zusammen bei Graham Newman gearbeitet. 1956 beschloss Graham, sich zur Ruhe zu setzen. Er bot sein Unternehmen seinem Star-Analysten Warren Buffett an, aber Buffett wollte zurück nach Omaha, Nebraska, und gründete dort die Buffett Partnership. Im Namen von Howard Browne rief Walter Schloss Tom Knapp an, um festzustellen, ob Knapp Interesse daran hatte, Partner bei Tweedy, Browne zu werden. Kurze Zeit später, am 1. Januar 1957, trat Tom Knapp bei Tweedy, Browne and Reilly ein, wo er einiges weitere Kapital einbrachte, aber auch ein Interesse daran, das Unternehmen auf Wertpapiere hinzulenken, in denen es Märkte machte. Er war derjenige, der die Gründung des ersten Anlageportfolios vorantrieb, in dem zunächst nur das Kapital der Partner investiert war. Seiner Ansicht nach besass Tweedy, Browne and Reilly ein tolles Lager an

unterbewerteten Aktien. Vermutlich wegen seiner Zeit als «Schüler» von Graham war Tom immer ein Schnäppchenjäger. Man sagt von ihm, dass er am Eingang zur U-Bahn jeweils das Drehkreuz prüfte, bevor er seine Münze einwarf, um zu sehen, ob er eine Freifahrt ergattern konnte. 1958 entschlossen sich Tom Knapp und Warren Buffett, den Markt für die nicht mehr gedruckte 4-Cent-Luftpostmarke «American Blue Eagle» an sich zu ziehen. Sie fragten bei Postfilialen in allen Landesteilen an und gaben etwa 25 000 USD für mehr als 600 000 Briefmarken aus. Doch die Sache erwies sich als Zeitverschwendung, da am Ende mehr Briefmarken als Sammler vorhanden waren. Jedoch konnten Buffett und Knapp einige Jahre lang ihre Briefe nur aus ihren Vorräten frankieren.

1968 trat Ed Anderson als weiterer Partner bei Tweedy, Browne and Reilly ein, wobei er auf den Platz des ausscheidenden Joe Reilly nachrückte. Ed war ausgebildeter Naturwissenschaftler, hatte seinen Doktor in Chemie von der Washington State University erhalten und war bei der US-Atomenergiebehörde tätig. Nach der begeisterten Lektüre des Buchs ***Security Analysis*** von Benjamin Graham begann Anderson auf eigene Rechnung und die seiner Mitwissenschaftler unter Anwendung der wertorientierten Methode von Graham zu investieren. Als Naturwissenschaftler ging er mit intensiver analytischer Rigidität an jeden von ihm erkundeten Bereich heran, und die Anlagetätigkeit bildete da keine Ausnahme. Vor der Entscheidungsfindung stand für ihn die Erhebung wirklich aller Daten, was seine Schlussfolgerung erklären könnte, dass Grahams Methode am besten funktionierte.

Ed entwickelte eine wahre Leidenschaft für das wertorientierte Anlegen. Er gründete ein Investmentunternehmen und verliess schliesslich die US-Atomenergiebehörde, um mit einem jungen Unternehmensanwalt in Los Angeles zusammenzuarbeiten. Dieser Anwalt, Charlie Munger, ist heute Stellvertretender Vorsitzender von Berkshire Hathaway und schon etwa ein halbes Jahrhundert als Geschäftspartner von Warren Buffett tätig. Ed arbeitete als Analyst bei Wheeler Munger, dem Investmentunternehmen von Charlie Munger an der Pazifikküste, lernte Mungers Freund Buffett kennen, heiratete die College-Zimmerkameradin von Susan Buffett und verwaltete weiterhin sein Investmentunternehmen. 1968 nahm er eine Einladung von Tweedy, Browne and Reilly an, dort als Partner einzutreten, und brachte seine Anleger gleich mit. Daher wurde die ursprüngliche Gruppe von Andersons Freunden und Mitwissenschaftlern zu den ersten externen Anlagekunden von Tweedy, Browne. Zum Zeitpunkt von Eds Ankunft hatten die Partner bei Tweedy, Browne entschieden, den Namen des Unternehmens auf Tweedy, Browne zu verkürzen, weil sie sich am Telefon mit diesem Namen meldeten. Jedoch hatte der Buchhalter des Unternehmens angenommen, Tom Knapp würde für Joe Reilly in die Kopfzeile des Firmenbriefbogens rücken, da Knapp bereits elf Jahre beim Unternehmen tätig war. Er bestellte das neue Briefpapier daher mit der Kopfzeile Tweedy, Browne & Knapp, und die Partner mussten entscheiden, ob sie es wegwerfen oder einfach den Unternehmensnamen zu Tweedy, Browne & Knapp ändern sollten. Wertorientiert, wie sie waren, entschieden sie sich für Letzteres.

Howard Browne war weiterhin für das Handels- und Maklergeschäft bei Tweedy, Browne & Knapp zuständig. In den 1960er Jahren kaufte er in seiner Rolle als Warren Buffetts Makler praktisch jede Aktie von Berkshire Hathaway, die heute im Besitz von Warren Buffett ist, wobei er seine ersten Käufe 1962 für etwa 7,50 USD pro Aktie ausführte. Anscheinend war es Brownes Ruf der Verschwiegenheit, der Buffett besonders ansprach, denn für seine Aktienkäufe war Diskretion von äusserster Wichtigkeit. Wenn Buffett geschäftlich nach New York kam, war er häufig in der Handelsabteilung von Tweedy, Browne zu finden. So berichtet Alice Schroeder, eine Buffett-Biografin:

> *Nirgendwo in New York fühlte sich Buffett so zu Hause wie am Besucherschreibtisch von Tweedy, Browne. Das Unternehmen hatte seine Anlagetätigkeit ausgeweitet auf Arbitrage,*

Workouts (d. h. fast vollendete Sanierungen, wo aber noch noch etwas Geld zu machen war) und «Stubs» (übernommene und zerschlagene Unternehmen) – alles Geschäfte, die er mochte. Es handelte mit Dingen wie Fünfzehnjahres-Warrants auf Jamaica (Queens) Water, d. h. dem Recht, Aktien des Wasserunternehmens zu kaufen, wobei der Kurs immer anstieg, wenn spekuliert wurde, dass New York City eines Tages die Wasserversorgung übernehmen würde. Der Kurs fiel wieder, wenn die Gerüchte verstummten. Tweedy, Browne kaufte sie jedes Mal, wenn der Kurs sank, und verkaufte sie jedes Mal, wenn der Kurs stieg, und so weiter.

- Alice Schroeder,
The Snowball 2008 («Der Schneeball», 2008)

Tom Knapp suchte weiterhin die preisgünstigsten und häufig obskursten Aktien für das Investmentkonto des Unternehmens aus, und Ed brachte frischen Enthusiasmus in den Anlageprozess ein: Er durchsuchte das National Stock Summary, das Verzeichnis von Polks Bank und die «rosa Blätter», um jede Aktie ausfindig zu machen, deren Verkaufspreis unter dem Wert ihres Nettoumlaufvermögens lag. In einer Welt, die noch keine Datenbanken kannte, schuf Anderson seine eigene mit Rolodex-Karteikarten. Später war er derjenige, der mithalf, das erste rechnergestützte Portfolioverwaltungssystem des Unternehmens einzurichten.

So wie es John Train in seinem Buch, ***The Money Masters*** (1980) («Die Geldmeister», 1980), beschreibt, waren die frühen Partner von Tweedy als Lieferanten inaktiver Aktien vergleichbar mit:

... einem Gebrauchtwarenladen, [der bereit stand], kleine Mengen einer grossen Palette unterschiedlicher Posten preisgünstig einzukaufen, und [der dann] glücklich [war], wenn er sie gelegentlich jemandem anbieten konnte, der sie kaufen [wollte] – zu einem höheren Preis. Der ursprüngliche Browne nannte sie «Pfandleiher».

Manchmal verliessen sich Tweedy, Browne & Knapp, mit ihrem Inventar von über 1 000 Aktien, auf die bewährte und zuverlässige Bewertungsmethode von Graham und waren bereit, auf Aktien von Unternehmen zu bieten, die zu höchstens zwei Dritteln des Nettoumlaufvermögens angeboten wurden, um sie dann am Markt für das Nettoumlaufvermögen anzubieten. Sie profitierten so von einer Spanne, die sich meistens als recht zuverlässig erwies. Andauernd hatte das Unternehmen hunderte von Angeboten für Aktien laufen, an denen es interessiert war, und wartete einfach darauf, dass «der Fisch anbiss». Die Partner bei Tweedy, Browne bezeichneten diese Methode denn auch häufig als «Angeln im Wasser aussetzen».

Als Pfandleihern bzw. «Not-Käufern» wurden Tweedy, Browne & Knapp häufig Aktien von verzweifelten Verkäufern zu absurd attraktiven Bewertungen angeboten, und wenn sie keine unmittelbaren Käufer hatten, denen das Unternehmen ein Maklergeschäft vorschlagen konnte, nahmen sie einige der Aktien für das unternehmenseigene Investmentkonto heraus und hielten das Übrige im Inventar, bis ein Fisch anbeissen würde. In diesen frühen Jahren war die Anlagemethode des Unternehmens grösstenteils statistisch geprägt, d. h. es wurde nicht sehr viel Zeit auf qualitative Inputs wie die Qualität der Geschäftsleitung, die Effizienz des Geschäftsmodells, das Wettbewerbsumfeld, in dem das Unternehmen tätig war, oder die Bilanz der Geschäftsleitung bei der Kapitalallokation verwendet. Research bestand hauptsächlich aus der Pflege einer Rolodex-Kartei mit finanziellen Informationen über diese Unternehmens, so dass das Unternehmen, wenn ein Fisch am Haken knabberte, ihre Bewertungen schnell und effizient aktualisieren und Entscheidungen treffen konnte.

In den 1960er und 70er Jahren wuchs das Investmentkonto des Unternehmens stetig, zusammen mit seiner Marktmachertätigkeit, und bestand grösstenteils aus den «Net-Nets» von Ben Graham, einigen

Situationen, in denen das Unternehmen eine beherrschende Position erlangte, einer Sammlung inaktiver Aktien und einigen stillen Beteiligungen. Bis Mitte der 1980er Jahre hatte Tweedy eine Anlagemethode mit so bemerkenswerten Ergebnissen entwickelt, dass Warren Buffett das Unternehmen und dessen Methode 1984 in seiner legendären Rede vor der Columbia University Business School, «The Superinvestors of Graham and Doddsville», erwähnte.

Der Rahmen, den die frühen Partner von Tweedy & Co., Tweedy, Browne and Reilly und Tweedy, Browne & Knapp aufbauten, ist bei Tweedy, Browne Company LLC immer noch vorhanden. Dank seiner Verbindungen zu Anlegern wie Graham, Buffett, Munger und Schloss ist die Idee, dass jede Aktie zwei Preise hat, immer noch das Fundament des wertorientierten Ansatzes bei Tweedy, Browne. Die Betonung extremer Abschläge durch die frühen Partner und der Wunsch, eine grosse Anzahl von Anlagemöglichkeiten zu haben, spiegelt sich auch im heutigen Ansatz wider, der ausserordentlich preisempfindlich und von der Streuung nach Emission, Branche und Land abhängig ist. Und Ed Andersons naturwissenschaftliche Herkunft zeigt sich im immer noch vorhandenen Interesse des Unternehmens an empirischen Nachweisen für die von ihm verfolgte Wert-Strategie. Aber im Mittelpunkt von allem steht die unerschütterliche Entschlossenheit zu intellektueller Ehrlichkeit und fairer Behandlung der Kunden. Wie sagte Howard Browne doch einmal: «Ihre Kunden vergeben Ihnen Fehler, aber sie vergeben Ihnen niemals Unehrlichkeit.» Das ist heute noch genauso wahr wie damals.

In unserem Jahresbericht zum Ende des Jahres setzen wir diese Erinnerungen mit einem Porträt des Erbes der nächsten Gruppe von Tweedy-Partnern fort: Chris Browne, John Spears, Jim Clark und William Browne.

* * * * *

Nachtrag

Zwar schenkte Benjamin Graham während seiner Laufbahn auf Statistik basierenden Wertformeln wie dem Kurs-Buchwert-Verhältnis und dem Nettoumlaufvermögen viel Aufmerksamkeit, doch war sein Konzept des «inneren Wertes» sehr viel breiter angelegt und berücksichtigte nicht nur vergangene Erträge und Liquiditätszahlen, sondern auch die – konservativ geschätzte – zukünftige Ertragskraft, d. h. er berücksichtigte qualitative genauso wie quantitative Aspekte.

> *Wir müssen jedoch anerkennen, dass der innere Wert ein nicht leicht fassbares Konzept ist. Allgemein gilt er als der faktisch gerechtfertigte Wert, z. B. vom Vermögen, dem Ertrag, den Dividende, den eindeutigen Aussichten und nicht von den Marktnotierungen, die durch künstliche Manipulation entstanden oder durch psychologische Exzesse verzerrt sind. Aber es ist ein grosser Fehler sich vorzustellen, der innere Wert sei genauso eindeutig und bestimmbar wie der Marktpreis. Vor einige Zeit wurde der innere Wert (im Falle der Stammaktien) in etwa mit dem «Buchwert» gleichgesetzt, d. h. mit dem fair gepreisten Nettovermögen eines Unternehmens. Diese Sicht des inneren Wertes war ziemlich eindeutig, erwies sich jedoch in der Praxis als fast wertlos, weil weder der durchschnittliche Ertrag noch der durchschnittliche Marktpreis irgendeine Tendenz zeigte, sich vom Buchwert beherrschen zu lassen.*
>
> - Benjamin Graham und David L. Dodd,
> ***Security Analysis**, 6. Aufl. (2009)*

Graham anerkannte die Grenzen der Wertpapieranalyse; in seinen Augen ging es bei der Bestimmung des inneren Wertes nicht um Präzision, sondern noch mehr um ein Wertespektrum und wohl am meisten darum, ob der innere Wert dem Anleger eine hinreichende «Sicherheitsspanne» bot:

> *Um eine Analogie aus dem täglichen Leben zu verwenden: Es ist durchaus möglich, lediglich durch hinschauen zu entscheiden, dass eine Frau alt genug ist, um zu wählen, ohne dass man ihr Alter kennt, oder dass ein Mann dicker ist, als er sein sollte, ohne dass man sein genaues Gewicht weiss.*
>
> - Benjamin Graham und David L. Dodd,
> ***Security Analysis**, 6. Aufl. (2009)*

Als Reaktion auf die Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft in den 1960er bis 1980er Jahren von einer traditionellen Industrie- hin zu einer Dienstleistungswirtschaft entwickelte Warren Buffett Grahams Methode einen Schritt weiter und entdeckte inneren Wert in Immaterialgütern wie etwa in der Ertragskraft, die verbunden ist mit den Marken eines Unternehmens, in dessen Kundenbindung, in der Bilanz der Geschäftsleitung hinsichtlich der Kapitalallokation und in einem durch dauerhafte und nachhaltige Wettbewerbsvorteile geschaffenen wirtschaftlichen Wassergraben. Beeinflusst von seinem Partner, Charlie Munger, konzentrierte sich Buffett auf qualitativ höherwertige Unternehmen mit nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen und engagierte sich konzentriert in diesen Unternehmen, wobei er seiner Ansicht nach angemessene Preise für einen angemessen gesicherten zukünftigen Wertzuwachs zahlte. Diese Methode war weit entfernt von der statistikorientierten Methode, die er von Graham gelernt und so wirksam am Anfang seiner Karriere als Anleger eingesetzt hatte. Heutzutage investiert Buffett sogar in Technologie, ein Marktsegment, das er in seinen frühen Jahren aufgrund der ständigen Veränderungen und der Furcht vor schneller Veralterung gemieden hatte. Zum 31. März 2019 hiess sein grösstes Engagement mit seinem Unternehmen Berkshire Hathaway (etwa 48 Milliarden USD) Apple, wobei seine nächstgrössere Position nur etwa mehr als halb so gross war.

Seit seiner Frühzeit als Pfandleiher der Wall Street hat Tweedy, Browne auch die Art und Weise stark verfeinert, wie man im Unternehmen den inneren Wert bestimmt. Unter Anwendung der Wert-Schätzung einer Investmentbank sind wir bereit, praktisch alles zu einem Abschlagspreis zu kaufen, und dazu gehören – so wir sie denn finden – sogenannte «Cigar Butt»-Unternehmen genauso wie durchschnittliche Unternehmen, überdurchschnittlich leistungsfähige Unternehmen mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen und sogar Technologieaktien, wenn wir eine der seltenen Preisgelegenheit erhalten.

Es mag viele Wege geben, den Wert zu bestimmen, und die Methodik hat sich in den vergangenen Jahrzehnten natürlich weiterentwickelt, doch bildet Grahams einfache, aber elegante Idee, dass es zwei Preise für jede Aktie gibt, weiterhin die Grundlage für viele, wenn nicht die meisten wirklich wertorientierten Anleger. Obwohl passives Anlegen immer mehr Marktanteile gewinnt, waren das wertorientierte Anlegen und die Preisfindung, die es bietet, niemals relevanter oder wichtiger als heute.

Vielen Dank, dass Sie bei uns investieren und uns weiterhin Ihr Vertrauen schenken. Wir arbeiten hart, um uns Ihr Vertrauen zu verdienen und zu erhalten, denn wir wissen, wie entscheidend es für unseren beiderseitigen Erfolg ist.

Mit freundlichen Grüssen

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

Investment Committee
Tweedy, Browne Company LLC

April 2019

Literaturangaben

Graham, Benjamin. *The Intelligent Investor.* 3. überarb. Aufl., Harper & Row, 1965.

Buttonwood. "Why book value has lost its meaning." *The Economist.* 23. März 2019.

"Price To Book: The King Is Dead." *The Leuthold Group Research.* 7. März 2019.

Smith, Raymond D., Jr. *Tweedy, Browne Company – Recollections from the First Seventy-Five Years*. 1997.

Train, John. *The Money Masters*. HarperBusiness, 1994.

Graham, Benjamin, und David L. Dodd. *Security Analysis.* 2. Aufl., McGraw-Hill Book Company, 1940.

Gray, Wesley R. & Carlisle, Tobias E. *Quantitative Value*. John Wiley & Sons, Inc., 2013.

Schroeder, Alice. *The Snowball*. Bantam Dell, 2008.

Fußnoten:

1) *Die Indizes werden nicht verwaltet, und die Zahlen der aufgeführten Indizes schliessen die Wiederanlage von Dividenden und Kapitalgewinnausschüttungen, nicht aber Gebühren und Kosten ein. Anleger können nicht direkt in einen Index investieren.*
2) *Der **MSCI World Index** ist ein um den Streubesitz angepasster, nach der Marktkapitalisierung gewichteter Index, der zur Messung der Wertentwicklung der Aktien an den Märkten der Industrieländer dient. Der MSCI World Index (in USD) spiegelt die Rendite dieses Index für einen US-Dollar-Anleger wider. Der MSCI World Index (in EUR) spiegelt die Rendite dieses Index für einen Euro-Anleger wider. Der MSCI EAFE Index (gesichert gegenüber dem EUR) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, dessen Nicht-EUR-Engagements zu 100 % EUR-kursgesichert sind und der Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen berücksichtigt. Das Ergebnis jedes Index schliesst Dividenden ein und ist abzüglich ausländischer Quellensteuern zu verstehen.*
3) *Der **S&P 500 Index** ist ein nach der Marktkapitalisierung gewichteter, aus 500 breit gestreuten Stammaktien bestehender Index, der von der Wiederanlage von Dividenden ausgeht. Der Index gilt in der Regel als Abbildung der Aktienkurse von US-Unternehmen mit hoher Kapitalisierung.*
4) *Der **MSCI EAFE Index** ist ein um den Streubesitz angepasster, nach der Marktkapitalisierung gewichteter Index, der zur Messung der Wertentwicklung der Aktien an den Märkten der Industrieländer ohne die USA und Kanada dient. Der MSCI EAFE Index (in USD/EUR) bildet die Rendite des MSCI EAFE Index für einen US-Dollar-Anleger (von der Auflegung des Value-Teilfonds (USD) zum16. Mai 2004) und die Rendite des MSCI EAFE Index für einen EUR-Anleger ab dem 17. Mai 2004 bis heute ab. Der MSCI EAFE Index (gesichert gegenüber USD und EUR) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, der von der Auflegung zum 16. Mai 2004 zu 100 % USD-kursgesichert und (ab dem 17. Mai 2004 bis heute) zu 100 % EUR-kursgesichert ist. Der Index berücksichtigt Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen. Der MSCI EAFE Index (in CHF) spiegelt die Rendite des MSCI EAFE Index für einen Schweizer-Franken-Anleger wider. Der MSCI EAFE Index (CHF-kursgesichert) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, dessen Nicht-CHF-Engagements zu 100 % CHF-kursgesichert sind und der Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen berücksichtigt. Das Ergebnis des Index schliesst Dividenden ein und versteht sich abzüglich ausländischer Quellensteuern.*

Die Erwähnung eines bestimmten Wertpapiers darf nicht als Empfehlung zum Kauf oder als Aufforderung zum Verkauf dieses Wertpapiers betrachtet werden. Engagements können sich jederzeit ändern.

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

Derzeitige und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Aktien und Anleihen sind unterschiedlichen Risiken ausgesetzt. In der Regel unterliegen Aktien grösseren Preisschwankungen 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 im Wert erheblich 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 dem Steigen der Zinsen fallen in der Regel die Anleihenpreise), dem Emittentenausfallrisiko, dem Emittentenbonitätsrisiko und dem Inflationsrisiko, obwohl die US-Schatzpapiere durch die absolute Vertrauens- und Kreditwürdigkeit der US-Bundesregierung gesichert sind. Anlagen in ausländischen Wertpapieren beinhalten zusätzliche Risiken wie etwa Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Standards der Rechnungslegung und Finanzberichterstattung, unterschiedliche Aufsichtsrechte und unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in diversen Ländern. Zudem sind die Wertpapiere kleinerer Unternehmen möglicherweise volatiler als die Wertpapiere grösserer Unternehmen. Das Wertanlegen beinhaltet das Risiko, dass der Markt den inneren Wert eines Wertpapiers lange Zeit nicht erkennt oder dass ein Wertpapier, welches als unterbewertet betrachtet wird, tatsächlich beim Kauf richtig gepreist ist. Dividenden werden nicht garantiert, und ein Unternehmen, das zurzeit Dividenden zahlt, kann diese Zahlungen jederzeit einstellen. Eine Risikostreuung garantiert keinen Gewinn und schützt in einem allgemein einbrechenden Markt nicht vor Verlusten. Bitte lesen Sie im Prospekt des Fonds die Beschreibung der Risikofaktoren, die mit Anlagen in Wertpapieren verbunden sind, die von den Teilfonds eventuell gehalten werden.

Obwohl die von den Teilfonds eingesetzten Wechselkurssicherungsgeschäfte das Verlustrisiko aus Wechselkursänderungen verringern, verringert sich damit auch die Fähigkeit der Teilfonds, aus günstigen Wechselkursänderungen Gewinn zu ziehen, wenn die Währung, der gegenüber der Teilfonds gesichert wird, gegenüber der Währung, auf die die Anlagen des Teilfonds lauten, an Wert verliert; in einigen Zinsumgebungen können dadurch Auslagen für die Teilfonds entstehen.

Das ***Kurs-Gewinn-Verhältnis (bzw. KGV)*** ist ein Vergleich des Schlusskurses der Aktien eines Unternehmens und seines Gewinns je Aktie in den letzten zwölf Monaten davor. Der ***Unternehmenswert (bzw. EV)*** ist eine Kennzahl, die den Gesamtwert eines Unternehmens anzeigt (Börsenwert der Stammaktien + beizulegender Zeitwert der Vorzugsaktien + beizulegender Zeitwert der Schulden + Minderheitsbeteiligung - Zahlungsmittel und Anlagen). ***Erträge vor Zinsen und Steuern (bzw. EBIT)*** bezeichnet eine Kennzahl, welche die Ertragsfähigkeit eines Unternehmens anzeigt, die aus Umsatzerlös abzüglich Aufwendungen ohne Steuern und Zinsen berechnet wird. ***Erträge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (bzw. EBITA)*** steht für eine Kennzahl (Erträge vor Steuern + Zinsaufwand + Abschreibungsaufwand), welche der Einschätzung der betrieblichen Ertragsfähigkeit eines Unternehmens dient. Der ***Ertrag vor Zinsen, Steuern, und Abschreibungen*** **(bzw. *EBITDA)*** dient der Auslotung der betrieblichen Ertragsfähigkeit eines Unternehmens, indem die nicht zahlungswirksamen Abschreibungsaufwendungen dem Betriebsgewinn eines Unternehmens hinzugefügt werden (EBIT + Abschreibungskosten). Der ***Nettobetriebsgewinn nach Steuern*** **(bzw. *NOPAT)*** entspricht dem Ertrag vor Zinsen und Steuern (EBIT), der um den Steueraufwand angepasst wurde. Der ***Nettoumlaufvermögenswert*** entspricht dem Gesamtwert an Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten, Forderungen und Vorräten, die nach Abzug aller gegenüber den Stammaktien vorrangigen Schulden übrig bleiben, darunter kurzfristige Schulden, langfristige Schulden, Schulden aus Leasingverhältnissen, Schulden aus der Altersversorgung und Vorzugsaktien (auch als «"Net-Net» bezeichnet).

Dieses Schreiben enthält Auffassungen und Aussagen über Anlagetechniken, Wirtschaft, Marktbedingungen und andere Angelegenheiten. Es besteht keine Gewähr, dass diese Auffassungen und Aussagen sich als richtig erweisen werden, und einige von ihnen sind von ihrem Wesen her spekulativ. Keine von ihnen sollte als Darstellung einer Tatsache verstanden werden.

Diesem Bericht muss ein Prospekt von Tweedy, Browne Value Funds vorhergehen oder beiliegen.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

Nettovermögensaufstellung

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in U.S. Dollar ($)

VERMÖGEN		
Wertpapierbestand, zum Marktwert (Einstandskosten $ 50.562.732) (Anmerkung 2)	$	81.757.629
Barmittel		5.067.775
Nicht realisierter Gewinn aus Devisenterminkontrakten (Anmerkung 2)		880.964
Dividenden und Zinsforderungen		218.878
Gesamtvermögen		87.925.246
VERBINDLICHKEITEN		
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten (Anmerkung 2)		68.373
Anlageverwaltungsgebühren (Anmerkung 4)		107.890
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige Verbindlichkeiten		82.048
Gesamtverbindlichkeiten		258.311
Nettovermögen	$	87.666.935
NETTOVERMÖGEN		
Anteilig, je Fondsanteil für Investoren		
$ 259,03 pro Anteil basierend auf 133.034 im Umlauf befindlichen Anteilen	$	34.460.186
Anteilig, je Fondsanteil für Manager		
$ 63.552,15 pro Anteil basierend auf 837 im Umlauf befindlichen Anteilen	$	53.206.748
	$	87.666.935

STATISTISCHE ANGABEN

		März 2019		**Geschäfts-jahresende 2018**		**Geschäfts-jahresende 2017**
Nettoinventarwert	$	87.666.935	$	99.610.553	$	144.307.913
Pro Fondsanteil für Investoren	$	259,03	$	260,62	$	244,09
Pro Fondsanteil für Manager	$	63.552,15	$	63.502,39	$	58.735,07

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESABSCHLUSS.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

Aufstellung des Wertpapierbestandes

zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in U.S. Dollar ($)

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Übertragbare Wertpapiere, die an einem geregelten Markt gehandelt werden			
Dividendenpapiere			
Chile			
Antofagasta plc	175.075	$ 2.203.751	2,51 %
China			
Baidu, Inc. (sponsored ADR)	11.820	1.948.527	2,22
SINA Corp.	14.860	880.306	1,01
		2.828.833	3,23
Frankreich			
Bollore SA	221.340	1.001.085	1,14
CNP Assurances	46.355	1.021.215	1,16
Safran SA	27.385	3.759.095	4,29
Tarkett SA	28.455	611.536	0,70
Total SA	61.592	3.424.733	3,91
		9.817.664	11,20
Deutschland			
Axel Springer SE	27.195	1.405.873	1,61
Münchener Rückversicherungs AG (Namensaktie)	5.335	1.263.975	1,44
		2.669.848	3,05
Hongkong			
Great Eagle Holdings Ltd.	131.262	668.855	0,76
Hang Lung Group Ltd.	167.000	536.105	0,61
		1.204.960	1,37
Japan			
Ebara Corporation	38.240	1.077.913	1,23
Maxell Holdings Ltd.	31.200	442.553	0,50
Zeon Corporation	48.200	487.727	0,56
		2.008.193	2,29
Niederlande			
Heineken NV	28.970	3.060.324	3,49
Royal Dutch Shell plc (A-Aktie)	87.142	2.737.770	3,12
		5.798.094	6,61

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESABSCHLUSS.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

Aufstellung des Wertpapierbestandes (Fortsetzung)

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in U.S. Dollar ($)

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Singapur			
DBS Group Holdings Ltd.	122.027	$ 2.272.973	2,59 %
United Overseas Bank Ltd.	118.900	2.211.215	2,52
		4.484.188	5,11
Südkorea			
Hyundai Mobis Company Ltd.	4.895	899.135	1,03
Kangnam Jevisco Company Ltd.	1.605	38.389	0,04
		937.524	1,07
Schweiz			
Nestlé SA (sponsored ADR)	34.300	3.269.476	3,73
Novartis AG (Namensaktie)	30.020	2.887.153	3,30
Roche Holding AG	12.925	3.560.572	4,06
Zurich Insurance Group AG	6.600	2.184.316	2,49
		11.901.517	13,58
Thailand			
Bangkok Bank Public Company Limited (sponsored NVDR)	213.200	1.390.654	1,59
Vereinigtes Königreich			
Babcock International Group plc	67.470	433.869	0,50
BAE Systems plc	128.523	807.885	0,92
CNH Industrial NV	84.945	864.529	0,99
Diageo plc (sponsored ADR)	19.525	3.194.485	3,64
GlaxoSmithKline plc	96.499	2.007.865	2,29
HSBC Holdings plc	301.651	2.449.983	2,79
Inchcape plc	73.460	546.573	0,62
Lookers plc	284.236	374.078	0,43
Standard Chartered PLC	228.800	1.762.890	2,01
Vertu Motors plc	308.142	141.437	0,16
		12.583.594	14,35
Vereinigte Staaten			
Alphabet, Inc. - Class A	1.745	2.053.673	2,34
Alphabet, Inc. - Class C	1.749	2.052.119	2,34
AutoZone, Inc.	2.550	2.611.506	2,98
Berkshire Hathaway, Inc. - Class A	17	5.120.655	5,84
Berkshire Hathaway, Inc. - Class B	3.950	793.516	0,90
Cisco Systems, Inc.	39.810	2.149.342	2,45
Emerson Electric Company	12.511	856.628	0,98
Goldman Sachs Group, Inc.	5.520	1.059.785	1,21
Johnson & Johnson	15.595	2.180.025	2,49
MRC Global, Inc.	78.200	1.366.936	1,56

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESABSCHLUSS.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

Aufstellung des Wertpapierbestandes (Fortsetzung)

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in U.S. Dollar ($)

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Vereinigte Staaten (Fortsetzung)			
National Western Life Group - Class A	5.200	$ 1.364.844	1,56 %
The Bank of New York Mellon Corporation	46.000	2.319.780	2,65
		23.928.809	27,30
Dividendenpapiere gesamt		$ 81.757.629	93,26 %
Wertpapiere gesamt		$ 81.757.629	93,26 %
Sonstige Nettovermögenswerte		5.909.306	6,74 %
Nettovermögen gesamt		$ 87.666.935	100,00 %

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESABSCHLUSS.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

Aufstellung der Devisenterminkontrakte

Die zum 31. März 2019 ausstehenden Devisenterminkontrakte stellen sich wie folgt dar (ungeprüft) (Anmerkung 2):

WÄHRUNG	GEGENPARTEI	KOSTEN	VERTRAGS-VALUTA		NICHT REALISIERTER GEWINN/ (VERLUST)
Devisenterminkontrakte					
Nicht realisierter Gewinn aus Devisenterminkontrakten					
Euro					
	State Street Bank	8.418.446	17/07/19	$	662.908
Britische Pfund					
	State Street Bank	5.646.146	17/07/19		204.282
	State Street Bank	668.874	02/04/20		13.774
				$	880.964
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten					
Euro					
	State Street Bank	1.575.000	17/07/19		(36.994)
Britische Pfund					
	State Street Bank	1.270.000	17/07/19		(31.379)
				$	(68.373)
Nicht realisierter Nettogewinn aus Devisenterminkontrakten				$	812.591

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESABSCHLUSS.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Nettovermögensaufstellung

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Euro (€)

VERMÖGEN		
Wertpapierbestand, zum Marktwert (Einstandskosten € 56.140.140) (Anmerkung 2)	€	98.614.042
Barmittel		13.800.369
Nicht realisierter Gewinn aus Devisenterminkontrakten (Anmerkung 2)		142.729
Dividenden und Zinsforderungen		254.476
Gesamtvermögen		112.811.616
VERBINDLICHKEITEN		
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten (Anmerkung 2)		2.258.042
Anlageverwaltungsgebühren (Anmerkung 4)		294.347
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige Verbindlichkeiten		51.180
Gesamtverbindlichkeiten		2.603.569
Nettovermögen	€	110.208.047
NETTOVERMÖGEN		
Anteilig, je Fondsanteil für Investoren		
€ 103;26 pro Anteil, basierend auf 915;576 im Umlauf befindlichen Anteilen	€	94.538.422
Anteilig, je Fondsanteil für Manager		
€ 295;78 pro Anteil, basierend auf 52;977 im Umlauf befindlichen Anteilen	€	15.669.625
	€	110.208.047

STATISTISCHE ANGABEN

		März 2019		**Geschäftsjahresende 2018**		**Geschäftsjahresende 2017**
Nettoinventarwert	€	110.208.047	€	113.768.387	€	104.075.751
Pro Fondsanteil für Investor	€	103,26	€	104,01	€	97,37
Pro Fondsanteil für Manager	€	295,78	€	296,06	€	273,73

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESABSCHLUSS.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Aufstellung des Wertpapierbestandes

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Euro (€)

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Übertragbare Wertpapiere, die an einem geregelten Markt gehandelt werden			
Dividendenpapiere			
Chile			
Embotelladora Andina SA - Class A (Vorzugsaktien)	319.300	€ 919.364	0,83 %
China			
Baidu, Inc. (sponsored ADR)	9.660	1.418.222	1,29
SINA Corp.	21.200	1.118.483	1,01
		2.536.705	2,30
Frankreich			
Bollore SA	306.260	1.233.615	1,12
Cie Generale des Etablissements Michelin	12.645	1.332.783	1,21
CNP Assurances	55.353	1.086.026	0,99
Safran SA	38.040	4.650.390	4,22
SCOR SE	70.390	2.672.004	2,42
Tarkett SA	45.890	878.335	0,80
Total SA	69.550	3.444.116	3,12
		15.297.269	13,88
Deutschland			
Axel Springer SE	59.090	2.720.504	2,47
Henkel AG & Co, KGaA	14.230	1.205.992	1,09
Krones AG	1.830	143.747	0,13
Münchener Rückversicherungs AG (Namensaktien)	4.320	911.520	0,83
		4.981.763	4,52
Hongkong			
Asia Financial Holdings Ltd.	830.000	428.451	0,39
Great Eagle Holdings Ltd.	126.184	572.632	0,52
Hang Lung Group Ltd.	222.000	634.695	0,58
		1.635.778	1,49
Italien			
SOL SpA	118.500	1.341.420	1,22
Japan			
Ebara Corporation	34.000	853.538	0,78
Konishi Company Ltd.	22.900	295.549	0,27
Maxell Holdings Ltd.	41.300	521.722	0,47
Zeon Corporation	66.200	596.576	0,54
		2.267.385	2,06

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Aufstellung des Wertpapierbestandes (Fortsetzung)

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Euro (€)

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Niederlande			
Heineken NV	43.100	€ 4.054.848	3,68 %
Royal Dutch Shell plc (A-Aktien)	113.173	3.166.581	2,87
Unilever NV - Class A	64.000	3.313.920	3,01
		10.535.349	9,56
Singapur			
DBS Group Holdings Ltd.	200.368	3.323.877	3,02
United Overseas Bank Ltd.	193.792	3.209.691	2,91
		6.533.568	5,93
Südkorea			
Chokwang Paint, Ltd.	48.340	259.422	0,24
Daegu Department Store Company Ltd.	11.668	71.040	0,06
Hankook Tire Worldwide Co. Ltd.	39.975	487.712	0,44
Hyundai Mobis Company Ltd.	6.505	1.064.137	0,97
Kangnam Jevisco Company Ltd.	11.125	236.981	0,21
		2.119.292	1,92
Schweiz			
Coltene Holding AG (Registered)	3.200	276.147	0,25
Nestlé SA (Registered)	56.025	4.754.563	4,31
Novartis AG (Registered)	42.085	3.604.664	3,27
Roche Holding AG	16.650	4.084.903	3,71
Tamedia AG (Registered)	8.142	735.385	0,67
Zurich Insurance Group AG	10.300	3.035.897	2,75
		16.491.559	14,96
Thailand			
Bangkok Bank Public Company Limited (sponsored NVDR)	341.600	1.984.394	1,80
Vereinigtes Königreich			
Babcock International Group plc	87.195	499.365	0,45
BAE Systems plc	314.575	1.761.047	1,60
CNH Industrial NV	125.170	1.134.541	1,03
Diageo plc	125.474	4.569.264	4,15
G4S plc	423.410	901.647	0,82
GlaxoSmithKline plc	108.215	2.005.292	1,82
HSBC Holdings plc	288.823	2.089.144	1,89
Inchcape plc	74.730	495.189	0,45
Lookers plc	239.951	281.244	0,25
Standard Chartered PLC	323.000	2.216.409	2,01
Vertu Motors plc	285.695	116.787	0,11
		16.069.929	14,58

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Aufstellung des Wertpapierbestandes (Fortsetzung)

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Euro (€)

WERTPAPIER	STÜCKZAHL		MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS	
Vereinigte Staaten					
Alphabet, Inc. - Class A	2.100	€	2.201.068	2,00	%
Alphabet, Inc. - Class C	2.105		2.199.597	2,00	
AutoZone, Inc.	2.185		1.992.877	1,81	
Berkshire Hathaway, Inc. - Class A	19		5.096.928	4,62	
Berkshire Hathaway, Inc. - Class B	495		88.561	0,08	
Halliburton Company	31.345		817.926	0,74	
Johnson & Johnson	28.140		3.503.310	3,18	
			15.900.267	14,43	
Dividendenpapiere gesamt		€	98.614.042	89,48	%
Wertpapiere gesamt		€	98.614.042	89,48	%
Sonstige Nettovermögenswerte			11.594.005	10,52	%
Nettovermögen gesamt		€	110.208.047	100,00	%

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Aufstellung der Devisenterminkontrakte

Die zum 31. März 2019 ausstehenden Devisenterminkontrakte stellen sich wie folgt dar (ungeprüft) (Anmerkung 2):

WÄHRUNG	GEGENPARTEI	KOSTEN	VERTRAGS-VALUTA		NICHT REALISIERTER GEWINN/ (VERLUST)
Devisenterminkontrakte					
Nicht realisierter Gewinn aus Devisenterminkontrakten					
Hongkong Dollar					
	State Street Bank	650.000	10/05/19	€	2.898
	State Street Bank	445.000	10/0519		715
Britische Pfund					
	State Street Bank	825.000	03/04/19		44.277
	State Street Bank	1.043.460	06/03/20		3.618
	State Street Bank	605.492	02/04/20		6.446
Schweizer Franken					
	State Street Bank	200.000	03/04/19		1.135
U.S. Dollar					
	JP Morgan Chase	850.000	31/05/19		29.591
	JP Morgan Chase	870.000	31/05/19		33.057
	JP Morgan Chase	212.531	31/05/19		3.883
	JP Morgan Chase	570.000	21/06/19		10.385
	JP Morgan Chase	400.000	21/06/19		6.724
				€	142.729
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten					
Hongkong Dollar					
	State Street Bank	1.743.139	10/05/19		(17.373)
	JP Morgan Chase	5.398.377	21/06/19		(39.807)
	JP Morgan Chase	937.986	26/07/19		(5.737)
	State Street Bank	2.749.411	10/10/19		(13.553)
Japanische Yen					
	JP Morgan Chase	25.384.038	21/06/19		(14.141)
	JP Morgan Chase	20.000.000	21/06/19		(71)
	JP Morgan Chase	38.680.110	22/11/19		(10.955)
	State Street Bank	43.306.786	29/11/19		(8.155)
	JP Morgan Chase	90.414.432	27/03/20		(46.629)
	State Street Bank	65.049.250	09/04/20		(22.768)
Britische Pfund					
	State Street Bank	825.000	03/04/19		(29.502)
	State Street Bank	1.160.393	10/05/19		(44.877)
	State Street Bank	1.901.514	30/05/19		(102.287)
	State Street Bank	905.729	06/06/19		(48.736)
	JP Morgan Chase	284.938	26/07/19		(14.348)
	JP Morgan Chase	540.382	27/09/19		(23.226)

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Aufstellung der Devisenterminkontrakte (Fortsetzung)

Die zum 31. März 2019 ausstehenden Devisenterminkontrakte stellen sich wie folgt dar (ungeprüft) (Anmerkung 2):

WÄHRUNG	GEGENPARTEI	KOSTEN	VERTRAGS-VALUTA		NICHT REALISIERTER GEWINN/ (VERLUST)
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten					
Britische Pfund (Fortsetzung)					
	JP Morgan Chase	135.432	10/10/19	€	(6.121)
	JP Morgan Chase	1.072.070	23/10/19		(35.252)
	State Street Bank	648.692	27/12/19		(35.645)
Singapur Dollar					
	JP Morgan Chase	5.312.373	21/06/19		(174.665)
	JP Morgan Chase	2.552.421	27/12/19		(49.224)
	State Street Bank	1.570.120	13/03/20		(9.952)
Schweizer Franken					
	State Street Bank	750.000	03/04/19		(30.290)
	State Street Bank	1.905.874	10/05/19		(105.016)
	JP Morgan Chase	1.849.138	21/06/19		(54.950)
	State Street Bank	637.732	26/07/19		(20.968)
	State Street Bank	2.475.405	06/12/19		(19.470)
	State Street Bank	2.468.917	27/12/19		(14.189)
Thailändische Baht					
	State Street Bank	7.000.000	03/04/19		(18.515)
	JP Morgan Chase	32.813.834	21/06/19		(66.578)
	State Street Bank	17.154.368	21/06/19		(38.972)
	JP Morgan Chase	9.530.333	27/12/19		(13.381)
U.S. Dollar					
	JP Morgan Chase	1.932.531	31/05/19		(112.603)
	JP Morgan Chase	8.857.112	21/06/19		(535.116)
	State Street Bank	300.729	26/07/19		(15.258)
	JP Morgan Chase	5.805.197	07/08/19		(315.460)
	State Street Bank	931.118	02/04/20		(4.964)
Renminbi Yuan					
	State Street Bank	3.500.000	03/04/19		(34.018)
	State Street Bank	3.193.945	26/07/19		(29.122)
	JP Morgan Chase	8.271.870	27/11/19		(73.763)
	State Street Bank	3.247.001	19/03/20		(2.385)
				€	(2.258.042)
Nicht realisierter Nettoverlust aus Devisenterminkontrakten				€	(2.115.313)

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Nettovermögensaufstellung

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Schweizer Franken

VERMÖGEN

Wertpapierbestand, zum Marktwert (Einstandskosten CHF 125.519.377) (Anmerkung 2)	CHF	194.767.176
Barmittel		16.667.129
Nicht realisierter Gewinn aus Devisenterminkontrakten (Anmerkung 2)		3.504.000
Dividenden und Zinsforderungen		588.768
Sonstige Forderungen		204
Gesamtvermögen		215.527.277

VERBINDLICHKEITEN

Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten (Anmerkung 2)		2.036.902
Anlageverwaltungsgebühren (Anmerkung 4)		595.190
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige Verbindlichkeiten		149.849
Gesamtverbindlichkeiten		2.781.941
Nettovermögen	CHF	212.745.336

NETTOVERMÖGEN

Anteilig, je Fondsanteil für Investor		
CHF 44,89 pro Anteil, basierend auf 3.916.518 im Umlauf befindlichen Anteilen	CHF	175.828.620
Anteilig, je Fondsanteil für Manager		
CHF 348,55 pro Anteil, basierend auf 105.916 im Umlauf befindlichen Anteilen	CHF	36.916.715
	CHF	212.745.336

STATISTISCHE ANGABEN

		März 2019		**Geschäftsjahresende 2018**		**Geschäftsjahresende 2017**
Nettoinventarwert	CHF	212.745.336	CHF	240.863.583	CHF	246.902.267
Pro Fondsanteil für Investoren	CHF	44,89	CHF	45,63	CHF	43,32
Pro Fondsanteil für Manager	CHF	348,55	CHF	352,18	CHF	330,15

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufstellung des Wertpapierbestandes

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Schweizer Franken

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Übertragbare Wertpapiere, die an einem geregelten Markt gehandelt werden			
Dividendenpapiere			
Chile			
Antofagasta plc	379.170	CHF 4.753.221	2,23 %
Embotelladora Andina SA - Class A (Vorzugsaktien)	679.000	2.186.231	1,03
		6.939.452	3,26
China			
Baidu, Inc. (sponsored ADR)	22.600	3.710.335	1,74
SINA Corp.	37.338	2.202.834	1,04
		5.913.169	2,78
Frankreich			
Bollore SA	560.030	2.522.541	1,19
CNP Assurances	113.029	2.479.855	1,17
Safran SA	69.298	9.473.424	4,45
SCOR SE	112.030	4.755.520	2,23
Tarkett SA	70.435	1.507.537	0,71
Total SA	164.817	9.126.832	4,29
		29.865.709	14,04
Deutschland			
Axel Springer SE	105.292	5.420.859	2,55
Henkel AG & Co, KGaA	21.835	2.069.333	0,97
Münchener Rückversicherungs AG (Namensaktien)	12.210	2.880.949	1,35
		10.371.141	4,87
Hongkong			
Asia Financial Holdings Ltd.	1.490.000	860.095	0,40
Hang Lung Group Ltd.	417.000	1.333.170	0,63
TAI Cheung Holdings Ltd.	504.000	559.484	0,26
		2.752.749	1,29
Italien			
SOL SpA	174.060	2.203.347	1,04
Japan			
Ebara Corporation	86.540	2.429.397	1,14
Maxell Holdings Ltd.	76.700	1.083.483	0,51
Zeon Corporation	123.200	1.241.525	0,58
		4.754.405	2,23

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufstellung des Wertpapierbestandes (Fortsetzung)

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Schweizer Franken

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Niederlande			
Heineken Holding NV	17.900	CHF 1.787.483	0,84 %
Heineken NV	48.000	5.049.821	2,37
Royal Dutch Shell plc (A-Aktien)	199.300	6.235.804	2,93
Unilever NV - Class A	125.852	7.287.181	3,43
		20.360.289	9,57
Singapur			
DBS Group Holdings Ltd.	330.343	6.128.004	2,88
United Overseas Bank Ltd.	289.340	5.358.872	2,52
		11.486.876	5,40
Südkorea			
Chokwang Paint, Ltd.	10.624	63.757	0,03
Hyundai Mobis Company Ltd.	12.345	2.258.285	1,06
Kangnam Jevisco Company Ltd.	5.947	141.661	0,07
LG Corporation	30.433	2.069.322	0,97
		4.533.025	2,13
Schweiz			
Coltene Holding AG (Namensaktien)	6.600	636.900	0,30
Nestlé SA (Namensaktien)	81.160	7.702.084	3,62
Novartis AG (Namensaktien)	75.930	7.272.575	3,42
Roche Holding AG	34.076	9.348.751	4,39
Tamedia AG (Namensaktien)	16.011	1.617.111	0,76
Zurich Insurance Group AG	15.530	5.118.688	2,41
		31.696.109	14,90
Thailand			
Bangkok Bank Public Company Limited (sponsored NVDR)	566.200	3.678.048	1,73
Vereinigtes Königreich			
Babcock International Group plc	180.700	1.157.237	0,54
BAE Systems plc	573.720	3.591.569	1,69
CNH Industrial NV	233.590	2.367.618	1,11
Diageo plc	202.096	8.229.768	3,87
G4S plc	704.469	1.677.548	0,79
GlaxoSmithKline plc	261.198	5.412.493	2,54
HSBC Holdings plc	602.502	4.873.406	2,29
Inchcape plc	142.880	1.058.728	0,50
Lookers plc	602.181	789.270	0,37
Standard Chartered PLC	567.075	4.351.363	2,05
Vertu Motors plc	1.282.859	586.417	0,28
		34.095.417	16,03

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufstellung des Wertpapierbestandes (Fortsetzung)

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Schweizer Franken

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Vereinigte Staaten			
Alphabet, Inc. - Class A	3.600	CHF 4.219.433	1,99 %
Alphabet, Inc. - Class C	3.609	4.217.114	1,98
Berkshire Hathaway, Inc. - Class A	29	8.699.421	4,09
Berkshire Hathaway, Inc. - Class B	658	131.644	0,06
Cisco Systems, Inc.	125.880	6.768.397	3,18
Johnson & Johnson	14.951	2.081.431	0,98
		26.117.440	12,28
Dividendenpapiere gesamt		CHF 194.767.176	91,55 %
Wertpapiere gesamt		CHF 194.767.176	91,55 %
Sonstige Nettovermögenswerte		17.978.160	8,45 %
Nettovermögen gesamt		CHF 212.745.336	100,00 %

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufstellung der Devisenterminkontrakte

Die zum 31. März 2019 ausstehenden Devisenterminkontrakte stellen sich wie folgt dar (ungeprüft) (Anmerkung 2):

WÄHRUNG	GEGENPARTEI	KOSTEN	VERTRAGS-VALUTA	NICHT REALISIERTER GEWINN/ VERLUST
Devisenterminkontrakte				
Nicht realisierter Gewinn aus Devisenterminkontrakten				
Euro				
	JP Morgan Chase	30.616.824	02/05/19	CHF 2.273.793
	JP Morgan Chase	3.980.234	21/06/19	152.735
	State Street Bank	13.722.616	27/12/19	98.687
Hongkong Dollar				
	State Street Bank	900.000	10/05/19	1.921
	State Street Bank	900.000	10/05/19	1.934
Japanische Yen				
	JP Morgan Chase	61.705.280	31/07/20	8.250
Britische Pfund				
	State Street Bank	5.750.000	03/04/19	109.048
	State Street Bank	5.750.000	03/04/19	271.360
	JP Morgan Chase	10.863.475	02/05/19	521.190
	State Street Bank	1.124.435	10/05/19	43.276
Thailändische Baht				
	State Street Bank	24.032.393	28/02/20	12.310
Renminbi Yuan				
	State Street Bank	6.078.640	19/03/20	9.496
				CHF 3.504.000
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten				
Hongkong Dollar				
	State Street Bank	3.334.400	10/05/19	(12.025)
	JP Morgan Chase	9.423.471	21/06/19	(39.390)
	State Street Bank	2.916.254	26/07/19	(7.184)
Japanische Yen				
	JP Morgan Chase	34.682.040	21/06/19	(11.644)
	JP Morgan Chase	19.545.417	13/12/19	(247)
	State Street Bank	127.133.820	06/03/20	(38.554)
	JP Morgan Chase	101.250.552	27/03/20	(46.446)
	JP Morgan Chase	79.887.150	17/04/20	(15.022)
	State Street Bank	61.643.890	25/09/20	(916)
Britische Pfund				
	JP Morgan Chase	600.000	02/05/19	(18.073)

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufstellung der Devisenterminkontrakte (Fortsetzung)

Die zum 31. März 2019 ausstehenden Devisenterminkontrakte stellen sich wie folgt dar (ungeprüft) (Anmerkung 2):

WÄHRUNG	GEGENPARTEI	KOSTEN	VERTRAGS-VALUTA	NICHT REALISIERTER GEWINN/ (VERLUST)
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten (Fortsetzung)				
Britische Pfund (Fortsetzung)				
	State Street Bank	6.576.721	31/05/19	CHF (312.309)
	State Street Bank	5.778.496	13/06/19	(274.757)
Singapur Dollar				
	State Street Bank	3.853.797	10/05/19	(25.332)
	JP Morgan Chase	6.533.840	27/12/19	(118.618)
	JP Morgan Chase	782.090	27/12/19	(13.511)
	JP Morgan Chase	4.253.013	08/01/20	(61.669)
Thailändische Baht				
	JP Morgan Chase	35.871.120	11/04/19	(44.985)
	JP Morgan Chase	33.401.253	21/06/19	(42.461)
	JP Morgan Chase	17.669.853	27/12/19	(24.532)
U.S. Dollar				
	JP Morgan Chase	8.872.438	31/05/19	(287.226)
	JP Morgan Chase	9.762.857	21/06/19	(349.718)
	JP Morgan Chase	1.154.141	08/01/20	(19.694)
	State Street Bank	10.200.757	29/01/20	(78.100)
Renminbi Yuan				
	State Street Bank	9.529.275	03/04/19	(42.260)
	State Street Bank	7.416.117	26/07/19	(36.979)
	JP Morgan Chase	14.607.700	27/11/19	(115.250)
				CHF (2.036.902)
Nicht realisierter Nettogewinn aus Devisenterminkontrakten				CHF 1.467.098

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Nettovermögensaufstellung

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Euro (€)

VERMÖGEN		
Wertpapierbestand, zum Marktwert (Einstandskosten € 24.753.783) (Anmkerung 2)	€	39.461.145
Barmittel		582.720
Nicht realisierter Gewinn aus Devisenterminkontrakten (Anmerkung 2)		126.014
Dividenden und Zinsforderungen		81.777
Gesamtvermögen		40.251.656
VERBINDLICHKEITEN		
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten (Anmerkung 2)		798.688
Anlageverwaltungsgebühren (Anmerkung 4)		133.483
Rechnungsabgrenzungsposten und sonstige Verbindlichkeiten		54.937
Gesamtverbindlichkeiten		987.108
Nettovermögen	€	39.264.548
NETTOVERMÖGEN		
Anteilig, je Fondsanteil für Investor		
€ 15,78 pro Anteil, basierend auf 2.373.892 im Umlauf befindlichen Anteilen	€	37.450.803
Anteilig je Fondsanteil für Manager		
€ 19,12 pro Anteil, basierend auf 94.852 im Umlauf befindlichen Anteilen	€	1.813.745
	€	39.264.548

STATISTISCHE ANGABEN

		März 2019		**Geschäfts-jahresende 2018**		**Geschäfts-jahresende 2017**
Nettoinventarwert	€	39.264.548	€	69.809.427	€	76.892.032
Pro Fondsanteil für Investoren	€	15,78	€	15,60	€	14,37
Pro Fondsanteil für Manager	€	19,12	€	18,79	€	17,10

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Aufstellung des Wertpapierbestandes

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Euro (€)

WERTPAPIER	STÜCKZAHL	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
Übertragbare Wertpapiere, die an einem geregelten Markt gehandelt werden			
Dividendenpapiere			
Frankreich			
Cie Generale des Etablissements Michelin	16.935	€ 1.784.949	4,55 %
CNP Assurances	23.890	468.722	1,19
Safran SA	14.430	1.764.067	4,49
SCOR SE	35.205	1.336.382	3,40
Tarkett SA	31.680	606.355	1,54
Total SA	31.284	1.549.184	3,95
		7.509.659	19,12
Deutschland			
Axel Springer SE	41.570	1.913.883	4,87
BASF SE	9.900	648.747	1,65
Münchener Rückversicherungs AG (Namensaktien)	3.160	666.760	1,70
Siemens AG (Namensaktien)	13.365	1.282.238	3,27
		4.511.628	11,49
Hongkong			
Hang Lung Group Ltd.	159.000	454.579	1,16
Niederlande			
Royal Dutch Shell plc (A-Aktien)	49.185	1.376.196	3,51
Unilever NV - Class A	28.070	1.453.465	3,70
		2.829.661	7,21
Singapur			
DBS Group Holdings Ltd.	67.900	1.126.383	2,87
United Overseas Bank Ltd.	77.300	1.280.286	3,26
		2.406.669	6,13
Schweiz			
Nestlé SA (Namensaktien)	24.345	2.066.039	5,26
Novartis AG (Namensaktien)	11.211	960.244	2,44
Roche Holding AG	5.712	1.401.380	3,57
Zurich Insurance Group AG	6.550	1.930.595	4,92
		6.358.258	16,19
Vereinigtes Königreich			
Babcock International Group plc	108.260	620.004	1,58
BAE Systems plc	194.170	1.086.998	2,77
Diageo plc	70.303	2.560.155	6,52
GlaxoSmithKline plc	88.993	1.649.096	4,20

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Aufstellung des Wertpapierbestandes (Fortsetzung)

Zum 31. März 2019 (ungeprüft)
Angaben in Euro (€)

WERTPAPIER	STÜCKZAHL		MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS	
Vereinigtes Königreich (Fortsetzung)					
HSBC Holdings plc	90.400	€	653.891	1,66	%
Inchcape plc	88.230		584.645	1,49	
			7.154.789	18,22	
Vereinigte Staaten					
Carnival Corporation	12.115		547.244	1,39	
Cisco Systems, Inc.	26.660		1.281.893	3,26	
Johnson & Johnson	13.625		1.696.254	4,32	
Verizon Communications, Inc.	38.735		2.039.810	5,20	
Wells Fargo & Company	27.240		1.172.229	2,99	
			6.737.430	17,16	
Dividendenpapiere gesamt		€	37.962.673	96,68	%
Investmentfonds					
Irland					
State Street EUR Liquidity LVNAV Fund	1.499		1.498.472	3,82	
Investmentfonds gesamt		€	1.498.472	3,82	%
Wertpapiere gesamt		€	39.461.145	100,50	%
Sonstige Nettovermögenswerte			(196.597)	(0,50)	%
Nettovermögen gesamt		€	39.264.548	100,00	%

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Aufstellung der Devisenterminkontrakte

Die zum 31. März 2019 ausstehenden Devisenterminkontrakte stellen sich wie folgt dar (ungeprüft) (Anmerkung 2):

WÄHRUNG	GEGENPARTEI	KOSTEN	VERTRAGS-VALUTA		NICHT REALISIERTER GEWINN/ (VERLUST)
Devisenterminkontrakte					
Nicht realisierter Gewinn aus Devisenterminkontrakten					
Britische Pfund					
	JP Morgan Chase	320.000	31/05/19	€	10.844
Singapur Dollar					
	JP Morgan Chase	200.000	31/05/19		3.170
	JP Morgan Chase	250.000	31/05/19		5.301
	JP Morgan Chase	180.000	31/05/19		3.732
	JP Morgan Chase	1.200.000	31/05/19		16.199
	JP Morgan Chase	1.070.880	31/05/19		13.349
	JP Morgan Chase	155.000	21/06/19		1.552
Schweizer Franken					
	JP Morgan Chase	650.000	21/06/19		6.401
	JP Morgan Chase	250.000	21/06/19		1.860
	JP Morgan Chase	140.140	21/06/19		951
	JP Morgan Chase	220.000	05/07/19		1.489
	JP Morgan Chase	470.000	05/07/19		3.298
	JP Morgan Chase	1.150.534	05/07/19		6.186
	State Street Bank	371.044	26/07/19		2.047
	State Street Bank	400.000	14/08/19		2.184
	State Street Bank	700.000	14/08/19		7.425
U.S. Dollar					
	JP Morgan Chase	1.201.821	05/07/19		23.296
	State Street Bank	348.846	26/07/19		6.556
	State Street Bank	200.000	14/08/19		3.760
	State Street Bank	397.834	14/08/19		6.414
				€	126.014
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten					
Britische Pfund					
	JP Morgan Chase	488.617	31/05/19		(15.885)
	JP Morgan Chase	168.617	31/05/19		(1.955)
	JP Morgan Chase	506.556	26/07/19		(25.508)
	JP Morgan Chase	917.662	08/11/19		(36.718)
	State Street Bank	2.789.820	06/12/19		(109.262)
Singapur Dollar					
	JP Morgan Chase	2.900.880	31/05/19		(100.014)
	JP Morgan Chase	3.702.563	21/06/19		(121.736)

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Aufstellung der Devisenterminkontrakte (Fortsetzung)

Die zum 31. März 2019 ausstehenden Devisenterminkontrakte stellen sich wie folgt dar (ungeprüft) (Anmerkung 2):

WÄHRUNG	GEGENPARTEI	KOSTEN	VERTRAGS-VALUTA		NICHT REALISIERTER GEWINN/ (VERLUST)
Nicht realisierter Verlust aus Devisenterminkontrakten (Fortsetzung)					
Schweizer Franken					
	JP Morgan Chase	1.040.140	21/06/19	€	(30.909)
	JP Morgan Chase	1.840.534	05/07/19		(47.491)
	State Street Bank	371.044	26/07/19		(12.199)
	State Street Bank	1.746.690	14/08/19		(44.135)
	State Street Bank	2.700.442	06/12/19		(21.240)
	State Street Bank	279.545	02/04/20		(964)
U.S. Dollar					
	JP Morgan Chase	1.201.821	05/07/19		(61.888)
	State Street Bank	348.846	26/07/19		(17.699)
	State Street Bank	597.834	14/08/19		(26.502)
	State Street Bank	5.988.354	06/12/19		(124.583)
				€	(798.688)
Nicht realisierter Nettoverlust aus Devisenterminkontrakten				€	(672.674)

SIEHE ANMERKUNGEN ZUM HALBJAHRESBERICHT.

Tweedy, Browne Value Funds

Anmerkungen zum Halbjahresabschluss

1. Allgemeines
Tweedy, Browne Value Funds (der „Fonds“) ist eine Investmentgesellschaft, die gemäß dem Recht des Großherzogtums Luxemburg als *Société d'Investissement à Capital Variable* gegründet wurde. Als solche hat sie die Befugnis, ihre Vermögenswerte in verschiedene voneinander getrennte Anlage-Portfolios (die „Teilfonds”) aufzuteilen und Anteile verschiedener Anteilsklassen auszugeben, von denen sich jede auf einen separaten Teilfonds bezieht. Innerhalb jedes Teilfonds werden zwei Anteilsklassen gebildet: eine Anteilsklasse wird an Investoren ausgegeben („Fondsanteile für Investoren“) und eine andere Anteilsklasse wird ausschließlich an bestimmte Anteilseigner des Anlagemanagers des Fonds ausgegeben („Fondsanteile für Manager“). Derzeit bietet der Fonds Anteile an den folgenden Teilfonds an: Tweedy, Browne Value Fund (USD) („Teilfonds USD“), Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) („Teilfonds International Euro“), Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) („Teilfonds Schweizer Franken“) und Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund („Teilfonds High Dividend“). Jeder Teilfonds haftet ausschließlich für die ihm zurechenbaren Verbindlichkeiten.

Der Fonds ist gemäß Abschnitt I des Gesetzes vom 17. Dezember 2010 über Organismen für gemeinsame Anlagen in der jeweils geltenden Fassung registriert und ist ein Organismus für gemeinsame Anlagen in übertragbare Wertpapiere („OGAW“) im Sinne der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates.

Der Fonds, der Teilfonds USD, des Teilfonds International Euro und des Teilfonds Schweizer Franken, wurden am 30. Oktober 1996 handelsgerichtlich eingetragen und nahm am 1. November 1996 den operativen Betrieb auf. Der Teilfonds High Dividend wurde am 1. Juni 2007 aufgelegt und nahm am 15. Juni 2007 den operativen Betrieb auf.

2. Wichtige Grundsätze der Rechnungslegung
Dieser Halbjahresabschluss wird gemäß den auf Investmentfonds anwendbaren und allgemein anerkannten Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung in Luxemburg aufgestellt. Die Erstellung des Jahresabschlusses gemäß den allgemein anerkannten Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung erfordert, dass das Management Schätzungen und Annahmen treffen muss, die Einfluss auf die ausgewiesenen Wertansätze und sonstigen Angaben in dem jeweiligen Jahresabschluss haben. Die tatsächlichen Ergebnisse können von diesen Schätzungen abweichen.

Bewertung der Wertpapierbestände
Die Bewertung von Anlagen in Wertpapiere, Geldmarktpapiere und andere Anlagegegenstände, die an einer Wertpapierbörse oder an einem sonstigen geregelten Markt, der regelmäßig Transaktionen abwickelt, anerkannt und der Öffentlichkeit zugänglich ist (ein „Geregelter Markt“), notiert oder gehandelt werden, wird auf Grundlage des letzten verfügbaren Kurses auf dem relevanten Markt ermittelt, welcher gewöhnlich der Hauptmarkt des jeweiligen Wertpapiers ist. Sofern Anlagewerte nicht an einer Börse oder an einem sonstigen Geregelten Markt notiert oder gehandelt werden oder sofern im Hinblick auf Anlagewerte, die an einer Börse oder an einem sonstigen Geregelten Markt, wie oben erwähnt, notiert oder gehandelt werden, die Kurse dem tatsächlichen Marktwert der entsprechenden Anlagewerte nicht entsprechen, wird der Wert solcher Anlagewerte auf Grundlage des vernünftigerweise vorhersehbaren Verkaufspreises mit angemessener Vorsicht und in gutem Glauben vom Verwaltungsrat festgesetzt.

Fremdwährungsumrechnung
Die Buchführung und Berichte des Teilfonds USD, des Teilfonds International Euro, des Teilfonds Schweizer Franken und des Teilfonds High Dividend werden jeweils entsprechend in U.S. Dollar, Euro, Schweizer Franken und Euro geführt. Der Wert aller Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, sofern diese nicht in der Basiswährung des Teilfonds geführt werden, werden auf Grundlage des aktuellen Wechselkurses einer jeden Großbank oder Thomson Reuters in die Basiswährung des jeweiligen Teilfonds umgerechnet. Käufe und Verkäufe von ausländischen Anlagewerten, Erträge sowie Aufwendungen, die ursprünglich in einer Fremdwährung angegeben wurden, werden werktäglich in die jeweilige Basiswährung des betreffenden Teilfonds auf der Grundlage von Wechselkursen zum jeweiligen Datum der Transaktion oder zum Stichtag der bezeichneten Forderungen und Verbindlichkeiten umgerechnet. Für den Fall, dass ein Wechselkurs für eine bestimmte Währung zu einem Bewertungsstichtag nicht verfügbar ist, wird der letzte börsennotierte Wechselkurs angenommen.

Der zusammengefasste Halbjahresabschluss wird in U.S. Dollar vorgelegt. Die zusammengefasste Nettovermögensaufstellung wird unter Verwendung des Wechselkurses am Bilanzstichtag umgerechnet. Die kombinierte Gewinn- und Verlustrechnung und die Entwicklung des Nettovermögens werden mit dem Durchschnittskurs des Zeitraums zum 31. März 2019 umgerechnet. Die Differenz zwischen dem zu Beginn der Periode zu Wechselkursen bilanzierten Nettovermögen und seinem Wert am Ende der Periode ist in der *Währungsumrechnung zu Beginn des Jahres* in der zusammengefassten Gewinn- und Verlustrechnung und in der Entwicklung des Nettovermögens enthalten. Die *Währungsumrechnung zu Beginn des Jahres* beinhaltet auch den Umrechnungsbetrag, der sich aus der Umrechnung der

2. Wichtige Grundsätze der Rechnungslegung (Fortsetzung)

Fremdwährungsumrechnung
zusammengefassten Gewinn- und Verlustrechnung und der Veränderung des Nettovermögens mit den Durchschnittskursen ergibt.

Devisenterminkontrakte
Jeder Teilfonds hat Devisenterminkontrakte zum Zwecke der Absicherung von erkannten Engagements in bestimmte Fremdwährungen abgeschlossen. Devisenterminkontrakte werden zum Terminkurs bewertet und täglich neu zum aktuellen Marktwert berechnet. Die Veränderung der Marktwerte wird vom dem jeweiligen Teilfonds als Nettoveränderung der nicht realisierten Wertsteigerung/(Wertminderung) aus Fremdwährungen und Devisenterminkontrakten ausgewiesen. Bei Fälligkeit des Kontrakts weist der jeweilige Teilfonds einen realisierten Gewinn oder Verlust entsprechend der Differenz zwischen dem bei Abschluss des Kontrakts zugrunde gelegten Wert und dem Wert des Kontrakts am Fälligkeitsdatum aus. Realisierte Gewinne und Verluste aus Terminkontrakten werden auf Basis der Anschaffungskosten unter Verwendung des FIFO-Verfahrens ausgewiesen.

Die Verwendung von Devisenterminkontrakten kann Schwankungen bei dem zugrundeliegenden Preisen der Wertpapieranlagen der Teilfonds nicht verhindern. Allerdings wird hierdurch ein Wechselkurs festgelegt, der zukünftig erreicht werden kann. Obgleich Devisenterminkontrakte das Verlustrisiko aufgrund von Kursrückgängen der abgesicherten Währung limitieren, limitieren sie gleichzeitig auch jeden potenziellen Gewinn, der aus einer Wertsteigerung der Währung erfolgen könnte, und es besteht die Möglichkeit, dass bei bestimmten Zinsumfeldern für den Teilfonds Kosten entstehen. Zudem könnte der Teilfonds Risiken ausgesetzt sein, falls die Gegenparteien der Verträge nicht in der Lage sein sollten, die Bestimmungen der Verträge zu erfüllen.

Wechselkurse, die in diesem Bericht verwendet wurden
Die zum 31. März 2019 verwendeten Wechselkurse waren wie folgt:

	Euro	**CHF**
USD	0,8906	0,9959

Wertpapiertransaktionen und Nettokapitalerträge
Wertpapiertransaktionen werden an dem Tag nach dem eigentlichen Handelstag verbucht. Dividendeneinnahmen werden am Tag der Dividendenzahlung und Zinserträge periodengerecht verbucht. Realisierte Gewinne und Verluste aus Wertpapiertransaktionen werden auf Basis der Anschaffungskosten durch Einzelzuordnung verbucht.

3. Ausschüttungen an Investoren
Alle Fondsanteile werden als Kapitalisierungsanteile ausgegeben, welche ihre gesamten Erträge kapitalisieren. Entsprechend ist nicht vorgesehen, dass Nettoerträge oder Kapitalgewinne der Teilfonds des Fonds an Investoren ausgeschüttet werden.

4. Anlageverwaltungsgebühren
Der Fonds hat festgesetzt, dem Anlagemanager rückwirkend zum Quartalsende eine Verwaltungsgebühr in Höhe von, auf Jahresbasis umgerechnet, 1,25% des durchschnittlichen kumulierten Nettoinventarwertes der Fondsanteile für Investoren jedes Teilfonds des Fonds, wie zum Geschäftsschluss des maßgeblichen Bewertungsstichtags errechnet, zu zahlen. Die Verwaltungsgebühr für den Anlagemanager wird von den Fondsanteilen für Investoren jedes Teilfonds getragen. Aufgelaufene Gebühren werden durch Ermittlung des Nettoinventarwerts der Fondsanteile für Investoren abgerechnet.

Der Anlageverwalter hat sich freiwillig bereit erklärt, ab dem 30. November 2018 bis mindestens zum 31. Dezember 2019 auf einen Teil seiner Vergütung zu verzichten, sodass der Fonds nunmehr eine Anlageverwaltungsgebühr in Höhe von 1,25% bezogen auf den durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwert der Anlegeranteile bis zu 400 Millionen USD entrichtet; der Anlageverwalter erhält allerdings bei einem durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwert der Anlegeranteile von über 400 Millionen USD eine Vergütung in Höhe von 0,75%. Der so berechnete gemischte Satz wird anschließend auf den durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwert der Anlegeranteile jedes Teilfonds angewendet.

Keine Verwaltungsgebühr für den Anlagemanager geht zu Lasten von oder wird getragen von an einem Teilfonds gehaltenen Fondsanteilen für Manager.

Tweedy, Browne Value Funds

Anmerkungen zum Halbjahresabschluss (Fortsetzung)

5. Angaben zu den Veränderungen im Portfolio
Die Aufstellung der Änderungen des Anlageportfolios während des Berichtszeitraums ist kostenlos erhältlich am eingetragenen Geschäftssitz des Fonds, bei der Vertretung in der Schweiz sowie bei der Zahl- und Informationsstelle in Deutschland.

6. Besteuerung
Der Fonds unterliegt in Luxemburg weder einer Vermögens- noch einer Einkommenssteuer, noch werden durch den Fonds Ausschüttungen vorgenommen, die der Luxemburger Quellensteuer unterliegen. Der Fonds unterliegt jedoch einer Steuer in Luxemburg („taxe d'abonnement“) in Höhe von 0,05% p.a. seines Nettoinventarwerts. Diese Steuer auf den Wert der kumulierten Nettovermögen der Teilfonds ist am Ende des maßgeblichen Quartals zahlbar. Auf realisierte Wertsteigerungen des Fondsvermögens ist in Luxemburg keine Steuer zu zahlen.

Dividendeneinnahmen und Zinserträge des Fonds, und in bestimmten Fällen die Veräußerungsgewinne, können einem Quellensteuerabzug unterliegen.

7. Vergütung von Verwaltungsratsmitgliedern
Die Verwaltungsratsmitglieder des Fonds, mit Ausnahme von William H. Browne und Robert Q. Wyckoff Jr., erhalten jeweils eine jährliche Vergütung in Höhe von EUR 30.000 (zuzüglich gegebenenfalls anfallender Quellensteuer), die von dem Fonds getragen wird.

In der Vergütung für Verwaltungsratsmitglieder sowie in den sonstigen Aufwendungen sind auch Gebühren für Aufsichtsbehörden und diverse andere Aufwendungen enthalten.

8. Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, TER) bei Fondsanteilen für Investoren*

Die Gesamtkostenquote bezogen auf die Anteile für Investoren für den Teilfonds USD zum 31. März 2019:

Aufwendungen zum Ende des Berichtszeitraums	$	289.448
Durchschnittliches Nettovermögen	$	34.500.525
Gesamtkostenquote (TER)		1,68%

Die Gesamtkostenquote bezogen auf Fondsanteile für Investoren für den Teilfonds International Euro zum 31. März 2019:

Aufwendungen zum Ende des Berichtszeitraums	€	754.170
Durchschnittliches Nettovermögen	€	93.490.249
Gesamtkostenquote (TER)		1,62%

Die Gesamtkostenquote bezogen auf Fondsanteile für Investoren für den Teilfonds Schweizer Franken zum 31. März 2019:

Aufwendungen zum Ende des Berichtszeitraums	CHF	1.523.339
Durchschnittliches Nettovermögen	CHF	190.612.778
Gesamtkostenquote (TER)		1,60%

Die Gesamtkostenquote bezogen auf Fondsanteile für Investoren für den Teilfonds High Dividend zum 31. März 2019:

Aufwendungen zum Ende des Berichtszeitraums	€	459.010
Durchschnittliches Nettovermögen	€	53,413.009
Gesamtkostenquote (TER)		1,72%

9. Portfolioumschlagshäufigkeit
Die Umschlaghäufigkeit bezogen auf den jeweiligen Teilfonds im Hinblick auf Dividendenpapiere für den Zeitraum von sechs Monaten endend zum 31. März 2019 betrug:

Teilfonds USD:	4,56%
Teilfonds International Euro:	5,76%
Teilfonds Schweizer Franken:	3,02%
Teilfonds High Dividend:	8,30%

Diese Angaben leiten sich ab von der Teilung des Werts der Wertpapierkäufe oder -verkäufe des jeweiligen Teilfonds, je nachdem welcher Wert geringer ist, durch den monatlichen Durchschnittswert des entsprechenden Teilfonds während des Berichtzeitraums.

Tweedy, Browne Value Funds

Anmerkungen zum Halbjahresabschluss (Fortsetzung)

10. Regulierung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften ("SFT-Verordnung")
Der Fonds beteiligt sich derzeit an keiner der nachfolgenden Transaktionen und sieht derzeit eine künftige Beteiligung an einer der nachfolgenden Transaktionen nicht vor: a) Wertpapierverleih-, Pensionsgeschäfte und umgekehrte Pensionsgeschäfte, b) Warenverleihgeschäfte und Wertpapier- und Warenleihgeschäfte, c) "Buy-sell back"- bzw. "Sell-buyback"- Transaktionen, d) Lombardgeschäfte oder e) Total Return Swaps.

* Die TER wurde gemäß den "Richtlinien zur Berechnung und Offenlegung der TER" ermittelt, welche von der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) am 16. Mai 2008 (Stand: 20. April 2015) veröffentlicht wurden.