WERTENTWICKLUNG

| | Wertentwicklung bis 30. September 2021 Annualisiert bei Zeiträumen von über 1 Jahr | | | |
|---|---|---|---|---|
| | **1 Jahr** | **5 Jahre** | **10 Jahre** | **Seit Auflegung** |
| **Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*†** *(Auflegung 31.10.96)* | 29,67% | 7,38% | 8,33% | 8,12% |
| MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) | 26,78 | 8,49 | 9,55 | 5,34 |
| MSCI EAFE Index (in USD/EUR) | 27,22 | 8,14 | 9,69 | 5,38 |
| **Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)*** *(Auflegung 31.10.96)* | 25,26% | 5,36% | 6,49% | 6,41% |
| MSCI EAFE Index (Hedged to CHF) | 26,80 | 8,20 | 9,09 | 4,27 |
| MSCI EAFE Index (in CHF) | 27,66 | 7,98 | 8,39 | 3,92 |
| **Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund*** *(Auflegung 01.06.07)* | 21,18% | 5,96% | 6,94% | 3,82% |
| MSCI World Index (abgesichert gegen Euro) | 27,87 | 11,99 | 12,33 | 5,66 |
| MSCI World Index (in Euro) | 30,34 | 13,04 | 14,34 | 7,64 |

** 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 Darstellung der Performance dient nur der Veranschaulichung. Sie können nicht direkt in einen Index investieren.* ***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 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.*

*„Man kann nicht immer bekommen, was man will,*
*aber wenn du es manchmal versuchst, bekommst du vielleicht, was du brauchst.“*

- The Rolling Stones

An unsere Anleger:

Mit einem überwältigenden Gefühl der Erleichterung und Freude konnten wir die meisten unserer Mitarbeiter ab dem 4. Oktober wieder regelmäßig im Büro begrüßen. Wir laden Sie ein, uns einen Besuch abzustatten, wenn Sie in der Gegend sind. Mitte Oktober trafen wir uns zum ersten Mal seit eineinhalb Jahren wieder persönlich mit einem Anlageberater in unseren Geschäftsräumen. Es ist schwer in Worte zu fassen, wie gut es sich anfühlte, lebenden und atmenden Menschen in einer dreidimensionalen Umgebung gegenüber zu sitzen, anstatt in einer Zoom-Sitzung. Auch wenn die Pandemie für so viele Menschen schrecklich und tragisch verlaufen ist, gibt es mit der zunehmenden Zahl von Impfungen und neuen Therapien Lichtblicke am Ende dieses langen dunklen Tunnels.

***

Seit der Ankündigungen von Impfstoffen im November letzten Jahres befinden sich die Anleger in einem ständigen Tauziehen zwischen dem so genannten „Reopening-Trade“, der konjunktursensiblere (häufig Value-) Aktien bevorzugt, und dem „Stay-at-Home-Trade“, der bedeutende Technologietitel bevorzugt. Seit Mitte Mai haben die Bedenken über die Auswirkungen der Delta-Variante auf die nachhaltige Stärke des Aufschwungs dazu geführt, dass die Wachstumskomponente des MSCI World Index einen großen Teil des Bodens wieder gutmachen konnte, den sie gegenüber der Value-Komponente eingebüßt hatte, als die Rotation zurück in Value-Aktien in den letzten Monaten des Jahres 2020 in vollem Umfang einsetzte. Als jedoch die Marktvolatilität gegen Ende des dritten Quartals zunahm, was zum Teil auf Inflationsängste und anhaltende Besorgnis über die Delta-Variante zurückzuführen war, konstatierten wir eine, wenn auch nur leichte, Erholung der Value-Komponente. Inmitten dieses Hin und Her trieben weltweit steigende Impfraten in Verbindung mit den Aussichten auf einen eventuellen Rückzug von COVID-19 den wirtschaftlichen Aufschwung, die Erholung und das Wachstum der Unternehmensgewinne weiter voran, was sich wiederum in einem historischen Anstieg der globalen Aktien und anderer Risikoanlagen äußerte. Während wir diese Zeilen schreiben, haben viele Aktienmarktindizes Allzeithochs erreicht, insbesondere die US-amerikanischen Indizes.

Die globalen Aktienbewertungen sind nach wie vor hoch, da überstrapazierte Akronyme wie FOMO („Fear of missing out“/Angst, etwas zu verpassen) und TINA („There is no alternative“/Es gibt keine Alternative) weiterhin das Anlegerverhalten beeinflussen. Allerdings scheinen sich mit Blick auf die Unterbrechungen in der Lieferkette und den jüngsten Preissteigerungen, Inflationserwartungen und Zinssätzen dunkle Gewitterwolken für die Wirtschaft am Horizont zusammenzuziehen. Die Frage, ob sich das bedrohliche Inflationsszenario vorübergehend oder dauerhaft manifestieren wird, wird die Stimmung der Anleger und die Aktienkurse in nächster Zeit wahrscheinlich noch weiter beeinflussen.

Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass sich eine robuste fundamentale wirtschaftliche Erholung, die durch die beschleunigte Wiedereröffnung der Märkte in den Industrie- und Entwicklungsländern, die erheblichen Bewertungsunterschiede zwischen Value- und Growth-Aktien und die Aussichten auf steigende Inflationsraten, Inflationserwartungen und Zinssätze angeheizt wird, im Laufe der Zeit positiv auf Value-Aktien auswirken wird. Wir sind zuversichtlich, dass die „große Rotation hin zu Value“, die vor etwa einem Jahr einsetzte, weiter andauert und nachhaltig ist.

***Inflation neu betrachtet: „Fällt uns ihre Entwicklung jetzt gnadenlos auf die Füße?“***

CAVEAT EMPTOR, wir sind keine Wirtschaftswissenschaftler. Allerdings haben wir uns immer über die scheinbare Sorge der US-Notenbank (Fed) gewundert, wir hätten eine zu geringe Inflation. Die Fed verfolgt seit vielen Jahren eine Geldpolitik, die eine Inflation von 2 % anstrebt, um Vollbeschäftigung zu fördern und sich vor Deflation zu schützen. Kürzlich änderte die US-Notenbank ihre Geldpolitik dahingehend, dass die Inflation vorübergehend über 2 % liegen darf, um die niedrige Inflation der Vergangenheit auszugleichen. Wichtigstes Ziel dieses Kurswechsels war offenbar der Versuch, die Inflationserwartungen bei 2 % zu verankern, da die Inflation

vorübergehend nach oben tendierte. Nach mehr als einem Jahrzehnt gut gemeinter geldpolitischer Großzügigkeit, durch die die Zinssätze auf nahezu Null gesenkt und unsere Wirtschaft mit Liquidität überschwemmt wurde, die in jüngster Zeit durch Unterbrechungen in der Lieferkette und eine durch Impfungen ausgelöste steigende Gesamtnachfrage geschürt wurde, haben sich der US-Notenbankchef Jay Powell und seine Vorgänger endlich ihren lang ersehnten Inflationswunsch erfüllt. Das Wall Street Journal wies vor einigen Jahren in einem Leitartikel darauf hin: „Zentralbanker, die sich mehr Inflation wünschen, bekommen in der Regel ihren Wunsch erfüllt, und das Ergebnis ist selten gutartig."

Das Wall Street Journal berichtete Ende Oktober, dass die von der US-Notenbank bevorzugte Messgröße für die Inflation, der PCEPI[1] (Personal-Consumption-Expenditures Price Index), in den zwölf Monaten bis zum 30. September um 4,4 % gestiegen ist, was nach Angaben des Handelsministeriums der schnellste Anstieg seit dreißig Jahren (seit 1991) war. Darüber hinaus stieg der Verbraucherpreisindex (VPI)[2] bis einschließlich Oktober im Jahresvergleich um 6,2 %, der höchste Anstieg seit 1990. Selbst der Kern-Verbraucherpreis-Index, der die volatileren Lebensmittel- und Energiepreise ausschließt, zog um 4,6 % an. Die Preise steigen überall, wo man hinschaut – bei Wohnungen, Autos, Lebensmitteln, Erzeugerpreisen, Versand, Möbeln und Mieten sowie bei vielen weiteren Produkten und Dienstleistungen. So sind beispielsweise die Preise für Neufahrzeuge in diesem Jahr um 9,8 % gestiegen, die Erzeugerpreise um 8,6 %, die Ölpreise um mehr als 125 %, die Mietpreise für Pkw und Lkw um 39,1 %, die Rindfleischpreise um 20,1 %, die Preise für Fisch und Meeresfrüchte um 7,5 %, die Preise für Großgeräte um 6,0 %, die Preise für Möbel und Bettzeug um 12,0 % und die Case-Shiller Home Price Indizes[3] haben bis August um 20 % zugelegt. Und diese Liste ließe sich beliebig fortsetzen. Erhebliche Erhöhungen bei den wichtigsten Inputkosten wie Löhne, Transportkosten (Lkw- und Frachtraten), Erzeuger- und Rohstoffpreisen (Öl und Gas, Metalle) üben ebenfalls einen erheblichen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise aus.

Die Inflation ist nicht nur ein US-Phänomen. In vielen Teilen der Welt, insbesondere in den Schwellenländern, steigt die Inflationsrate, was zum größten Teil auf die steigenden Rohstoff- und Lebensmittelpreise zurückzuführen ist. In der Ausgabe vom 6. November berichtete der Economist, dass die Inflation in den 38 Ländern der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) im September 2021 im Vergleich zum Vorjahr auf bedenkliche 4,6 % gestiegen ist. Dennoch sollte dies nicht unerwartet erscheinen, da die expansive Geld- und Finanzpolitik des letzten Jahrzehnts ein einigermaßen koordiniertes und globales Phänomen war. Die jährliche Inflationsrate in der Eurozone stieg im Oktober nach Angaben der EU-Statistikbehörde Eurostat auf 4,1 %. Damit wurden die Markterwartungen deutlich übertroffen und die Befürchtung verstärkt, dass die Europäische Zentralbank die Inflationsentwicklung unterschätzt. Die Verbraucherpreise in Großbritannien stiegen im Oktober um 4,2 %, die höchste Inflationsrate seit Dezember 2011. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes (Destatis) stieg der deutsche Verbraucherpreisindex bis September mit einer Jahresrate von 4,1 %. Bis September stieg der Verbraucherpreisindex im Jahresvergleich in Kanada um 4,1 %, in Australien um 3 %, in Mexiko um 5,8 %, auf den Philippinen um 4,6 % und in Südkorea um 2,6 %. Während die Verbraucherpreisinflation in China mit 1,5 % im Jahresvergleich nur geringfügig zunahm, stiegen die chinesischen Erzeugerpreise laut Bloomberg um 13,5 % gegenüber dem Vorjahr und damit so schnell wie seit 26 Jahren nicht mehr.

---

[1] *Der Preisindex für persönliche Konsumausgaben (PCEPI) ist eine Messgröße für die Inflation in den USA, die die Preisänderungen bei den von den Verbrauchern in der gesamten Wirtschaft erworbenen Waren und Dienstleistungen erfasst. Von allen Messgrößen für die Verbraucherpreisinflation umfasst der PCEPI das breiteste Spektrum an Waren und Dienstleistungen.*

[2] *Der Verbraucherpreisindex (VPI) ist eine Messgröße, die den gewichteten Durchschnitt der Preise eines Warenkorbs von Verbrauchsgütern und Dienstleistungen, wie Transport, Lebensmittel und medizinische Versorgung, untersucht. Er wird berechnet, indem man die Preisänderungen für jeden Artikel des vorher festgelegten Warenkorbs nimmt und den Durchschnitt daraus bildet.*

[3] *Die S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indexes, auch einfach als Case-Shiller Home Price Indexes bekannt, sind eine Gruppe von Indizes, die die Entwicklung der Hauspreise in den Vereinigten Staaten verfolgen.*

Noch besorgniserregender ist die Tatsache, dass die Inflationserwartungen zu steigen scheinen, obwohl Powell versicherte, dass diese Erwartungen „gut verankert“ seien. Wir sind uns durchaus bewusst, dass die Inflation über einen langen Zeitraum hinweg eher niedrig war. Wenn Verbraucher und Arbeitnehmer jedoch allmählich zu der Einschätzung gelangen, dass es eine Verschiebung gegeben hat und höhere Preise unvermeidlich sind, und sich diese Eindrücke in ihrer Psyche verankern, kann dies zu steigenden Forderungen nach höheren Löhnen und der Bereitschaft führen, höhere Preise zu akzeptieren, was einen scheinbar endlosen Kreislauf von Lohn- und Preiserhöhungen nach sich ziehen kann, der nur schwer zu durchbrechen ist. Laut der Oktober-Umfrage der Federal Reserve Bank of New York erwarten die Verbraucher für das kommende Jahr eine Inflationsrate von 5,7 % und für die nächsten drei Jahre eine durchschnittliche jährliche Verteuerung um 4,2 %.

Auch der Anleihemarkt hat diesen Anstieg der Inflation und der Inflationserwartungen zur Kenntnis genommen. Wie in der bereits erwähnten Ausgabe des Economist vom 6. November berichtet, sind die Renditen fünfjähriger Anleihen in einer Gruppe von 35 Volkswirtschaften in den letzten drei Monaten um durchschnittlich 65 Basispunkte (Bp.) gestiegen. An den Aktienmärkten ist dies noch nicht spürbar, sie erklimmen nach wie vor neue Rekordhöhen, da die Anleger weiterhin darauf vertrauen, dass die Zentralbanker rational und vernünftig reagieren werden, um sicherzustellen, dass die Inflation nicht außer Kontrolle gerät.

In diesem Zusammenhang haben uns Zentralbanker auf der ganzen Welt schnell versichert, dass diese kurzfristigen Inflationsschübe nur von vorübergehender Natur sind und nachlassen werden, sobald die Unterbrechungen in der Lieferkette abklingen und die Wirtschaftstätigkeit sich zu normalisieren beginnt. Man kommt jedoch nicht umhin, sich an die 1960er Jahre und die fiskalischen und monetären Anreize erinnert zu fühlen, die zur Finanzierung des Vietnamkriegs und zur Unterstützung der "Great Society" des ehemaligen US-Präsidenten Lyndon Johnson erforderlich waren, und schließlich an die Rolle, die ein Ölembargo und damit ein Anstieg der Ölpreise (1973 bis 1974) bei der Ankurbelung der schädlichen Inflation und der fast ein Jahrzehnt andauernden Stagflation spielte[4]. Diesmal sind die steuerlichen und geldpolitischen Anreize, die in den vergangenen mehr als zehn Jahren eingesetzt wurden, um die Erholung von der Finanzkrise und der COVID-Pandemie zu begünstigen, größer als in den 1970er Jahren.

Wir möchten noch einmal betonen, dass wir keine Wirtschaftswissenschaftler sind. Es gibt jedoch eine Reihe von Faktoren, die darauf hindeuten, dass die derzeitige Inflation nicht nur vorübergehend ist, sondern sogar anhalten könnte:

- Die Löhne stehen unter zunehmendem Druck – Die Löhne sind im letzten Jahr deutlich gestiegen, was zum Teil auf den Mangel an Arbeitskräften zurückzuführen ist. Die Erfahrung aus der Vergangenheit zeigt, dass Lohnerhöhungen in der Regel starr sind. Es ist schwer, den Arbeitnehmern Geld wegzunehmen, wenn sie erst einmal eine Lohnerhöhung erhalten haben. Auch bei den Lohnverhandlungen gewinnt die Arbeitnehmerseite an Einfluss, wie die Zunahme der Tarifverhandlungen und die Zahl der aktuellen und potenziellen Streiks zeigen. Aus einer kürzlich durchgeführten Umfrage unter Kleinunternehmen geht hervor, dass 46 % der Kleinunternehmen eine Preiserhöhung aufgrund höherer Arbeitskosten planen.
- Die steuerlichen und geldpolitischen Anreize bleiben ohne Beispiel – wie Milton Friedman einmal sagte: „Inflation ist immer und überall ein geldpolitisches Phänomen“. Die beispiellosen geld- und steuerpolitischen Anreize seit der Finanzkrise 2008, die sich zugegebenermaßen bis vor kurzem kaum oder gar nicht auf das Preisniveau ausgewirkt haben, führten unserer Meinung nach dazu, dass sich eine „Borrow and Spend“-Mentalität in der Psyche der politischen Entscheidungsträger festgesetzt hat. Bleibt die Frage, wie sich die jüngste Verabschiedung des Infrastrukturgesetzes der Biden-Regierung in Höhe von 1 Billion US-Dollar sowie des vorgeschlagenen Sozialausgaben- und Klimagesetzes in Höhe von 1,75 Billionen Dollar auf die sich beschleunigende wirtschaftliche Erholung und damit auf das Preisniveau auswirken wird. Laut John Greenwood und Steve Hanke („Too Much Money Portends High

[4] *Stagflation ist definiert als anhaltend hohe Inflation, die mit hoher Arbeitslosigkeit und stagnierender Nachfrage einhergeht.*

Inflation"/Zu viel Geld führt zu hoher Inflation), The Wall Street Journal, 20. Juli 2021) ist die Geldmenge in den USA seit März 2020 innerhalb eines Jahres um 23,9 % gewachsen, so schnell wie seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr.

- **Die Inflationserwartungen nehmen zu** – zahlreiche aktuelle Umfragen deuten auf einen Anstieg der Inflationserwartungen hin. Wenn sich diese Erwartungen in den Köpfen der Verbraucher festsetzen, könnte dies zu einer fatalen Lohn-Preis-Spirale führen, die sich nur schwer wieder auflösen lässt.
- **Die Globalisierung scheint auf dem Rückzug zu sein** – Der politische Wandel hin zu einer eher nationalistischen und populistischen Politik hat in den letzten Jahren zu Handelsstreitigkeiten, Zöllen und Lieferunterbrechungen geführt, was die Preise weiter in die Höhe treibt.
- **Die Weltbevölkerung altert** – Nach Angaben der Weltbank altert die Bevölkerung weltweit, und die Zahl der Ruheständler nimmt zu, vor allem in Ländern mit hohem Einkommen, wodurch die Anzahl der Arbeitskräfte sinkt und die Produktivität beeinträchtigt wird. Jüngste Untersuchungen deuten darauf hin, dass Arbeitnehmer, die in den Ruhestand gehen, ihre Ausgaben fortsetzen werden, während ihr Beitrag zur Produktion sinkt, was zu einem Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage führt, was den Inflationsdruck verstärken könnte.
- Der Klimawandel trägt dazu bei, dass die Energiepreise steigen – „grüne Aufschläge" für klimafreundlichere alternative Energiequellen treiben die Energiekosten in die Höhe, die bei so vielen Produkten einen entscheidenden Kostenfaktor darstellen. Auch die Öl- und Gaspreise erreichen in nächster Zeit Höchststände, und angesichts der zunehmenden Besorgnis über die Auswirkungen des Klimawandels ist eine deutliche Steigerung der Kohlenwasserstoffproduktion möglicherweise nicht zu erwarten.

Es wäre leichtsinnig und in gewisser Weise unverantwortlich, wenn wir behaupten würden, dass wir uns keine Sorgen machen. Wie Paul Ryan, ehemaliger Sprecher des US-Repräsentantenhauses und ranghöchstes Mitglied des Haushaltsausschusses des Repräsentantenhauses, vor vielen Jahren sagte: „Die Inflationsdynamik kann sich schnell entfalten und schmerzhaft sein, wenn sie einmal eingesetzt hat. Die Folgen eines solchen Fehlers können gar nicht hoch genug eingeschätzt werden."

Wir haben uns gedacht, dass es sich lohnt, die Auswirkungen der Inflation auf die Kaufkraft noch einmal zu überdenken. Wenn Sie zum Beispiel heute 1.000 US-Dollar hätten und sie einfach unter das Kopfkissen legen würden, würde das keinen anderen Ertrag einbringen als das „psychische Einkommen", das mit dem Wissen darüber verbunden ist, dass es da ist. Bei einer angenommenen Teuerungsrate von 2 % pro Jahr und einem Zeithorizont von zehn Jahren hätten die heutigen 1.000 US-Dollar in zehn Jahren nur noch eine Kaufkraft von 817,07 US-Dollar, was einem kumulierten Kaufkraftverlust von 18,3 % entspräche. Bei einer Inflationsrate von 4 % pro Jahr hätten die heutigen 1.000 US-Dollar in zehn Jahren eine Kaufkraft von 664,83 US-Dollar, was einem Kaufkraftverlust von 33,5 % entspräche. Bei einer Inflationsrate von 6 % pro Jahr hätten die heutigen 1.000 US-Dollar in zehn Jahren eine Kaufkraft von 538,62 US-Dollar, was einem Kaufkraftverlust von 46,1% entspräche.

Natürlich müssen wir unser Geld nicht unter dem Kopfkissen aufbewahren, aber Investitionen zu finden, die uns helfen, unsere Kaufkraft angesichts der Inflation zu erhalten und zu steigern, ist für Anleger schwierig, insbesondere auf Nach-Steuern-Basis. Auch Steuern steigen wahrscheinlich. Dennoch sind wir seit jeher der Meinung, dass gut ausgewählte wertorientierte Aktien und nicht Anleihen oder teure Wachstumswerte den Anlegern, die den Luxus einer längerfristigen Perspektive haben, die besten Chancen bieten, das Gespenst der Inflation fernzuhalten. Die Nullzinspolitik hat dazu geführt, dass hochwertige Staats- und Unternehmensanleihen und die meisten Risikoanlagen in den letzten zehn Jahren dramatisch im Preis gestiegen sind. Dies gilt für globale Aktienwerte, insbesondere für qualitativ hochwertige Wachstumswerte und die bekannten großen Technologieunternehmen in den USA, die wir alle so gut kennen gelernt haben. Wertorientierte Aktien hingegen profitierten nicht annähernd so stark wie ihre wachstumsorientierten Pendants und werden heute als Segment zu deutlich niedrigeren relativen Bewertungen gehandelt. Aus diesem Grund waren wir in den letzten anderthalb Jahren seit dem Ausbruch der Pandemie sehr aktiv und haben weiterhin attraktiv bewertete, wertorientierte globale Aktien gesucht. Das wird sich im weiteren Verlauf dieses Berichts ganz deutlich zeigen.

In früheren Berichten haben wir ausführlich über die schädlichen Auswirkungen gesprochen, die Inflation und höhere Zinsen auf das Vermögen aller Anleger haben, insbesondere aber auf das der Kreditgeber, d. h. der Inhaber von Anleihen. Der Kupon des Anleiheanlegers ist fix, und die Erträge des Anlegers können nicht wachsen, um mit dem steigenden Preisniveau Schritt zu halten. Höhere Zinssätze können auch den Kapitalwert von festverzinslichen Instrumenten mit langer Laufzeit stark beeinträchtigen. Und je niedriger der Kupon ist, desto größer sind die Kursschwankungen bei einer bestimmten Zinsänderung. In einem Umfeld steigender Inflation und steigender Zinssätze verlieren die Inhaber dieser Instrumente nicht nur ihre aktuelle Kaufkraft, sondern müssen auch mit einem erheblichen Kapitalverlust rechnen, wenn die Anleihen nicht bis zur Fälligkeit gehalten werden. Ein Anleger, der heute beispielsweise eine 30-jährige Staatsanleihe zum Nennwert mit einer laufenden Rendite von 2 % erwirbt, würde über die Laufzeit seiner Anlage effektiv eine jährliche Rendite nach Steuern von 1,3 % erzielen (unter der Annahme des heutigen Marginal Federal Tax Rate (Bundesgrenzsteuersatz) von 37 %) und in 30 Jahren sein Kapital zurückerhalten, wenn er die Anleihe bis zur Fälligkeit hält. Inzwischen liegt der Verbraucherpreisindex weiterhin bei über 5 %, und solange er so hoch bleibt, wird er die Kaufkraft der aktuellen Rendite nach Steuern der Anleiheninhaber erheblich schmälern. Ab einem gewissen Punkt wird eine Inflation nahe eines so hohen Niveaus wahrscheinlich zu einem entsprechenden Anstieg der Zinssätze führen, insbesondere wenn sich die Inflationserwartungen durchsetzen. Ein Anstieg der Zinssätze (von 2 % auf 5 %) für die 30-jährige Anleihe würde zu einem Rückgang des Kapitalwerts um 45 % führen. Bei einer Anleihe mit kürzerer Laufzeit würde dieser Rückgang des Kapitalwerts nicht so hoch ausfallen. Natürlich wird den Inhabern von Staatsanleihen vertraglich zugesichert, dass sie ihr Kapital zurückerhalten, wenn sie ihre Anleihen bis zur Fälligkeit halten, wenn auch zu einem möglicherweise durch die Inflation verringerten Wert in US-Dollar. Aktienanleger genießen keine solche Garantie. Im Gegensatz zu einer Anlage in Anleihen kann eine Aktienanlage in ein Unternehmen, das in der Lage ist, den Preis seiner Produkte zu erhöhen, um steigende Kosten auszugleichen, und im Laufe der Zeit zu wachsen, da das zugrunde liegende Geschäft seinen intrinsischen Wert steigert, dem Aktienanleger eine gewisse Wahrscheinlichkeit bieten, mit dem steigenden Preisniveau Schritt zu halten, selbst nach Abzug der Steuern.

*(Aktien und Anleihen unterliegen unterschiedlichen Risiken. In der Regel unterliegen Aktien größeren Preisschwankungen und höherer Volatilität als Anleihen und können erheblich im Wert zurückgehen als Reaktion auf Beeinträchtigungen bei den Emittenten, in der Politik, im Aufsichtsrecht, am Markt oder in der Wirtschaft. 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-Staatsanleihen durch die absolute Vertrauens- und Kreditwürdigkeit der US-Bundesregierung gesichert sind.)*

Wir sind der Ansicht, dass eine ähnliche Dynamik wie bei Anleihen mit längerer Laufzeit in einem Umfeld steigender Inflation und Zinsen auch für Risikoanlagen mit längerer Duration, wie z. B. Wachstums- und Technologietitel gelten dürfte, insbesondere wenn deren Bewertungen bedenklich hoch sind, was unserer Meinung nach derzeit der Fall ist. Die Bewertungskennzahlen von Wachstumsaktien hängen – nahezu per Definition – von steigenden (und vielleicht weniger sicheren) Cashflows ab, die weit in die Zukunft reichen. Im Gegensatz dazu werden die Bewertungskennzahlen von Value-Aktien viel stärker von der aktuellen Ertragskraft und den kurzfristigen Cashflows beeinflusst. In einem inflationsbedingten Umfeld mit steigenden Zinssätzen sind die längerfristigen Cashflows von Wachstumsaktien in der Regel weniger wert als die kurzfristigen Cashflows von Value-Aktien mit kürzerer Duration. Unter sonst gleichen Bedingungen würde, je länger die Duration der Risikoanlage ist, dazu führen, dass der Wert der Anlage selbst auf geringe Änderungen der Zinssätze/des Diskontsatzes umso sensitiver reagiert. (Der Diskontsatz ist der Zinssatz, der verwendet wird, um den aktuellen Wert zukünftiger Cashflows in einer Discounted-Cashflow-Analyse (DCF) zu ermitteln). Zur Klarstellung: Steigende Diskontsätze dürften sich unverhältnismäßig stärker negativ auf die längerfristigen Cashflows von Wachstumsaktien auswirken als auf die der Value-Titel mit kürzerer Duration. Das bedeutet natürlich nicht, dass Wachstumsaktien ihre Erträge im Laufe der Zeit nicht weiterhin mit einer attraktiven Rate steigern können, aber es bedeutet, dass die zugrunde liegenden fundamentalen Unternehmensbewertungen, die sich aus diesen Ertragsbeiträgen ableiten, stärker sinken könnten als die fundamentalen Unternehmensbewertungen, die sich aus

den Ertragsbeiträgen von Value-Aktien ergeben. Und zumindest theoretisch sollten sich die Aktienkurse von Wachstums- und Value-Aktien im Laufe der Zeit entsprechend verhalten.

Im Laufe des letzten Jahres konnten wir unterbewertete Aktien identifizieren, die nach unserer Einschätzung attraktive Gelegenheiten bieten, insbesondere im Vergleich zu festverzinslichen Alternativen oder anderen Anlagen mit längerer Laufzeit, wie z. B. hoch bewerteten Wachstumsaktien. Wenn wir in Aktien investieren, kaufen wir das Unternehmen im Wesentlichen mit einem Abschlag auf den Preis, den ein rationaler Käufer unserer Meinung nach pro Aktie zahlen würde, wenn er das gesamte Unternehmen in einer Transaktion zu marktüblichen Bedingungen erwerben würde. Vergangenes Jahr investierten wir beispielsweise in Megacable, das zweitgrößte Kabelunternehmen in Mexiko. Das Unternehmen verfügt über einen beherrschenden Marktanteil auf seinen Märkten und liegt landesweit im mittleren zweistelligen Bereich. Das Unternehmen bieten Kabeldienstleistungen und Internetanschlüsse (Breitband) für einen unterversorgten Kundenstamm. Megacable erzielte eine wirklich bemerkenswert hohe Rentabilität (~49 % EBITDA-Marge im Jahr 2020), eine konstant hohe Rendite auf das Sachkapital (durchschnittlich ~20 % ROE ohne Goodwill von 2011 bis 2020) und eine sehr konservative Bilanz (0,34x Nettoverschuldung/EBITDA im 3. Quartal 2021). Der Aktienkurs des Unternehmens wird mit dem 8,4-fachen Unternehmenswert/2021 des geschätzten EBIT (Unternehmenswert/Gewinn vor Zinsen und Steuern) und dem 5,1-fachen Unternehmenswert/letzte zwölf Monate EBITDA (Unternehmenswert/letzte zwölf Monate Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen zum 30. September 2021) gehandelt. Fusionen und Übernahmen vergleichbarer Kabelunternehmen erfolgten zu hohen einstelligen EBITDA-Kennzahlen. Außerdem liegt die geschätzte jährliche Dividendenrendite derzeit bei über 4 %. Eine Aktie, die zu einem Unternehmenswert des 8,4-fachen des EBIT gekauft wird, hat eine effektive Vorsteuerrendite von etwa 12 %. Wendet man auf diese Vorsteuerrendite einen Steuersatz von 37 % an, so ergibt sich für den Aktienanleger eine implizite Nachsteuerrendite von etwa 7,6 %, die fast sechsmal so hoch ist wie die Nachsteuerrendite von 1,3 % für eine langfristige US-Staatsanleihe mit 30 Jahren Laufzeit. Daraus ergibt sich ein Preis-Value-Vorteil dieses Wertpapiers gegenüber der langfristigen Staatsanleihe, den Ben Graham mit Sicherheit überzeugend gefunden hätte. Zu den Nachteilen zählt allerdings, dass der Anleger diese Aktienrendite nicht Jahr für Jahr in seine Tasche stecken kann. Der Kupon (Gewinn) kann und wird im Laufe der Zeit schwanken und ist nicht garantiert. Auch die Rendite der ursprünglichen Anlage ist nicht vertraglich garantiert, wie es bei Anleihen der Fall ist.

Sofern wir bei unserer Schätzung des inneren Wertes von Megacable richtig liegen und das Unternehmen in der Lage ist, sein Betriebsergebnis im Laufe der Zeit zu steigern, wie wir es erwarten, dürfte die Effektivrendite dieser Investition steigen. Sollten die Teilfonds irgendwann in nicht allzu ferner Zukunft ihre Unternehmensanteile zum geschätzten intrinsischen Wert an der Börse veräußern, könnten sie nach unserer Auffassung eine sehr gute Rendite erzielen, die alle, und wirklich alle, mit Ausnahme der höchsten Inflationsraten, übertreffen dürfte.

Im Gegensatz dazu wird ein schnell wachsendes und attraktives Technologieunternehmen wie z. B. NVIDIA, ein Designer, Entwickler und Vermarkter von 3D-Grafikprozessoren und zugehöriger Software, mit dem etwa 99-fachen des Unternehmenswerts zum geschätzten EBIT des Jahres 2021 gehandelt, was einer Gewinnrendite nach Steuern von etwa 0,63 % entspricht. Diese Nachsteuerrendite ist etwa halb so hoch wie die oben erwähnte Nachsteuerrendite von 1,3 % der 30-jährigen US-Staatsanleihe und entspricht etwa einem Zehntel der aktuellen Inflationsrate (gemessen am Verbraucherpreisindex im Oktober 2021) von 6,2 %. Darüber hinaus könnte der höhere Abzinsungssatz, der auf die längerfristigen Cashflows von NVIDIA angewendet wird, in einem Umfeld steigender inflationsbedingter Zinssätze zu einem erheblichen Abwärtsdruck auf die fundamentale Bewertung des Unternehmens führen. Auch wenn der intrinsische Wert wertorientierter Aktien wie Megacable in einem Umfeld steigender Zinssätze wahrscheinlich ebenfalls unter Druck geraten würde, dürfte er unserer Ansicht nach nicht so dramatisch sein wie bei einer hoch bewerteten Aktie wie z. B. NVIDIA, bei der ein Großteil des Wertes von den in ferner Zukunft eingehenden Cashflows abhängt.

In dem Kräftemessen zwischen Value und Wachstum, das zu diesem Zeitpunkt noch andauert, begünstigen Inflation und höhere Zinssätze den wertorientierten Anleger. Höhere Inflation und höhere Zinssätze sind sicherlich keine Voraussetzung für eine Outperformance von Wertpapieren, aber sie bieten einen günstigen Hintergrund. Sollten sich der derzeitige Anstieg der Inflation, die zunehmenden Inflationserwartungen und

steigenden Zinsen nicht als vorübergehend erweisen, sondern anhalten, könnte Value über längere Zeit eine stärkere Wertentwicklung verzeichnen als Growth. Wir sind der festen Überzeugung, dass gut ausgewählte, wertorientierte Aktien den Anlegern eine größere Chance bieten, ihre Kaufkraft zu bewahren, so wie es in den späten 1970er Jahren der Fall war.

***Integration von Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren in unseren Anlageprozess.***

*Bitte beachten Sie, dass die Teilfonds des Fonds unter Artikel 6 der EU-Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (SFDR) fallen. Eine Einstufung gemäß Artikel 6 bedeutet, dass die Produkte keine ökologischen oder sozialen Merkmale aufweisen und keine nachhaltigen Investitionen zum Ziel haben. Unabhängig von der Einstufung des jeweiligen Produkts müssen die Teilfonds die Art und Weise beschreiben, wie Nachhaltigkeitsrisiken in die Anlageentscheidungen einbezogen werden, und Informationen über die Ergebnisse der Bewertung der wahrscheinlichen Auswirkungen von Nachhaltigkeitsrisiken auf ihre Renditen vorlegen. Teilfonds nach Artikel 6 SFDR sind nicht direkt von der Taxonomie-Verordnung betroffen. Gemäß der Taxonomie-Verordnung müssen solche Produkte jedoch den folgenden Haftungsausschluss in die vorvertragliche Dokumentation aufnehmen:* ***„Die Investitionen, die diesem Finanzprodukt zugrunde liegen, berücksichtigen nicht die EU-Kriterien für ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten.“***

Wie wir bereits in früheren Berichten erwähnt haben, werden Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG), die bei Investitionen sowohl Risiken als auch Chancen aufzeigen, für viele unserer Aktionäre und potenziellen Aktionäre immer wichtiger. Angesichts der zunehmenden Bedeutung verantwortungsbewusster Investitionen hat Tweedy, Browne vor einiger Zeit eine formelle Richtlinie eingeführt, in der festgelegt ist, wie wir diese Faktoren in unseren Anlageprozess einbeziehen. Wir möchten diese Gelegenheit nutzen, um Ihnen kurz unsere Überlegungen in diesem Bereich mitzuteilen.

Unsere Anlagepolitik beruht auf der Überzeugung, dass eine gute Corporate Citizenship und die Steigerung des intrinsischen Wertes unserer Investitionen in den meisten Fällen Hand in Hand gehen. Wir sind uns darüber im Klaren, dass die Art und Weise, wie ein Unternehmen mit Umwelt-, Sozial- und Governance-Fragen umgeht, einen erheblichen Einfluss auf den intrinsischen Wert des Unternehmens haben kann. Unternehmen, die zukunftsorientiert handeln, die die Umwelt schützen, ihre Mitarbeiter fair behandeln, sich positiv auf ihr Gemeinwesen auswirken und Kapital auf rationale und verantwortungsvolle Weise einsetzen, verfügen häufig über nachhaltigere, widerstandsfähigere und wertsteigernde Geschäftsmodelle. Wir sind daher der Ansicht, dass die Einbeziehung von ESG-Faktoren in unsere Anlageanalyse Risiken potenziell verringern und die Rendite steigern können und daher voll und ganz mit unserer treuhänderischen Verantwortung und den Zielen des Fonds, langfristiges Kapitalwachstum anzustreben, im Einklang steht. Dementsprechend spielen ESG-Überlegungen eine immer wichtigere Rolle in unseren Research- und Entscheidungsprozessen.

Wird in unserem Research-Prozess festgestellt, dass ein erhebliches ESG-Risiko oder eine entsprechende Anlagegelegenheit besteht, wird dies formell bewertet - und zwar auch im Research-Material der Analysten. Darüber hinaus wird der Anlageausschuss darüber unterrichtet. In diesem Zusammenhang ist ein „erhebliches“ ESG-Risiko ein Risiko, das nach unserer Beurteilung unsere Schätzung des langfristigen Werts des betreffenden Unternehmens in Frage stellen könnte. Ein solches wesentliches Problem könnte dazu führen, dass das Unternehmen nicht mehr für Investitionen in Frage kommt oder dass wir die Faktoren, die wir bei unseren Berechnungen des intrinsischen Wertes verwenden, anpassen müssen. So wenden wir beispielsweise bei der Bewertung chinesischer Unternehmen häufig niedrigere Faktoren an als bei der Berechnung des intrinsischen Wertes vergleichbarer Unternehmen aus Industrieländern, was vor allem auf das höhere Governance-Risiko zurückzuführen ist. Hingegen könnte ein Unternehmen, das in der Lage ist, eine ESG-Chance zu nutzen, wie z. B. die Herstellung eines Produkts, das zur Lösung eines Umwelt- oder Sozialproblems beiträgt, und/oder das eine gute Corporate Governance aufweist, in unserem Bewertungsprozess höhere Werte erzielen. Allerdings ist auch nicht immer klar, wie Nachhaltigkeitsthemen und ihre Auswirkungen auf die Bewertung zu ermitteln sind.

Die Identifizierung eines erheblichen ESG-Risikos ist nicht unbedingt ausschlaggebend für unsere Entscheidung, Anteile an einem Unternehmen zu kaufen, zu verkaufen oder zu halten, vor allem, wenn das Unternehmen

sinnvolle Maßnahmen trifft, die unsere Bedenken entkräften, oder zu einem Wert gehandelt wird, der unserer Ansicht nach diesen Bedenken entsprechend Rechnung trägt. Unter diesen Umständen können wir uns mit dem Unternehmen in Verbindung setzen, um es zu Verbesserungen zu bewegen. Auf unserer Suche nach neuen, unterbewerteten Anlagemöglichkeiten, berücksichtigen wir bei unserer Prüfung des Anfangswerts keine ESG-Faktoren. Wir führen auch keine Liste von Unternehmen, die aufgrund von ESG-Bedenken automatisch ausgeschlossen werden. ESG-Faktoren werden jedoch berücksichtigt und geprüft, wenn sie in unserem strengen Research-Prozess auf Einzeltitelbasis identifiziert werden. ESG-Themen stehen bei jeder Sitzung des Investitionsausschusses offiziell auf der Tagesordnung.

Nirgendwo hat die Einbeziehung von ESG-Kriterien eine wichtigere oder langfristigere Rolle in unserem Anlageprozess gespielt als im Bereich der Corporate Governance (das „G“ von ESG). Eine unverantwortliche Unternehmensführung stellt häufig ein erhebliches Risiko für die künftige Wertbeständigkeit und das Wachstum dar. Wir wollten nie ein sogenannter „aktiver Investor“ sein und teure Stellvertreterschlachten schlagen und Ähnliches. Wir treten jedoch nötigenfalls entschlossen für die Interessen unserer Kunden ein und zeigen Engagement gegenüber den Unternehmen, von denen wir Anteile in unseren Kundenportfolios halten. Dazu gehört auch der direkte Austausch mit der Geschäftsleitung und/oder dem Verwaltungsrat über Themen, wie z.B. eine verantwortungsvolle und intelligente Kapitalallokation, die Managementvergütung, die Zusammensetzung der Unternehmensleitung, Fusions- und Beteiligungstätigkeiten sowie Stimmrechtsbeschränkungen. Darüber hinaus haben wir uns in bestimmten begründeten Fällen mit anderen Aktionären zusammengetan, um die Interessen unserer Kunden zu vertreten.

Zu den früheren Engagements, die nicht immer erfolgreich waren, gehören unter anderen: Hollinger International, wo wir eine entscheidende Rolle dabei spielten, eine Untersuchung über Fehlverhalten im Unternehmen anzustoßen, die zur Entlassung und schließlich zur Inhaftierung von Mitgliedern der Geschäftsleitung führte. Ferner Volkswagen, wo wir uns auf Unternehmensebene und durch Appelle an die Aktionäre dafür einsetzten, dass ein mit Konflikten behaftetes Vorstandsmitglied nicht Vorsitzender des Aufsichtsausschusses wurde. Des Weiteren haben wir uns bei SK Telecom direkt an die Unternehmensleitung gewandt, um eine unserer Meinung nach unangemessene und kostenintensive Übernahme zu überdenken. Bei AKZO haben wir das Unternehmen aktiv ermutigt, Fusions- und Übernahmegespräche mit einem potenziellen Käufer aufzunehmen, und einen Beschluss zur Absetzung des Unternehmensvorsitzenden unterstützt. Kürzlich haben wir uns mit der Geschäftsführung und dem Verwaltungsrat von Bachoco, einem mexikanischen Geflügelunternehmen, in Verbindung gesetzt und sie gebeten, den Rückkauf von Aktien ihres Unternehmens angesichts ihrer erheblichen Unterbewertung und der liquiditätsstarken Bilanz des Unternehmens in Betracht zu ziehen. Dieser Antrag basierte auf unserer Überzeugung, dass „intelligente“ Aktienrückkäufe in diesem speziellen Fall den Wert pro Aktie für die verbleibenden Aktionäre auf risikoarme Weise steigern würden. Diese Form der Kapitalallokation ähnelt einer Mini-Fusions- und Übernahmeaktivität, denn jede zurückgekaufte Aktie ist wie eine kleine Übernahme des Unternehmens, welches die Unternehmensleitung am besten kennt, nämlich ihres eigenen Unternehmens.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass wir einen zunehmend aktiven Ansatz verfolgen, um ESG-Analysen in unser Wertpapier-Research und unseren Bewertungsprozess einzubeziehen. Zudem sind wir überzeugt, dass dies wichtig ist, um unserer treuhänderischen Verpflichtung gegenüber unseren Anteilinhabern gerecht zu werden. Jay Hill, Managing Director, der sowohl in unserem Anlage- als auch in unserem Verwaltungsausschuss tätig ist, sowie Ben Whitney, einer unserer Kundenbetreuungsexperten, haben vor kurzem das Zertifikat des CFA Institute für ESG-Anlagen erhalten.

Wie man ESG-Überlegungen in den eigenen Anlageprozess einbezieht, ist nach wie vor ein komplexes und sich ständig weiterentwickelndes Thema in der Anlageverwaltungsbranche, für das es noch keine klaren und einheitlichen Standards gibt. Es ist nicht immer einfach, potenziellen langfristigen Risiken und Chancen, die sich auf vielfältige Weise entwickeln können und oft von mehreren anderen Variablen abhängen, einen sicheren Wert zuzuweisen. Wir haben versucht, einen durchdachten und nuancierten Ansatz mit Blick auf ESG zu verfolgen, anstatt unüberlegt und rein geschäftsmäßig zu reagieren. Darüber hinaus sind wir der Auffassung, dass ein aktives Engagement in ESG-Fragen auch dazu beitragen sollte, den Unternehmen, in die unsere Teilfonds investieren, Anreize zu bieten, sich so zu verhalten, dass nicht nur ihre Aktionäre, sondern auch andere Stakeholder wie ihre

Mitarbeiter und ihr Gemeinwesen profitieren. Um es mit den Worten Ben Grahams zu sagen: „Investitionen sind vielleicht dann am intelligentesten, wenn sie am ‚verantwortungsvollsten' geschäftsmäßig sind."

***Wertentwicklung***

Wie wir bereits zuvor in diesem Bericht erwähnt haben, begünstigten die Marktbedingungen in den zwölf Monaten bis zum 30. September den „Stay-at-Home-Trade". Selbst in diesem eher wachstumsorientierten und auf die USA fokussierten Umfeld erzielten die Tweedy, Browne Value Funds robuste Renditen zwischen 21,18 % und 29,67 % nach Gebühren. Seit Jahresbeginn bis zum 31. Oktober erzielten die Teilfonds gute absolute Renditen zwischen 13,48 % und 20,72 % nach Abzug der Gebühren. Noch ermutigender ist, dass die Teilfonds in den letzten zwölf Monaten bis zum 31. Oktober zwischen 31,85 % und 39,95 % zugelegt haben. In diesem Zeitraum lagen Value-Aktien weiterhin vor Growth-Aktien, wie die Performance der Value- und Growth-Komponenten des MSCI World Index zeigt.

***Portfoliozuteilung***

*Bitte beachten Sie, dass die einzelnen hier besprochenen Unternehmen im Zwölfmonatszeitraum bis zum 30. September 2021 in einem oder mehreren der Teilfonds gehalten wurden, aber nicht unbedingt in allen drei Teilfonds.*

Die höchsten Beiträge zur Gesamtperformance unserer Teilfonds in den letzten zwölf Monaten stammten aus einer Vielzahl von Quellen, einschließlich starker Renditen unserer Teilfonds in ihren US-amerikanischen und europäischen Beteiligungen, insbesondere bei Unternehmen in Großbritannien, der Schweiz und Frankreich. Eine Reihe von Positionen in bestimmten Branchengruppen, darunter Nahrungsmittel und Getränke, Energie, Finanzwerte, Gesundheitswesen und Kommunikationsdienstleistungen, erzielten im Berichtszeitraum ebenfalls hohe Renditen. Dazu zählten starke Leistungen von Lebensmittel- und Getränkeherstellern wie dem Schweizer Lebensmittelriesen Nestlé, dem mexikanischen Coca-Cola-Abfüller Coca-Cola FEMSA sowie dem britischen Spirituosenhersteller Diageo, die alle von der Wiedereröffnung der Volkswirtschaften in aller Welt profitierten. TotalEnergies, das französische Öl- und Gasunternehmen, profitierte vom jüngsten Anstieg der Ölpreise, so auch die Aktienkurse von Maschinen- und Getränkeausrüstern wie CNH und Krones, die von der starken Konjunkturerholung profitierten. Als besonders günstig erwies sich das Umfeld für Positionen in Banken wie Bank of America, DBS Group, United Overseas Bank und Bank of New York Mellon, die eindeutig vom Anstieg der Finanzaktivitäten, der Beratungsgebühren und der Nettozinsmargen profitierten. Pharmaunternehmen wie Johnson & Johnson, Astellas Pharma, AbbVie und Roche profitierten weiter von starken Arzneimittel-Pipelines. Die interaktive Medienholding Alphabet (Google), deren Wachstumskurs bei der Suche sowie weiteren Online-Geschäften außerordentlich stark geblieben ist, und das Schweizer Medienunternehmen TX Group, das durch ein kürzlich eingegangenes Joint Venture sein Geschäft mit digitalen Kleinanzeigen ausgebaut hat, erzielten im Berichtszeitraum ebenfalls hohe Renditen. Die Aktienkurse der britischen Rüstungsunternehmen BAE Systems und Babcock International verzeichneten im Berichtszeitraum ebenfalls eine positive Wertentwicklung. BAE hat vor kurzem seinen Pensionsplan entschärft und verfügt unserer Meinung nach weiterhin über eine attraktive Mischung aus Rüstungsgeschäften, die vom britischen Militär nachgefragt werden, während Babcock International sich mitten in einem Umbruch durch ein neues Management befindet, das bei den Anlegern an Glaubwürdigkeit gewinnt. Der Aktienkurs des französischen Logistik- und Medienunternehmens Bollore profitierte stark von der kürzlich erfolgten Abspaltung von Universal Music durch Vivendi (Bollore ist zu ~30 % im Besitz von Vivendi und damit indirekt zu ~18 % an Universal Music beteiligt).

Die Aktienkurse einer Reihe weiterer Positionen zogen während des Berichtszeitraums an, darunter AutoZone, der US-amerikanische Einzelhändler für Autoteile, der von den Unterbrechungen in der Lieferkette der Automobilindustrie profitierte, ferner Tarkett, das französische Unternehmen für gewerbliche Bodenbeläge, das von einer Familie und Private Equity übernommen wurde. Carlisle, das in den USA ansässige Unternehmen für gewerbliche Bedachungen, erzielte im Berichtszeitraum ebenfalls eine gute Performance, da es weiterhin von einem hohen Auftragsbestand bei der Neueindeckung von Dächern aufgrund von wegen der COVID-Pandemie aufgeschobenen Aufträgen und dem zunehmenden Alter des gewerblichen Gebäudebestands in den USA profitiert. Das italienische Industriegasunternehmen SOL S.p.A., dessen Geschäft mit medizinischen Gasen von

der Pandemie und dem jüngsten Anstieg der Virusvarianten profitierte, verzeichnete eine gute Zwölfmonatsrendite.

Im Gegensatz dazu enttäuschten die Renditen der Schwellenländerpositionen, des Interneteinzelhandels, der Pflegeprodukte, einer Medienbeteiligung sowie einer Gasvertriebsbeteiligung relativ sehr deutlich. Dazu zählten auch die schwachen Renditen einer Reihe unserer in China und Südkorea ansässigen Unternehmen. In China/Hongkong wurden Positionen wie Alibaba und A-Living durch die jüngsten Interventionen der chinesischen Regierung in verschiedenen Branchengruppen negativ beeinflusst. Eine der südkoreanischen Beteiligungen des Teilfonds, LG Corp, wurde aufgrund von Batterierückrufen bei ihrer Tochtergesellschaft LG Chem etwas zurückgeworfen. Die Ergebnisse von Automobilzulieferern wie Autoliv und Hyundai Mobis sowie von Chemieunternehmen wie BASF und Kuraray werden nach wie vor durch Lieferunterbrechungen beeinträchtigt, obgleich die Aktienrenditen im Berichtszeitraum stabil blieben. Industrieunternehmen wie 3M, Safran und Trelleborg hatten kurzfristig mit Gegenwind durch den Anstieg der Delta-Variante und deren Auswirkungen auf das globale Wirtschaftswachstum zu kämpfen. Rubis, das französische Gasversorgungsunternehmen, sah sich mit einer leichten Schwäche in seine Gasversorgungssparte in der Karibik konfrontiert, die zum Teil auf die COVID-Maßnahmen und eine Verlangsamung des Tourismus zurückzuführen war. Darüber hinaus spielte die anhaltende Untergewichtung der Teilfonds in Japan eine Rolle bei der relativen Underperformance der Teilfonds, da japanische Aktien im Allgemeinen im Berichtszeitraum gut abschnitten.

Wie Sie zweifellos wissen, haben die jüngsten und überraschenden Interventionen der chinesischen Regierung zu steigender Unsicherheit und Volatilität bei chinesischen Aktien geführt und insbesondere bei westlichen Anlegern reale Ängste geschürt. Einige prominente Marktbeobachter stellen inzwischen sogar in Frage, ob China in Anbetracht dieser Maßnahmen investierbar ist. Wir nehmen diese schwerwiegenden Maßnahmen der chinesischen Regierung nicht auf die leichte Schulter. Darüber hinaus sind wir nicht so naiv zu glauben, dass Investitionen in China nicht mit zusätzlichen Risiken verbunden sind, die über die geschäftlichen oder wirtschaftlichen Risiken hinausgehen. Für Leute wie uns, die die Welt nach den immer seltener werdenden Fehlbewertungen an den Aktienmärkten absuchen, bieten die kurzfristigen Turbulenzen in China jedoch eine Gelegenheit, einen begrenzten Teil des Vermögens der Teilfonds in Unternehmen zu investieren, die wir für großartig halten, und das zu Preisen, die wir selten zu sehen bekommen. Seien Sie versichert, dass wir bei unseren Käufen äußerst preissensitiv vorgegangen sind, einen höheren Abschlag von unseren Schätzungen ihres intrinsischen Wertes verlangt und das Engagement der Teilfonds nach Emissionen diversifiziert haben. Nach gründlicher und sorgfältiger Prüfung sind wir der Ansicht, dass die Preise, die die Teilfonds in der begrenzten Gruppe chinesischer Unternehmen, in die sie investiert sind, erzielt haben, die Teilfonds mehr als angemessen für die eingegangenen Risiken entschädigen. Zum 30. September waren zwischen 6,2 % und 8,7 % des Gesamtvermögens der Teilfonds in Aktien aus China und Hongkong (einschließlich in Form von in den USA notierten ADRs) investiert. Wir sind bestrebt, in diesen beiden Ländern vorerst innerhalb einer Spanne von 5 % bis 10 % (zu Kosten) zu bleiben.[5]

Wir teilen nicht die Ansicht, dass die chinesische Regierung darauf aus ist, das Wirtschaftswunder des letzten Vierteljahrhunderts zu zerstören, das mehr als 800 Millionen Menschen aus bitterer Armut befreit und für die politische Stabilität gesorgt hat, die für die chinesische Führung sicherlich immer noch im Vordergrund steht. Wir glauben, dass dies insbesondere für viele der innovativsten und am schnellsten wachsenden Technologieunternehmen Chinas gilt. Wir glauben, dass die Cloud-Computing-, Fintech- und Social-Media-Fähigkeiten von Alibaba und Tencent sowie die Innovationen von Baidu im Bereich der künstlichen Intelligenz und des autonomen Fahrens für die Zukunft Chinas von strategischer Bedeutung sind, und wir sind weiterhin optimistisch, dass diese Unternehmen und die Regierung in der Lage sein werden, ein Gleichgewicht zwischen der Schaffung der notwendigen Anreize für fortgesetzte Innovationen und dem Ziel der Regierung, ein nachhaltiges und sozial verantwortliches Wachstum zu erreichen, zu finden. Nebenbei bemerkt hat uns auch die Tatsache ermutigt, dass das Daily Journal, ein Unternehmen, dessen Vorsitzender Charlie Munger, Warren

[5] *Unsere Einschätzung der angemessenen Allokation des Gesamtvermögens eines Teilfonds auf Positionen in Wertpapieren chinesischer und Hongkonger Emittenten kann sich zu jedem Zeitpunkt ändern und kann höher oder niedriger ausfallen als die Spanne, die wir derzeit im aktuellen Umfeld anstreben.*

Buffets Partner bei Berkshire Hathaway, ist, zu Beginn des Jahres eine bedeutende Position in Alibaba aufgebaut und diese Position im dritten Quartal deutlich ausgebaut hat.

***Portfolioaktivität***

*Bitte beachten Sie, dass die einzelnen hier besprochenen Unternehmen während des Geschäftsjahres bis zum 30. September 2021 in einem oder mehreren der Teilfonds gehalten wurden, aber nicht unbedingt in allen drei Teilfonds. Die jeweiligen Beteiligungen der einzelnen Teilfonds an diesen Unternehmen zum 30. September 2021 entnehmen Sie bitte der Aufstellung der Anlagen im Jahresbericht.*

Trotz steigender Bewertungen sind wir weiterhin sehr aktiv bei der Aufstockung und Bereinigung der Anlagefelder der Teilfonds. In den letzten zwölf Monaten haben wir zahlreiche Aktien entdeckt, die wir für unterbewertet halten, insbesondere in Europa und den Schwellenländern, aber auch in den USA. Im Berichtszeitraum haben wir eine Reihe neuer Positionen aufgebaut und viele weiter ergänzt, darunter Industrias Bachoco, das mexikanische Geflügelunternehmen; FMC, das US-amerikanische Agrar- und Chemieunternehmen; Kemira Oyj, das finnische Unternehmen für Wasserchemie; Tencent, das dominierende chinesische Unternehmen für soziale Medien und Glücksspiele; Uni-President, das chinesische Unternehmen für Instantnudeln und Getränke; Norma Group, der deutsche Hersteller von industriellen Verbindungs- und Fluid-Handling-Produkten; Taikisha LTD und Takasago Thermal Engineering, Unternehmen für Klimatisierungssysteme, und Transcosmos, Callcenter- und Datenverarbeitungsunternehmen, alle mit Sitz in Japan; Vivo Energy, der britische Erdölhändler mit bedeutenden Aktivitäten in Afrika; Chow Sang Sang Holdings, der Schmuckhändler mit Sitz in Hongkong; LG Corp, der koreanische Mischkonzern; Okamoto Industries, der japanische Hersteller von Gummiprodukten; Rubis, der französische Gasversorger; Dali Foods, das chinesische Unternehmen für Getränke und Snacks; und, gegen Ende des Berichtszeitraums, Rheinmetall, das deutsche Unternehmen für Verteidigungssysteme und Automobilkomponenten. Alle diese Unternehmen wurden zum Zeitpunkt des Erwerbs mit erheblichen Abschlägen gegenüber unseren konservativen Schätzungen des intrinsischen Wertes gehandelt, waren finanziell robust und hatten unserer Ansicht nach gute Aussichten auf künftiges Wachstum. Um Platz für die neuen Akquisitionen und Ergänzungen zu schaffen, haben wir eine Reihe von Positionen aufgelöst und reduziert, darunter Bangkok Bank, Coltene Holdings, Heineken, Novartis, Roche, Alphabet, Johnson & Johnson, Standard Chartered, Trelleborg, AbbVie und eine ganze Reihe weiterer Unternehmen.

***Beispiele neu eingerichteter Portfoliopositionen***

**Industrias Bachoco** *(alle Teilfonds)*

Das 1952 gegründete mexikanische Geflügelunternehmen Industrias Bachoco ist ein Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von rund 2 Mrd. US-Dollar, welches Geflügelproduktions- und -vertriebsanlagen vor allem in Mexiko betreibt, wo es Hühner züchtet, verarbeitet und vermarktet, was den überwiegenden Teil seines Umsatzes ausmacht. Es ist der größte Hühner- und der zweitgrößte Eierproduzent in Mexiko mit einem Marktanteil von 35 % bzw. 5 %. Obwohl das Hühnerfleischgeschäft notorisch zyklisch ist und die Rentabilität von Jahr zu Jahr aufgrund der Volatilität der Hühnerpreise stark schwankt, wächst das Volumen des Unternehmens stetig, und selbst in den schlechtesten Jahren hat das Unternehmen kein Geld verloren.

In den letzten zehn Jahren konnte das Unternehmen seinen materiellen Buchwert pro Aktie, einschließlich der Dividenden, um 11,5 % pro Jahr steigern. Zum Zeitpunkt des Kaufs verfügte Bachoco über eine Nettoliquidität, die mehr als 40 % der Marktkapitalisierung ausmachte, und wurde mit dem 8-fachen des aktuellen KGV, dem 6-fachen des normalisierten EBIT, etwa dem materiellen Buchwert und einer Dividendenrendite von etwas unter 2 % gehandelt. Außerdem wies es eine normalisierte Eigentümer-Gewinnrendite von über 12 % auf. Im August wurde das in den USA ansässige Geflügelunternehmen Sanderson Farms von einem Joint-Venture-Unternehmen im Besitz von Cargill/Continental Grain in einer 100%igen Bartransaktion übernommen. Abgesehen von den unterschiedlichen geografischen Standorten sind Sanderson und Bachoco direkt vergleichbare Geflügelunternehmen mit ähnlichen langfristigen Ergebnissen. Zieht man den Wert von Bachoco mit denselben Kennzahlen heran, die für Sanderson gezahlt wurden, ergibt sich ein geschätzter intrinsischer Wert für Bachoco, der mehr als doppelt so hoch ist wie der Durchschnittspreis, den die Teilfonds für ihre Aktien bezahlt haben.

**FMC Corp.** *(Internationaler Wert (Euro), Internationaler Wert (CHF))*

FMC Corp. ist Anbieter von Pflanzenschutzmittel für die Landwirtschaft. Pflanzenschutzmittel schützen die Felder der Landwirte vor Insekten, Pilzen und Unkraut, wodurch sie ihre Ernteerträge steigern können. Daher sind die Landwirte mehr als bereit, einen Preisaufschlag für wirksame Produkte zu zahlen. Ähnlich wie Pharmaunternehmen sind auch Pflanzenschutzmittel nicht selten „patentiert", was ihnen Preissetzungsmacht verleiht. Hinzu kommt, dass die Entwicklungszeit und die Investitionen in Verbindung mit der Bewältigung des Regulierungsprozesses in einer Vielzahl von Rechtsordnungen und dem anschließenden Vertrieb in großem Maßstab immense Hindernisse für den Eintritt in die Branche darstellen. Kleinere Unternehmen können vielleicht Wirkstoffe erforschen, aber es wird schwierig für sie, wenn es um ihre Vermarktung geht. In Anbetracht all dessen konnte FMC eine hohe Kapitalrendite erzielen und war mit einer EBITDA-Marge von 27 % und einer Eigenkapitalrendite von 25 % für das Jahr 2020 ein sehr rentables Unternehmen.

FMC ist geografisch und nach Anbauprodukten diversifiziert aufgestellt, was das Geschäft weniger zyklisch machen dürfte. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen unserer Ansicht nach über eine sehr gute Produkt-Pipeline und strebt bis 2023 ein jährliches Umsatzwachstum von 5 % bis 7 % sowie ein jährliches EBITDA-Wachstum von 7 % bis 9 % an. Zudem hat das Unternehmen in letzter Zeit einige Insiderkäufe durch seinen CEO und CFO getätigt.

Obwohl FMC einem gewissen ESG-Risiko ausgesetzt sein könnte, das mit zunehmenden Vorschriften verbunden ist, die bestimmte chemische Pflanzenschutzmittel aufgrund ihrer Umweltauswirkungen verbieten, halten wir es für unwahrscheinlich, dass dieses Risiko erheblich sein wird. Bislang hat FMC von dieser Dynamik sogar profitiert. Viele ältere Pflanzenschutzmittel, insbesondere bestimmte Insektizide, haben ein breites Wirkungsspektrum und können für die Umwelt sehr giftig sein, da sie sich auf alles auswirken, mit dem sie in Kontakt kommen. Infolgedessen verbieten die Regulierungsbehörden zunehmend den Einsatz der älteren, schädlicheren Chemikalien. Im Gegensatz dazu stellt FMC viele "gezielte" Pflanzenschutzmittel her, die nur auf die „gezielten" Schädlinge einwirken und daher eine geringere Umweltbelastung aufweisen. Dadurch konnten neue Produkte den älteren, giftigeren Produkten, die verboten wurden, Marktanteile abnehmen, so dass es FMC gelang, nahezu doppelt so schnell wie die Branche zu wachsen. In dieser Hinsicht hat die Sorge um die Umweltauswirkungen unsere Bewertung nicht negativ beeinflusst, sondern uns sogar veranlasst, die Kennzahlen zu erhöhen, die wir zur Schätzung des intrinsischen Wertes des Unternehmens verwendet haben. Wir haben FMC mit dem 13- bis 14-fachen des Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis bewertet, obwohl es in letzter Zeit eine Reihe vergleichbarer Akquisitionen in der Branche mit Kennzahlen im mittleren bis hohen zweistelligen Bereich gegeben hat. Zum Zeitpunkt des Kaufs wurde das Unternehmen mit dem 10,5-fachen des für 2022 geschätzten EBITDA und einer relativ niedrigen Gewinnkennzahl (12,2 x geschätztes EPS für 2022) gehandelt, was zum Teil auf die niedrige Steuerquote zurückzuführen ist. Darüber hinaus wies das Unternehmen eine „Eigentümer-Gewinnrendite" (Nettobetriebsgewinn nach Steuern/Unternehmenswert) von etwa 7,6 % aus.

**Kemira Oyj** *(Global High Dividend Value Fund)*

Kemira wurde 1920 gegründet und hat seinen Sitz in Helsinki, Finnland. Das Unternehmen ist ein weltweit führender Anbieter von Chemikalien für wasserintensive Industrien. Die Produkte von Kemira versetzen die Kunden des Unternehmens in die Lage, die Produktqualität zu verbessern und gleichzeitig Vorteile für die Umwelt zu erzielen, wie z. B. einen geringeren Wasserverbrauch, saubereres Trinkwasser, die Aufbereitung von Abwasser zur sicheren Wiederverwendung oder zur Einleitung in die Natur, die Verringerung von CO2-Emissionen und eine verbesserte Recyclingfähigkeit (Ersatz von Kunststoffen durch Papier). Die Kunden von Kemira stammen in der Regel aus Branchen, die große Mengen an Wasser verbrauchen, darunter Zellstoff- und Papierfabriken, kommunale Wassersysteme, Brauereien, Weinkellereien, Industrieunternehmen, Bergwerksbetreiber sowie vor- und nachgelagerte Öl- und Gasunternehmen.

Kemira erwirtschaftet 80 % seines Umsatzes in vier zentralen Produktkategorien: Bleichen und Zellstoff (25 % des Umsatzes), Schlichten und Festigkeit (15 %), Koagulierungsmittel (20 %) und Polymere (20 %). Diese Produkte werden in 69 Produktionsstätten weltweit hergestellt. Ein wichtiges und wertvolles Charakteristikum

des Unternehmens ist die Nähe der Kunden zum Produktionsstandort. Da diese Chemikalien einen hohen Wassergehalt aufweisen, sind sie schwer und damit teuer im Transport über weite Strecken. Ein regionaler Kostenwettbewerbsvorteil liegt also vor, wenn eine Produktionsstätte räumlich näher am Endkunden liegt.

Zu den weiteren attraktiven Merkmalen zählten beim Kauf eine solide Bilanz (~1,5-fache Nettoverschuldung im Verhältnis zum EBITDA), eine überdurchschnittliche Dividendenrendite (~4,3 %) und erhebliche Insiderkäufe durch sachkundige Insider, darunter der CEO und der Vorstandsvorsitzende (52 Millionen Euro zu einem Durchschnittspreis von 13,89 Euro pro Aktie). Bei einem durchschnittlichen Kaufpreis von ca. 13,50 € pro Aktie haben wir das 7-fache des EBITDA und das 14-fache des KGV bezahlt. Eine sorgfältige Überprüfung von acht vorangegangenen M&A-Transaktionen hat ergeben, dass strategische und finanzielle Käufer für den Erwerb von Unternehmen, die mit Kemira vergleichbar sind, durchschnittlich das 10-fache des EBITDA bezahlt haben. Bei einem 9- bis 10-fachen EBITDA wäre Kemira 17 bis 20 Euro pro Aktie wert.

### *Schlussgedanken*

Die Erholung der Technologiewerte in den letzten Monaten könnte dazu führen, dass man sich fragt, ob die Hinwendung des Marktes zu wertorientierteren Titeln, die im letzten Herbst mit den Ankündigungen von Impfstoffen begann, tatsächlich von Dauer sein wird. Die Renaissance von Value ist unseres Erachtens längst überfällig.

Unser ehemaliger Partner Chris Browne sagte immer, dass die Wendepunkte an den Aktienmärkten oft dann eintreten, wenn hohe Aktienbewertungen mit einem schweren makroökonomischen Schock konfrontiert werden. Wir glauben, dass wir uns heute inmitten eines solchen Szenarios befinden könnten, da die hohen liquiditätsbedingten Aktienbewertungen der letzten Jahre mit einer globalen Gesundheitspandemie kollidieren. Der plötzliche Stillstand und Neustart der Weltwirtschaft ist ein makroökonomischer Schock, wie wir ihn noch nie erlebt haben.

Ist das kurzfristige weltwirtschaftliche Umfeld womöglich mit der Stagflation der 1970er Jahre vergleichbar, die unsere Wirtschaft erfasste und durch ein Ölembargo ausgelöst wurde, sodass die Ölpreise über Nacht um knapp das Vierfache in die Höhe schnellten?

Das kann man natürlich nicht wissen, aber aus den oben genannten Gründen ist es für Anleger nicht der richtige Zeitpunkt, sich zufrieden zurückzulehnen.

Vielleicht erweist sich das Schreckgespenst einer sich beschleunigenden Inflation und der daraus resultierende Schaden, den eine solche Teuerung in unserer Wirtschaft anrichten könnte, als der Auslöser für eine Abkehr von der Nullzinspolitik, und die dringend benötigte Preisdisziplin auf unseren Kapitalmärkten stellt sich wieder ein. Die damit verbundene Herausforderung für die Bewertung von Risikoanlagen ist vielleicht kurzfristig nicht unbedingt das, was die Anleger wollen, aber langfristig könnte es genau das sein, was Value-Anleger brauchen.

Wir danken Ihnen, dass Sie mit uns investieren. Bleiben Sie gesund.

Mit freundlichen Grüßen

---

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

*Anlageausschuss*
Tweedy, Browne Company LLC

**Literatur**

The Editorial Board (16. Mai 2021) The Rise of Inflationary Expectations. The Wall Street Journal.

Guilford, Gwynn (16. Oktober 2021) Accelerating Inflation Spreads Through the Economy. The Wall Street Journal.

(6. November 2021) Bond Traders Stir. The Economist.

The Editorial Board (13. Oktober 2021) The Inflation Tax Rises. The Wall Street Journal.

Jakab, Spencer (26. Oktober 2021) Inflation Could Mean Value Stocks' Time to Shine. The Wall Street Journal.

Lahart, Justin (12. November 2021) Labor Market Has No Slack in Sight. The Wall Street Journal.

(9. November 2021) China's Inflation Risks Build as Producers Pass on Costs. Bloomberg News.

Migliaccio, Alessandra (29. Juli 2021) German Inflation Jumps to Highest in More Than a Decade. Bloomberg.com.

Galston, William A. (16. November 2021) Strap Yourself In: Inflation Isn't Going Away. The Wall Street Journal.

Walker, William N. (24. März 2021) The Coming Demand Surge Brings Back Memories of 1970s Inflation. The Wall Street Journal.

Hilsenrath, Jon (11. Juni 2021) When Americans Took to the Streets Over Inflation. The Wall Street Journal.

Greenwood, John & Hanke, Steve H. (20.Juli 2021) Too Much Money Portends High Inflation. The Wall Street Journal.

Gates, Bill (2021) How to Avoid a Climate Disaster: The Solutions We Have and the Breakthroughs We Need. Alfred A. Knopf, New York

Athanassakos, George & Barel, Reyer (28. September 2021) What if inflation is here to stay? Think value stocks. The Globe and Mail.

Brown, Randy (13. September 2021) Retiring Boomers Could Drive An Inflation Shift. Forbes.

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

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

Derzeitige und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Anlagen in ausländischen Wertpapieren beinhalten zusätzliche Risiken wie etwa Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Standards der Rechnungslegung und Finanzberichterstattung, unterschiedliche Aufsichtsrechte sowie unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in diversen Ländern. Zudem sind die Wertpapiere kleinerer Unternehmen tendenziell volatiler als die Wertpapiere größerer Unternehmen. Ereignisse höherer Gewalt wie Pandemien im Zeichen politischer Umwälzungen und Naturkatastrophen erhöhen wahrscheinlich die inhärenten Risiken von Anlagen und können umfassende negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und die Konjunktur im Allgemeinen haben. Das Wertanlegen beinhaltet das Risiko, dass der Markt den inneren Wert eines Wertpapiers lange Zeit nicht erkennt oder 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. Risikostreuung garantiert keinen Gewinn und schützt in einem allgemein einbrechenden Markt nicht vor Verlusten.

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

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

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

Aktien und Anleihen sind unterschiedlichen Risiken ausgesetzt. In der Regel unterliegen Aktien größeren Preisschwankungen und höherer Volatilität als Anleihen und können erheblich im Wert zurückgehen als Reaktion auf Beeinträchtigungen bei den Emittenten, in der Politik, im Aufsichtsrecht, am Markt oder in der Wirtschaft. 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.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist ein Vergleich des Schlusskurses der Aktien eines Unternehmens und seines Gewinns pro Aktie in den letzten 12 Monaten davor. Das Forward-Kurs-Gewinn-Verhältnis ist das Verhältnis des Aktienkurses eines Unternehmens zu seinem geschätzten zukünftigen Gewinn pro Aktie. Der Unternehmenswert 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 (EBIT) ist eine Kennzahl zur Ertragsfähigkeit eines Unternehmens, die aus dem Umsatzerlös abzüglich Aufwendungen ohne Steuern und Zinsen berechnet wird. Erträge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert (EBITA) dient als Kennzahl für die betriebliche Ertragsfähigkeit eines Unternehmens (EBIT + Zinsaufwand + Abschreibungsaufwand). Die Kapitalrendite (ROE) ist eine Kennzahl der finanziellen Wertentwicklung, die errechnet wird, indem man die Nettoerträge durch das Eigenkapital teilt. Das Shiller Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE)-Verhältnis ist eine Bewertungskennzahl, die den Preis geteilt durch den Durchschnitt der zehnjährigen, inflationsbereinigten Gewinne misst.

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

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

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