Geometrische Progressionen formen schließlich ihre eigenen Anker.

-Warren Buffett

An unsere Anleger:

Wir hoffen, dass es Ihnen allen gut geht und dass Sie diese scheinbar endlose Pandemie so gut wie möglich meistern. Mit der weltweiten Einführung von Impfstoffen scheint es tatsächlich Licht am Ende eines sehr dunklen und tragischen Tunnels zu geben.

Auch wenn wir unser Geschäft und die Teilfonds im letzten Jahr sehr effektiv, aber grösstenteils aus der Ferne verwaltet haben, halten wir es für wichtig, dass wir ins Büro zurückkehren, wenn es vertretbar ist. Die persönliche Zusammenarbeit ist ein wesentlicher Bestandteil unseres Anlageprozesses und der gesamten Unternehmenskultur.

Wie Sie vermutlich wissen, hat die Biden-Administration angekündigt, dass ab dem 1. Mai berechtigte Erwachsene, die sich gegen COVID-19 impfen lassen wollen, qualifiziert sind und Zugang zu den Impfstoffen haben werden. Wenn die Fallzahlen zurückgehen und sich immer mehr Menschen impfen lassen, hoffen wir, dass sich die meisten unserer Mitarbeiter wohler fühlen werden, wenn sie ins Büro zurückkehren. Natürlich möchten wir auf die Situation und das Wohlbefinden eines Jeden Rücksicht nehmen.

Wir werden weiterhin unsere Pläne für den Herbst evaluieren, doch wenn es die Umstände zulassen und wir uns alle sicher fühlen, sind wir zuversichtlich, dass wir irgendwann im Frühherbst in der Lage sein werden, vollständig geöffnet zu haben.

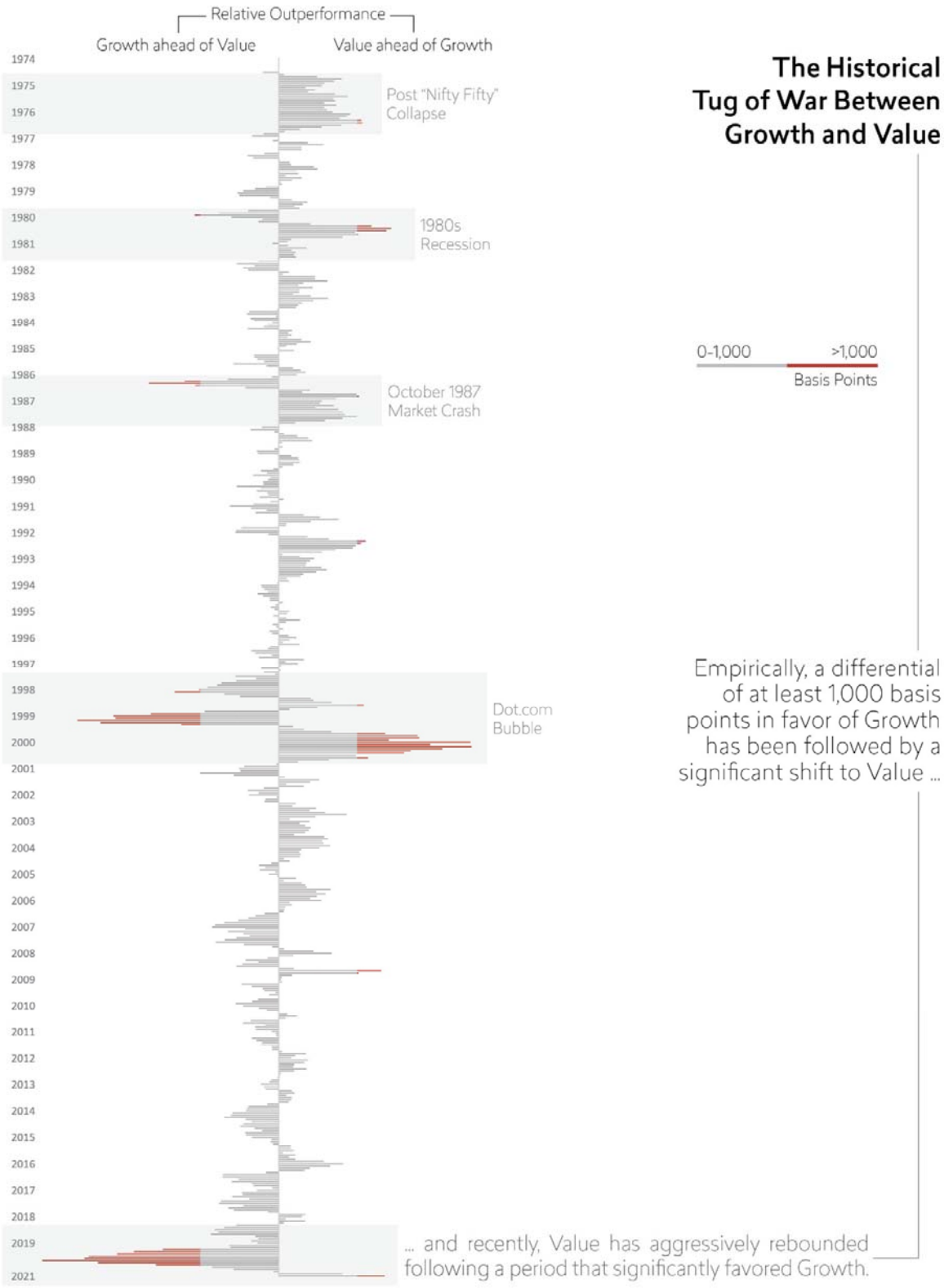
* * *

Wie wir in unserem Brief an die Anteilinhaber im letzten Herbst schrieben, haben wir selten einen solchen Aufstieg eines Phönix aus der Asche gesehen wie an den Kapitalmärkten seit dem Tiefpunkt der Pandemie im März letzten Jahres. Dieser Phönix hat in den letzten sechs Monaten sogar noch an Momentum gewonnen, da Impfstoffe und zusätzliche Stimulierungsmassnahmen dazu beitrugen, breite Marktindizes wie den S&P 500, den MSCI World Index und den MSCI EAFE Index auf Allzeithochs zu befördern.

Auch wenn die Widerstandsfähigkeit unserer Kapitalmärkte unverändert ist, vollzog die Marktführung an den Aktienmärkten ab November letzten Jahres eine ziemlich abrupte Kehrtwende, als die Ankündigung von Impfstoffen eine kräftige Rallye bei Value-Aktien auslöste, die bis heute anhält. Value-orientierte Wertpapiere, die zum Teil aus konjunktursensibleren Unternehmen bestehen, haben in der Vergangenheit bei einer robusten wirtschaftlichen Erholung oft vergleichsweise besser abgeschnitten als ihre Wachstums-Pendants. Viele Marktbeobachter erwarten eine diesbezügliche Erholung aufgrund der Einführung des Impfstoffs in diesem Jahr. Auch die internationalen Aktien, die den grössten Teil des letzten Jahrzehnts hinter den US-Aktien

zurückgeblieben sind, erwachten aus ihrem Dornröschenschlaf und übertrafen in den letzten beiden Quartalen ihre US-Pendants. Man kann nicht umhin, sich zu fragen, ob diese jüngsten Ergebnisse den Beginn einer nachhaltigen Rotation von allem, was mit Technologie zu tun hat, hin zu mehr Value- und international orientierten Wertpapieren andeuten. Das ist längst überfällig.

Viele Marktbeobachter sind der Meinung, dass bis zum Ende des letzten Jahres Value im Vergleich zu Growth in seiner langen Geschichte noch nie so günstig war. Und die Technologie war noch nie so im Aufwind, ausser vielleicht im Jahr 2000. Wenn dieses Ungleichgewicht der Renditen zwischen Growth und Value extrem geworden war, signalisierte dies zumindest in der Vergangenheit oft eine schnelle Umkehr. Werfen Sie einen Blick auf die folgende Grafik mit dem Titel „*Das historische Tauziehen zwischen Growth und Value*“, und Sie werden feststellen, dass empirisch gesehen seit den 70er Jahren, als die Wachstumsrenditen die Renditen von Value-Aktien um 1.000 Basispunkte oder mehr übertrafen, eine abrupte Kehrtwende zugunsten von Value folgte. Und genau dort lagen Ende 2020 die Renditen von Growth und Value. Zum Ende des Kalenderjahres übertrafen die Renditen der Growth-Titel in den vorausgegangenen 12 Monaten die der Value-Titel um rund 3.500 Basispunkte, was möglicherweise die Voraussetzungen für eine Umkehrung der Trends schafft, die in diesem Moment stattfinden könnte.



Source: MSCI Inc. | 12/31/1974-03/31/2021 | Chart illustrates the monthly difference in rolling six-month returns of the MSCI World Value and MSCI World Growth Indexes (local currencies). Bars to the right of center reflect periods when the MSCI World Value Index was ahead of the MSCI World Growth Index; bars to the left reflect periods when Growth was ahead of Value.

In Anbetracht der spekulativen Euphorie an den Märkten, insbesondere im Bereich der Technologie, vertrauen wir auf die Unternehmen, an denen die Teilfonds beteiligt sind, die sich (unserer Ansicht nach) grösstenteils in einer starken Finanz- und Wettbewerbsposition befinden, die Aussichten auf zukünftiges Wachstum haben und, was am wichtigsten ist, einen Sicherheitenwert besitzen, der die Preise, die die Teilfonds für ihre Aktien gezahlt haben, rechtfertigt. In einem Artikel im Wall Street Journal vor ein paar Monaten mit dem Titel *„What We Already Know About Investing in 2021“* beschrieb Jason Zweig die Versuchung der Anleger, dem hinterher zu jagen, was gerade „hot“ ist, und zitierte Warren Buffett, der das Risiko, das mit überhöhten Bewertungen verbunden ist, so charakterisierte: „Geometrische Progressionen formen schliesslich ihre eigenen Anker.“ Sollte es im kommenden Jahr zu einer starken, durch Impfungen ausgelösten wirtschaftlichen Erholung kommen, bleiben wir zuversichtlich und hoffen, dass die Unternehmen, die sich im Besitz der Teilfonds befinden, in ihrer Gesamtheit nicht von solchen Ankern gebremst werden. Dies kann man vielleicht nicht von vielen Technologieunternehmen behaupten, die von dem profitiert haben, was manche als irrationale Euphorie bezeichnen würde. Wir werden sehen.

Wertentwicklung

Wie unser Kollege und Mitglied des Investmentkomitees Roger de Bree gesagt hat, ging es im letzten Jahr nicht so sehr um Value gegenüber Growth, sondern vielmehr um Big Tech und alles andere, so dass mehrere hoch angesehene wertorientierte Vermögensverwalter in letzter Zeit das Handtuch geworfen haben, da sie mit großen Vermögens- und Rentabilitätseinbussen konfrontiert waren. Bis zum vierten Quartal des vergangenen Jahres war die Performance-Lücke zwischen den groben Bewertungen von Value- und Growth-Aktien noch nie so gross gewesen, doch im November änderte sich das, als Value-orientierte Titel einen ihrer besten Performance-Monate in der Geschichte verzeichneten. Seitdem geht es hauptsächlich um Value.

In einer Zeit, die manche als den Beginn einer möglichen Wachablösung betrachten, enttäuschten die Tweedy, Browne Value Funds nicht und erzielten starke absolute und relative Renditen. In den letzten beiden Quartalen erzielten alle drei Tweedy, Browne Value Funds kumulativ Renditen von rund 20 % oder mehr und übertrafen ihre Vergleichsindizes um 141 bis zu 371 Basispunkte. Sie übertrafen die wachstumsorientierten Indizes sogar noch um einiges deutlicher.

Nachfolgend finden Sie die Performance-Historie für alle drei Teilfonds, einschliesslich der Vergleiche mit den relevanten Referenzindizes.

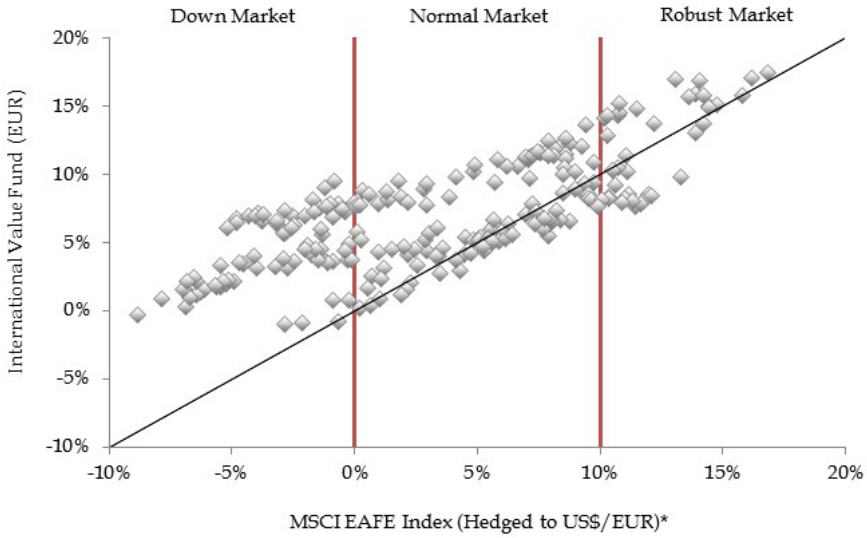
		Performance bis 31. März 2021 Annualisiert bei Zeiträumen von über 1 Jahr			
	6 Monate bis 31. März 2021	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Seit Auflegung
Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*† *(Auflegung 31.10.96)*	23,27%	33,61%	7,43%	6,86%	8,06%
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR)	**19,56**	**36,16**	**8,23**	**6,97**	**5,20**
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	**19,81**	**34,97**	**8,18**	**7,53**	**5,24**
Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)* *(Auflegung 31.10.96)*	22,58%	32,56%	6,35%	5,44%	6,45%
MSCI EAFE Index (Hedged to CHF)	**19,70**	**36,08**	**7,92**	**6,47**	**4,12**
MSCI EAFE Index (in CHF)	**23,01**	**40,62**	**8,47**	**5,82**	**3,84**
Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund* *(Auflegung 01.06.07)*	20,04%	26,78%	7,26%	6,35%	3,89%
MSCI World Index (abgesichert gegen Euro)	**18,63**	**48,95**	**11,52**	**9,64**	**5,30**
MSCI World Index (in Euro)	**19,30**	**43,80**	**12,66**	**11,97**	**7,23**

** 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.*

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)
Durchschnittliche rollierende Fünfjahresrendite (pro Monat berechnet) (netto)
31. Oktober 1996 bis 31. März 2021

Von 234 Fünfjahresmessperioden schlug der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) 172-mal bzw. 74% der Messperioden.



	Durchschnitt der oben angegebenen Renditen	
	Teilfonds	Referenzindex
Baisse (unter 0 %) – 77 Perioden **Teilfonds schlug Index in 99% der Perioden**	4,34%	-3,23%
Normaler Markt (0%-10%) – 118 Perioden **Teilfonds schlug Index in 68% der Perioden**	7,17%	5,31%
Hausse (über 10%) – 39 Perioden **Teilfonds schlug Index in 51% der Perioden**	12,25%	12,24%

Das vorstehende Diagramm veranschaulicht die rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite (pro Monat berechnet) des Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) («Teilfonds») seit der Auflegung des Teilfonds (31. Oktober 1996) im Vergleich zur rollierenden durchschnittlichen Fünfjahresrendite seines Referenzindex («Index»), des MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/Euro) («Index»). Die horizontale Achse bildet die Rendite des Index ab, die vertikale Achse die Rendite des Teilfonds. Die diagonale Achse ist die Grenzlinie zwischen dem Zeitraum der Überschussrendite und dem Zeitraum der Minderrendite. Diagrammpunkte über der diagonalen Achse zeigen eine relative Überschussrendite des Teilfonds, die Punkte unterhalb der diagonalen Achse eine relative Minderrendite. Die jeweilige Rendite wurde für drei unterschiedliche Marktumfelder berechnet: eine «Baisse» (Index-Rendite unter 0 %), einen «normalen Markt» (Index-Rendite zwischen 0 % und 10 %) und eine «Hausse» (Index-Rendite über 10 %). Zwischen dem 31. Oktober 1996 und dem 30. September 2020 lagen 228 rollierende durchschnittliche Renditeperioden. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.*

**Abbildung der Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (abgesichert gegenüber USD) ab dem 16. Mai 2004 und des MSCI EAFE Index (abgesichert gegenüber EUR) ab dem 17. Mai 2004, die von Tweedy, Browne miteinander verknüpft wurden. Vor dem 17. Mai 2004 lautete der Teilfonds auf USD, und die Anlagen wurden entsprechend gegen den USD abgesichert. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds in EUR geändert, und seine Anlagen wurden gegen EUR gesichert.*

Bewertung von immateriellen Vermögenswerten

Auch wenn es völlig normal ist, dass Value-Aktien von Zeit zu Zeit unterdurchschnittlich abschneiden, war diese jüngste relative Durststrecke für Value-Aktien, die für uns um 2014 begann und bis zum vierten Quartal des letzten Jahres andauerte, deutlich länger als die meisten anderen, und sie veranlasste die Presse und Marktkommentatoren und sogar einige Fachleute, die Wirksamkeit des Ansatzes erneut in Frage zu stellen. Wie wir bereits häufig gegenüber Kunden angemerkt haben, ist dies das dritte Mal in unserer langen Karriere, dass Value für tot erklärt wird. In früheren Perioden, nicht lange nach diesen Aussagen, kam Value immer wieder kräftig zurück. Unserer Ansicht nach ist diese neuere Verunglimpfung von Value zum Teil auf die schlechte relative Performance des Buchwerts als Messgrösse für die Wertbestimmung im letzten Jahrzehnt zurückzuführen. Value-Kritiker würden argumentieren, dass Value-Manager ihre Bewertungsmethoden einfach nicht an die sich verändernde Wirtschaft angepasst haben und die grössere Rolle, die immaterielle Vermögenswerte bei der Bestimmung des inneren Wertes spielen, weitgehend ignoriert haben. Nichts könnte weiter von der Wahrheit entfernt sein, zumindest was die Bewertungsmethodik von Tweedy, Browne anbelangt. Doch sehen wir uns dieses Thema einmal genauer an.

Laut dem Buch *Capitalism Without Capital: The Rise of the Intangible Economy* von Jonathan Haskel und Stian Westlake sind Anlagen definiert als „Dinge, die [a] Geld kosten, [b] von denen eine längerfristige Rendite erwartet wird und, was noch wichtiger ist, die [c] dem Unternehmen, das die Anlage tätigt, eine vernünftige Chance bieten, einen lohnenden Teil der Rendite selbst zu erzielen.“ Heutzutage besteht praktisch Einigkeit darüber, dass sich die Wirtschaft in den letzten Jahrzehnten von „materiellen“ Anlagen in physische Gegenstände (wie z. B. Gebäude, Fabriken, Fahrzeuge und Maschinen) hin zu mehr „immateriellen“ Anlagen (wie z. B. Software-Entwicklung, Produktdesign, Forschung und Entwicklung („F&E"), Mitarbeiterschulung und Markenwerbung) entwickelt hat.

Aus buchhalterischer Sicht werden Ausgaben für Sachanlagen (wie z. B. eine neue Fabrik) über die Zeit verteilt, da die Investition mit hoher Wahrscheinlichkeit einem Unternehmen über einen mehrjährigen Zeitraum zugute kommt. Im Sprachgebrauch der Buchhaltung werden solche Ausgaben für Sachanlagen in der Bilanz als Vermögenswert aktiviert und dann in der Gewinn- und Verlustrechnung über einen mehrjährigen Zeitraum, der der erwarteten Lebensdauer der Sachanlage entspricht, abgeschrieben (als Aufwand verbucht). Demgegenüber werden Ausgaben für immaterielle Anlagen (wie z. B. F&E für potenzielle neue Produkte) in der Regel als laufender Aufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht, obwohl diese Ausgaben im Erfolgsfall einem Unternehmen über einen mehrjährigen Zeitraum zugute kommen können.

Angesichts des Wandels in unserer Wirtschaft von materiellen Anlagen zu mehr immateriellen Anlagen, glauben viele professionelle Investoren, dass die Buchhalter falsch liegen. Sie sind der Meinung, dass die derzeitigen Bilanzierungsgrundsätze antiquiert sind und nicht mehr die heutige wirtschaftliche Realität widerspiegeln. Ihrer Ansicht nach sollten Ausgaben für immaterielle Anlagen aktiviert und im Laufe der Zeit abgeschrieben werden, ähnlich der Behandlung von materiellen Anlagen. So wird argumentiert, dass bei einem schnell wachsenden Unternehmen, das stark in immaterielle Anlagen investiert, das ausgewiesene Vermögen unterbewertet ist, der ausgewiesene Buchwert unterbewertet ist und der ausgewiesene Gewinn unterbewertet ist. Ihrer

Meinung nach sind traditionelle Value-Investing-Strategien, die versuchen, Aktien auf der Grundlage quantitativer Kennzahlen wie einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis oder einem niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnis auszuwählen, ohne wesentliche Anpassungen der ausgewiesenen Bilanzen grundlegend fehlerbehaftet. Die Tatsache, dass der Value-Investor den inhärenten Wert von immateriellen Vermögenswerten nicht angemessen anerkennt, hat dazu geführt, dass diese Strategie in den letzten Jahren unterdurchschnittlich abgeschnitten hat.

Zur Klarstellung: Tweedy, Browne kauft eine Aktie nicht ausschliesslich auf der Grundlage irgendwelcher routinemässiger quantitativer Kennzahlen. Auch wenn unser Due-Diligence-Prozess in der Regel mit einem quantitativ preisgünstigen Wertpapier auf der Grundlage eines Gewinnmassstabs beginnt, ist unserer Ansicht nach die statistische Preisgünstigkeit für sich genommen kein ausreichender Grund für den Kauf einer Aktie. Im Übrigen teilen wir die Auffassung, dass der Buchwert als Bewertungsanker im Laufe der Zeit an Relevanz verloren hat, da der langfristige Trend zu einer anlagenintensiveren, häufig dienstleistungsbasierten globalen Wirtschaft geht. Heutzutage erachten wir den Buchwert nur bei einer kleinen Untergruppe von Branchen als überaus hilfreich für die Bewertung, nämlich bei Banken und Versicherungen.

Als Value-Anleger sind wir bemüht, Wertpapiere für die Portfolios der Teilfonds mit grossen Abschlägen im Vergleich zu unseren Schätzungen des zugrunde liegenden inneren Wertes zu erwerben. Unsere Schätzungen des inneren Wertes beruhen in erster Linie auf der Beobachtung von Gewinnmultiplikatoren (Erwerber-Multiplikatoren), die in realen M&A-Transaktionen für ähnliche Unternehmen gezahlt werden. Dieser Einsatz von Buyout-Multiples bei Tweedy, Browne geht auf die Mitte der 1970er Jahre zurück, als die das Unternehmen mit einer Reihe der damaligen LBO-Titanen Geschäfte machte, und setzt sich bis heute fort. Unserer Meinung nach beziehen die Käufer in diesen vorangegangenen M&A-Transaktionen den Wert der immateriellen Vermögenswerte des Zielunternehmens in der Regel vollständig mit ein, wenn dies sinnvoll ist. Mit anderen Worten, die gezahlten Multiplikatoren spiegeln den Wert von immateriellen Ausgaben für die Kapitalanlage vollständig wider, die zwar den kurzfristigen ausgewiesenen Gewinn reduzieren, aber einen mehrjährigen Gewinnvorteil bieten.

Auch wenn wir glauben, dass die Anpassung zur Aktivierung (Schaffung eines Vermögenswerts) und Abschreibung (Aufwand) von Ausgaben für „immaterielle Anlagen“ über einen Zeitraum von mehreren Jahren zur Korrektur (Erhöhung) des ausgewiesenen Gewinns unter bestimmten Umständen durchaus sinnvoll sein könnte, glauben wir, dass ihre breite Anwendung auch zu Problemen führen könnte. Es gibt praktische Fragen im Zusammenhang mit dem Versuch, genau zu quantifizieren, welche Ausgaben als immaterielle Aufwendungen gelten sollen. Während (F&E-)Ausgaben direkt ausgewiesen werden können, werden andere Formen von immateriellen Anlagen (z. B. Ausgaben für Mitarbeiterschulungen) in der Regel nicht quantifiziert. Des Weiteren ist der Zeitraum, über den diese Investments verbucht werden sollten, sehr umstritten. Über welchen Zeitraum sollte das Produktdesign einem Unternehmen nutzen? Und schliesslich: Ist es vernünftig anzunehmen, dass die meisten/alle Ausgaben für immaterielle Anlagen über einen mehrjährigen Zeithorizont zu einem zukünftigen wirtschaftlichen Vorteil führen werden? Die breite Aktivierung und Abschreibung von „immateriellen Anlagen“ erscheint uns als eine potenziell gefährliche Extrapolation, die dazu verwendet werden könnte, den Besitz eines hoch bewerteten Wertpapiers zu rationalisieren. In der Tat drehten sich mehrere hochkarätige Buchhaltungsbetrügereien in der Vergangenheit um die aggressive Kapitalisierung von gewöhnlichen Ausgaben, um die Gewinne

aufzublähen (WorldCom ist das prominenteste Beispiel). Wir sind der Meinung, dass die Rechnungslegungsstandards von ihrer Konzeption her konservativ sein sollen. Zudem sind unsere Einschätzungen des zugrunde liegenden inneren Wertes als konservativ zu verstehen. Daher halten wir es nicht für sinnvoll, Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen pauschal umzuschreiben, um die Ausgaben für immaterielle Anlagen zu bereinigen.

Dessen ungeachtet gibt es eine Handvoll Situationen, in denen eine Bereinigung des ausgewiesenen Ergebnisses um immaterielle Anlagen intuitiv ansprechender ist. Ein Beispiel dafür ist ein wirklich dominantes, breit aufgestelltes Plattformunternehmen, das sowohl von Netzwerkeffekten als auch von Grössenvorteilen profitiert. Auch wenn solche Geschäfte selten sind, so gibt es doch Beispiele, bei denen hohe Fixkosten tatsächlich eine sehr attraktive Wirtschaftlichkeit kaschieren. Dies führt anfangs zu ausgewiesenen Verlusten, doch wenn das Geschäft wächst, führt es oft zu sehr hohen inkrementellen Margen auf zukünftiges Umsatzwachstum. Ein solches Beispiel, das wir später im Geschäftsjahr gekauft haben, war Alibaba. Mehr zum Thema Alibaba folgt im nächsten Abschnitt unseres Berichts.

Unsere Teilfonds-Portfolios

Bitte beachten, dass die einzelnen nachstehend besprochenen Unternehmen während der sechs Monate bis zum 31. März 2021 von mindestens einem der Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen drei Teilfonds gehalten wurden. Die jeweiligen Beteiligungen der einzelnen Teilfonds an diesen Unternehmen zum 31. März 2021 entnehmen Sie bitte der Aufstellung der Anlagen im Halbjahresbericht.

Seit der Bodenbildung an unseren Märkten vor einem Jahr im März letzten Jahres ging es für globale Aktien ziemlich steil bergauf, da die Anleger ihren Anlagehorizont erweiterten und sich auf ein ihrer Meinung nach weiterhin robustes Wirtschafts- und Geschäftsklima Post-COVID konzentrierten. In dieser eher enthusiastischen Zeit für finanzielle Risikoanlagen war die Performance-Attribution weitgehend eine Geschichte aus zwei Städten. Wie wir in unserem Jahresbericht im letzten Herbst erörtert haben, wurde die erste Hälfte des Berichtszeitraums von robusten Ergebnissen für US-Technologiewerte dominiert, und wie hier beschrieben, wurde die zweite Hälfte des Berichtszeitraums von der Outperformance traditionellerer, konjunktursensitiverer Unternehmen und Nicht-US-Aktien, die tendenziell eher wertorientiert und prozyklisch in ihrer Struktur sind, angeführt wurde.

In den letzten sechs Monaten bis zum 31. März 2021 erzielten die Teilfonds sehr starke absolute und relative Ergebnisse zwischen 20,04 % und 23,27 % und übertrafen damit ihre währungsgesicherten Referenzindizes.

Die Beiträge zu den Renditen für den Halbjahreszeitraum zum 31. März wurden von den hoch gewichteten Positionen der Teilfonds in Industrie- und Finanzwerten angeführt. Hierzu gehörten sehr robuste Ergebnisse aus den Maschinen-, Bank- und Versicherungsbeteiligungen der Teilfonds, darunter der Landmaschinenhersteller CNH Industrial, das schwedische Dichtungsunternehmen Trelleborg, die Bank DBS Group in Singapur, der französische Versicherer CNP Assurances und Berkshire Hathaway. Die Teilfonds erzielten auch starke Renditen in ihren technologiebezogenen, interaktiven Medien- und Kommunikationsbeteiligungen, in ihren Beteiligungen an Automobilkomponenten und in ihren Beteiligungen an Werkstoffen. Dazu gehören Unternehmen wie Alphabet (Google), Baidu, die führende chinesische Internet-Suchmaschine, Autoliv, der schwedische Hersteller von Sicherheitsgurten und Airbags, Michelin, der französische Premium-Reifenhersteller, Hyundai Mobis, der südkoreanische Autoteilehersteller, BASF, der deutsche Chemieriese, und SOL SpA, das italienische Industriegasunternehmen.

Zusätzlich zu den starken Renditen der europäischen Beteiligungen der Teilfonds trugen die Beteiligungen der Teilfonds an den Schwellenländern erheblich zu den Renditen des Halbjahreszeitraums bei, einschließlich starker Ergebnisse von chinesischen, chilenischen, mexikanischen und südkoreanischen Beteiligungen wie Baidu, Embotelladora Andina, Coca Cola FEMSA und LG Corp. Weitere Einzelunternehmen, die einen starken Beitrag zu den Renditen der Teilfonds im Berichtszeitraum leisteten, sind Safran, Ebara, AutoZone, 3M, Siemens und SCOR.

Während die meisten unserer Beteiligungen im Teilfondsportfolio einen Grossteil, wenn nicht sogar alles und noch mehr, des in den Tiefen der Pandemie verlorenen Bodens zurückgewinnen konnten, gab es im letzten des Berichtszeitraums einige Enttäuschungen. Die Gruppe der Basiskonsumgüter

des Teilfonds, angeführt von langjährigen Positionen wie Nestlé, Diageo, Heineken und Unilever, und unsere Kernpositionen in der Pharmabranche, Johnson & Johnson, Novartis und Roche, hielten sich während des jähen Rückgangs im März besser als die meisten anderen, trugen jedoch nicht wesentlich zu den Gesamtrenditen für den Berichtszeitraum bei. Darüber hinaus hatten einige längerfristige Beteiligungen, die den Berichtszeitraum im Minus beendeten, darunter GlaxoSmithKline und Babcock International. Alibaba und Dali Foods, zwei unserer chinesischen Beteiligungen, lagen ebenfalls leicht im Minus, wurden aber erst in den letzten sechs Monaten in die Portfolios aufgenommen.

Während Veränderungen in unseren Portfolios aufgrund unserer recht langen Haltedauer von Wertpapieren tendenziell schrittweise erfolgen, treten sie im Laufe der Zeit auf und gewinnen oft an Dynamik, wenn Marktturbulenzen ausbrechen. Dies war im Zeitraum von einem Jahr und sechs Monaten bis zum 31. März 2021 der Fall. Der Ausbruch der COVID-19-Pandemie und die damit verbundene Marktvolatilität boten uns weltweit Chancen im Bereich der Preisbildung. Bei unseren drei Fonds wurden im letzten Jahr 28 neue Positionen aufgebaut, von denen 15 in den sechs Monaten bis zum 31. März 2021 initiiert wurden. Darüber hinaus nutzten wir in den letzten sechs Monaten Handelsgelegenheiten, um bei einer Reihe von Beteiligungen des Teilfonds, die zum oder um den inneren Wert herum gehandelt wurden, Gewinne mitzunehmen. Alles in allem führte unsere Portfoliobestückung und -bereinigung zur Aufnahme einer Reihe neuer kleiner und mittelgrosser Industrieunternehmen in Japan und Europa (Okamoto, Kamigumi, Orange), einem erhöhten Engagement in US-Aktien in unserem globalen Portfolio mit hoher Dividendenrendite (Progressive, Bank of America) und mehreren neuen chinesischen Unternehmen sowohl auf dem Festland als auch in Hongkong (Alibaba, A-Living, Dali Foods); eine Reihe neuer Investments, bei denen Insiderkäufe eine wichtige Rolle bei unserer Entscheidung zum Aufbau einer Position spielten (Fresenius SE, Rubis); verstärktes Engagement in den entwickelteren Schwellenländern mit neuen Investments in China, Hongkong und Mexiko (Megacable, Industrias Bachoco); und geringfügige Reduzierungen bei einigen unserer langjährigen Beteiligungen an Basiskonsumgütern und Pharmaunternehmen (Nestlé, Diageo, Novartis).

Neu eingerichtete Portfoliopositionen des Teilfonds

Wir haben uns gedacht, dass wir Ihnen unsere Gründe für den Kauf einiger der neu eingerichteten Portfoliopositionen der Teilfonds etwas ausführlicher erläutern sollten.

<u>Alibaba</u>

Alibaba, das grösste E-Commerce-Unternehmen in China mit einem Marktanteil von über 50 % in Bezug auf den Bruttowarenwert, wurde gegen Ende des Kalenderjahres von zwei unserer drei Teilfonds gekauft. Das Kerngeschäft des Unternehmens besteht aus den Marktplätzen Taobao (Chinas grösstes Online-Einkaufsportal für Verbraucher) und Tmall (Chinas grösste Drittanbieter-Plattform für Marken und Einzelhändler). Darüber hinaus betreibt Alibaba die dominierende Cloud-Plattform in China (AliCloud), internationale E-Commerce-Aktivitäten (Lazada etc.) und digitale Mediendienste und hat mehrere strategische Beteiligungen, darunter eine 33%ige Beteiligung an Ant Financial.

Der Aktienkurs von Alibaba schwächte sich im 4. Quartal 2020 aufgrund zunehmender regulatorischer Prüfungen deutlich ab, unter anderem durch einen zurückgezogenen Börsengang der Ant Group, der ursprünglich für November geplant war. Im November stellte die State Administration of Market Regulation (SAMR) einen Entwurf zur Änderung des chinesischen Anti-Monopol-Gesetzes vor, der das Gesetz auf Internetplattformen ausweitet und unter anderem Praktiken wie Plattform-Exklusivität, Verdrängungspreise und Preisdiskriminierung aufgrund von Nutzerdaten verbietet. Die SAMR leitete im Dezember auch eine offizielle kartellrechtliche Untersuchung gegen Alibaba und die Ant Group ein. Zum Zeitpunkt des Kaufs gingen wir davon aus, dass die SAMR-Untersuchung des E-Commerce-Kerngeschäfts von Alibaba eine eher begrenzte Auswirkung haben würde, da viele Händler bereits auf mehreren Plattformen vertreten sind, aber aufgrund des starken Ökosystems, des hohen Traffics und der Marketing-Effizienz zu Alibaba hingezogen werden. Es gibt Netzwerkeffekte, die mit einer sehr grossen Benutzer- und Händlerbasis verbunden sind. Das grosse Alibaba-Ökosystem (einschliesslich lokaler Dienste, Zahlungen usw.) ermöglicht auch die Datenintegration über verschiedene Szenarien hinweg, um gezieltere Lösungen für Händler und Kunden zu ermöglichen. Alibabas Marktplatz-Kerngeschäft ist ein starker Cash-Generator. Unserer Meinung nach sollte es mit dem E-Commerce-Sektor weiter wachsen, angetrieben von einer Konsumsteigerung in China und dem Vordringen in neuere Kategorien. Alibaba hat auch weiterhin in erheblichem Umfang in neuere Initiativen wie Taobao Deals und Taobao Grocery investiert, um die Wachstumskurve des Unternehmens zu steigern.

Die SAMR hat kürzlich eine Strafe von 2,75 Mrd. USD gegen Alibaba wegen Verstössen gegen das Anti-Monopol-Gesetz verhängt und damit den grössten Teil der regulatorischen Überprüfung und des Überhangs beendet. Die Strafe entsprach 4 % des Umsatzes und einem kleinen Teil der Nettoliquidität von Alibaba (51 Mrd. USD zum 31. Dezember 2020). Das Management erwartet keine wesentlichen Auswirkungen auf seine Geschäftstätigkeit durch die von den Aufsichtsbehörden auferlegte Änderung der Exklusivitätsvereinbarung. Ant Financial könnte mit grösseren regulatorischen Auswirkungen konfrontiert werden, aber es handelt sich dabei um einen relativ kleinen Teil unserer Bewertung von Alibaba, so dass der Abwärtstrend begrenzt ist. Zum Zeitpunkt des Kaufs wurde Alibaba für weniger als das 12-fache des geschätzten Kern-„Marktplatz“-EBITA verkauft, nach Abzug der Werte für die anderen Vermögenswerte (d. h. Internationaler Handel, Cloud und neue Medien). Wir haben das Cloud-Geschäft des Unternehmens mit einer ähnlichen operativen Marge wie Amazon Web Services (AWS) und einem 15-fachen operativen Multiplikator bewertet. Während das Cloud-Geschäft im letzten Quartal nur geringfügig profitabel wurde, ist Alibaba ein bedeutender Marktführer in der Branche (rund 40 % Marktanteil) und hat First-Mover-Vorteile. Wie sich an AWS zeigt, ist die Cloud eine Branche mit starken Grössenvorteilen und hohen Umstellungskosten. Chinas Cloud-Branche ist weniger ausgereift als in den USA, und Alibaba hat erheblich investiert, um die Grössenordnung zu steigern (AliCloud wuchs im Jahr 2020 um über 50 %), und längerfristig sind wir optimistisch, dass die operative Marge des Unternehmens näher an das Niveau von AWS herankommen kann.

Rubis

Rubis, ein französisches Unternehmen, das vorwiegend in Schwellenländern tätig ist, wurde im Berichtszeitraum von allen drei unserer Teilfonds gekauft. Das Unternehmen vertreibt Kraftstoffe für Fahrzeuge, Flugzeuge, zum Heizen, Kochen und zur Stromerzeugung sowie Bitumen für den Strassenbau und Schmierstoffe. Rubis ist in 41 Ländern aktiv und es werden immer mehr. Die Aktivitäten konzentrieren sich im Wesentlichen auf die Karibik und Ostafrika, die zusammen etwa 85 % des Geschäftsvolumens ausmachen. Das Wirtschaftsmodell basiert auf einer überlegenen und dominanten Logistik, einem Must-have-Produkt, für das es nur wenige lokale Alternativen gibt, und einem hohen Marktanteil in kleinen Märkten mit begrenztem Wettbewerb. Infolgedessen sind viele ihrer Endmärkte Inseln. Zur Veranschaulichung des Ansatzes von Rubis: Das Unternehmen besitzt eine 71%ige Beteiligung an einer Ölraffinerie in der Karibik, von der aus es mit fünf eigenen und selbst betriebenen Schiffen raffinierte Produkte zu verschiedenen Inseln transportiert. Rubis kontrolliert die gesamte Vertriebskette: die Raffinerie, die Schiffe, den lokalen Transport der Kraftstoffe und die Tankstellen. Es ist schwierig, mit dieser Art von Aufstellung zu konkurrieren.

Unterstützt wird die Nachfrage nach den Produkten von Rubis durch die Tatsache, dass in vielen ihrer Märkte der Wettbewerb durch Gas- und Stromverteilungsnetze schwach oder nicht vorhanden ist. Infolgedessen erzeugen viele Unternehmen und Haushalte in ihren Märkten ihren eigenen Strom für den Betrieb von Büros, Fabriken und Haushalten oder halten Notstromgeneratoren bereit. Viele Menschen kochen und erhitzen ihr Wasser mit Flüssiggas („LPG“) aus einem Tank; es gibt keine Alternative.

Kraftstoff für Autos ist das grösste Geschäft des Unternehmens, und Rubis betreibt mehr als 1.000 Tankstellen unter der Marke Rubis in der Karibik und in Ostafrika. Auf den karibischen Inseln ist Rubis oft die dominierende Marke, und in Ostafrika zeichnet sich die gleiche Position ab. Die Finanzergebnisse im Jahr 2020 wurden durch die Pandemie etwas herausgefordert; das Unternehmen hat prognostiziert, dass das bereinigte EBIT gegenüber 2019 um etwa 12 % sinken wird, vor allem wegen der Schwäche beim Flugzeugtreibstoff. Die längerfristigen Wachstumsaussichten, insbesondere in Afrika, wo das Unternehmen von Bevölkerungswachstum, Urbanisierung, Motorisierung und einer wachsenden Mittelschicht profitiert, sind jedoch gut. Rubis expandiert auch durch die Übernahme von Unternehmen in logistischer Reichweite, die die gleichen wirtschaftlichen Voraussetzungen haben wie die bestehenden Unternehmen: kleine Märkte, geografische/logistische Isolation und starke Marktmacht.

Rubis setzt sich für einen Umstieg auf sauberere und übergangsweise einsetzbare Brennstoffe wie Flüssiggas ein, das in Afrika bei vielen Anwendungen mit Kohle konkurriert. Das Unternehmen hat energieeffiziente Wärmepumpen, LNG (Liquefied Natural Gas) und Biokraftstoffe eingeführt und nutzt zudem Wasserstoff aus seiner karibischen Raffinerie zur Stromerzeugung in Brennstoffzellen. Bei der Raffinerie gibt es Sonnenkollektoren. Wir halten Rubis für einen vernünftigen und vorausschauenden Energieversorger, der sich dafür einsetzt, so viele Menschen wie möglich in seinen Märkten mit Energie zu versorgen und so zum Wirtschaftswachstum an Orten beizutragen, an denen diese dringend benötigt wird, um die Menschen aus der Armut zu holen.

Basierend auf einem vorsichtigen 13-fachen Unternehmenswert im Verhältnis zum EBIT des Jahres 2021 wurde Rubis zum Zeitpunkt des Kaufs mit einem deutlichen Abschlag zum geschätzten

inneren Wert gehandelt. Zum 30. November 2020 verfügte das Unternehmen über eine Netto-Cash-Position und wurde zu einem Forward Price Earnings Multiple von 12,3x 2021 geschätztem Gewinn pro Aktie gehandelt. Die Dividendenrendite betrug etwa 4,7 %. Anfang Dezember 2020 beschloss das Unternehmen den Rückkauf von Aktien im Wert von 280 Mio. EUR (7,4 % der damaligen Marktkapitalisierung) über 18 Monate und hat seitdem mit dem Kauf begonnen. Schliesslich gab es zwei Insider-Aktienkäufe durch Hervé Claquin, ein Mitglied des Aufsichtsrats des Unternehmens.

Fresenius SE

Einer unserer Neuzugänge im ersten Quartal dieses Kalenderjahres, der in zwei unserer drei Teilfonds gekauft wurde, war Fresenius SE, ein globaler Gesundheitskonzern mit Sitz in Deutschland. Seine verschiedenen Geschäftsbereiche bieten Dialysedienstleistungen, generische injizierbare Arzneimittel, klinische Ernährung und andere intravenöse Produkte an. Das Unternehmen besitzt auch private Krankenhäuser in Spanien und Deutschland.

Alle diese Geschäftsbereiche profitieren vom säkularen Nachfragewachstum der alternden Demografie und dem steigenden Pro-Kopf-Verbrauch im Gesundheitswesen. Das Unternehmen erwirtschaftet in der Regel eine operative Marge im niedrigen Zehnerbereich und erzielt eine niedrige zweistellige Eigenkapitalrendite (ROE) einschliesslich Goodwill. Zum 11. Mai 2021 lag die Dividendenrendite bei 2,3 %. Fresenius hat in letzter Zeit erhebliche Insiderkäufe verzeichnet.

Das Dialysegeschäft von Fresenius ist eine eigenständige börsennotierte Gesellschaft, Fresenius Medical Care, an der das Unternehmen rund 32 % hält. Die Dialyse ist eine Behandlung bei Nierenversagen, bei der Giftstoffe, Abfallprodukte und überschüssige Flüssigkeit durch die Filterung des Blutes für Patienten, deren Nieren dazu nicht in der Lage sind, beseitigt werden. Als weltweit grösster Anbieter von Nierendialysedienstleistungen und Dialysegeräten ist Fresenius „vertikal integriert“, was in dieser Branche einzigartig ist. Fresenius ist zwar weltweit tätig, erzielt aber 70 % seines Umsatzes in den USA, wo das Unternehmen in einem Duopol mit DaVita konkurriert. Erstattungen und regulatorische Änderungen in den USA stellen ein Risiko für das Unternehmen dar. Dennoch verliert das Unternehmen bereits Geld mit einem durchschnittlichen Medicare-Patienten in den USA.

Insgesamt ist Fresenius Medical Care ein Unternehmen mit hoher Sachkapitalrendite, das unserer Ansicht nach angesichts der bedauerlichen Entwicklung des Nierenversagens, insbesondere in den USA, ein konstantes Gewinnwachstum im niedrigen zweistelligen Bereich erzielen sollte. Die Coronavirus-Pandemie hat zu einer erhöhten Sterblichkeitsrate bei Dialysepatienten geführt, was sich kurzfristig negativ auf die Patientenpopulation von Fresenius Medical Care auswirkt. Fresenius Medical Care hat in letzter Zeit wesentliche Insiderkäufe bei seinen Aktien verzeichnet.

Kabi ist das Geschäft von Fresenius mit generischen injizierbaren Arzneimitteln, klinischer Ernährung und intravenösen Produkten. Generische Injektionspräparate machen wahrscheinlich etwas mehr als die Hälfte der Profitabilität des Segments Kabi aus und bestehen aus der Lieferung von Produkten wie Heparin, Propofol und anderen ähnlichen Produkten an Krankenhäuser und GPOs (Group Purchasing Organizations), hauptsächlich in den USA. Krankenhäuser schliessen Verträge für diese Produkte auf einer Bündelungsgrundlage ab, was grossen Anbietern wie Kabi

zugute kommt, die eine breite Palette dieser Produkte zu niedrigen Kosten liefern können. Injizierbare Produkte unterliegen auch einer hohen behördlichen und reputationsbezogenen Kontrolle, da sie in den Blutkreislauf eines Patienten injiziert werden und daher im Falle von Produktmängeln durchaus schädlich sein können. Die klinische Ernährungssparte von Kabi bietet Nahrung und Lebensmittel an, die entweder oral, über eine Sonde oder per Injektion vor allem im Krankenhausbereich verabreicht werden. Es profitiert auch von ähnlichen Grössen- und Reputationshemmnissen wie das Geschäft mit generischen Injektionsmitteln. Kabi ist ein sehr profitables Unternehmen, das in der Regel eine hohe operative Marge im Teenager-Bereich erwirtschaftet und im Laufe der Zeit ein solides organisches Wachstum erzielt hat.

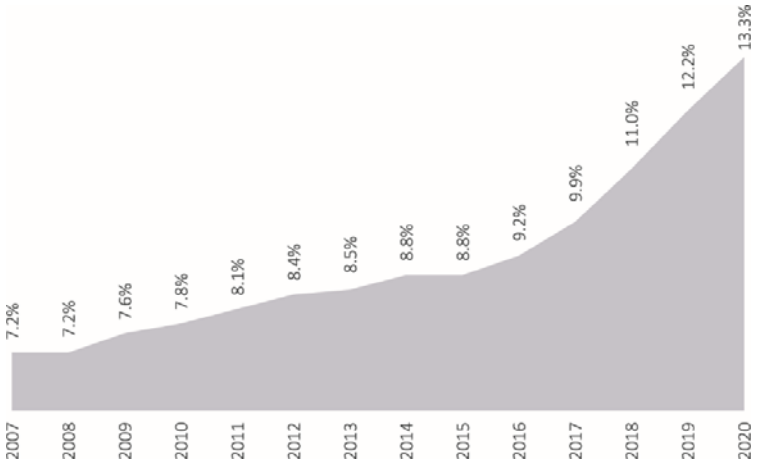
Wir haben Fresenius mit dem rund 10-fachen EV/EBITA auf Look-through-Basis gekauft. Alternativ lag Fresenius bei rund 70 % des von uns geschätzten inneren Wertes auf Basis der Summe der Teile.

Progressive Corporation

Einer unserer Neukäufe im Global High Dividend Value Fund während des ersten Quartals 2021 war Progressive Corporation, der drittgrösste Kfz-Versicherer in den USA mit einem Marktanteil von 13 % zum 31. Dezember 2020. Auch wenn das Unternehmen in der Vergangenheit erfolgreich in neue Märkte expandiert hat (z. B. in die gewerbliche Autoversicherung), dominiert die private Autoversicherung nach wie vor die Gewinn- und Verlustrechnung und machte im Jahr 2020 89 % des versicherungstechnischen Gewinns vor Steuern von Progressive aus.

Progressive ist ein erstklassiger Autoversicherer. Das Unternehmen kann auf eine lange Erfolgsgeschichte von Innovationen, branchenführender Rentabilität (niedrigste durchschnittliche 10-Jahres Schaden-Kosten-Quote) und Marktanteilsgewinnen verweisen. Progressive hat auch hohe Renditen erwirtschaftet (19 % durchschnittliche operative Eigenkapitalrendite). In den 16 Jahren bis zum 31. Dezember 2020 betrug der Wertzuwachs (definiert als Wachstum des Buchwerts je Aktie plus kumulative Dividenden je Aktie) +13,3 %. Das Unternehmen scheint zwei klare Wettbewerbsvorteile zu haben: direkter Vertrieb (niedrige Kostenquote) und erstklassige Datenanalytik (niedrige Schadenquote).

Marktanteil von Progressive im Bereich der privaten Autoversicherung



Quelle: SNL Financial

Mehr als die Hälfte der privaten Autoversicherungspolicen von Progressive werden direkt an die Verbraucher verkauft, ohne einen Vertreter. Der Direktverkauf bietet einen inhärenten Kostenvorteil, da die Vertreterprovisionen entfallen. Auch wenn der Direktvertrieb einen höheren Werbeaufwand erfordert, führt dies unter dem Strich zu einer Kostenquote, die unter dem Branchendurchschnitt liegt. Dieser Kostenvorteil ermöglicht es Progressive, in der Regel niedrigere Preise als die Konkurrenz anzubieten (Gewinn von Marktanteilen) und gleichzeitig höhere Margen (aufgrund einer niedrigeren Kostenquote) in einer sich selbst verstärkenden Feedback-Schleife zu erzielen. Etwa 25 bis 30 % der gesamten US-Autoversicherungspolicen werden derzeit auf direkter Basis verkauft, und dieser Prozentsatz wächst. Vor allem jüngere Verbraucher kaufen lieber direkt, ohne einen Vermittler. Es wird daher erwartet, dass der Trend zu einer stärkeren Direktversicherung in der Autoversicherung anhalten wird.

Der zweite wichtige Wettbewerbsvorteil von Progressive ist die erstklassige Datenanalytik. Da Progressive ein Anbieter von Nicht-Standard-Autoversicherungen ist, war überlegene Datenanalytik von Anfang an entscheidend für das Unternehmen. Progressive sammelt Berge von Daten und vor allem granulare Daten, die eine ständige Verfeinerung der Kundensegmentierung und der risikobasierten Preisgestaltung ermöglichen. Das Unternehmen hat erheblich in IT-Systeme und Management-Talente (Data Scientists) investiert, um das Risiko konsequent an den Kurs anzupassen. Interessanterweise spielt der Datenvorsprung auch eine grundlegende Rolle bei der Senkung der Schadenkosten, da beispielsweise Schadenbetrug aufgedeckt wird. Durch die Nutzung von Daten zur schnellen Erkennung von Betrug hatte Progressive einen Vorteil bei der Zahlung von fairen, aber geringeren Schadenkosten. Dieser Datenvorteil spiegelt sich letztlich in einer Schadenquote wider, die durchgängig unter der durchschnittlichen Schadenquote der Branche liegt.

Beim Kauf zahlten wir 85,50 USD pro Aktie, was etwa dem 15-fachen des geschätzten operativen Gewinns pro Aktie für 2021 (ohne realisierte Gewinne/Verluste aus Wertpapieren nach Steuern) und etwa 75 % bis 80 % unserer konservativen Schätzungen des inneren Wertes entspricht. Zudem hat Progressive eine überdurchschnittliche Dividende in Form einer regelmässigen vierteljährlichen Dividende und einer zusätzlichen variablen Dividende, die jährlich gezahlt wird, gezahlt. In den Jahren 2019 und 2020 beträgt die erklärte Gesamtdividende pro Aktie 2,65 USD bzw. 4,90 USD.

Neuzugänge im Management- und Anlageausschuss

Wie Sie sich vielleicht erinnern, und wie in einem Brief an die Aktionäre beschrieben, der dem Jahresbericht der Teilfonds im letzten Herbst beilag, hat Will Browne, ein Partner in unserem Unternehmen seit 42 Jahren, der Positionen in den Management- und Anlageausschuss von Tweedy, Browne innehatte, die Entscheidung getroffen, einen Gang zurückzuschalten. Will hat sich mit Wirkung zum 1. Januar 2021 von diesen Positionen zurückgezogen, um ein Senior Advisor in unserem Anlageausschuss zu werden. und er trat mit Wirkung zum 9. Februar 2021 als Mitglied des Verwaltungsrats des Fonds zurück. Wie er bereits ausführte, kann er sich nun voll und ganz auf den Teil des Geschäfts konzentrieren, der ihm am meisten Spass macht: den Anlageprozess. Sie können seine Erklärung auf der Website des Fonds lesen unter www.tweedysicav.com. Will hat während seiner 42-jährigen Tätigkeit einen unermesslichen Beitrag für unsere Gesellschaft und den Fonds geleistet, und wir freuen uns auf viele weitere Jahre seines Rates und seiner Beratung.

Neben der Ankündigung von Will Browne hat das Management-Ausschuss unserer Gesellschaft im Januar einige weitere Ernennungen vorgenommen. Jay Hill, einer unserer Managing Directors und Mitglied des Anlageausschusses, wurde zusammen mit Tom Shrager, John Spears und Bob Wyckoff zum Mitglied des Management-Ausschusses ernannt; und Sean McDonald, einer unserer Analysten, wurde zum Managing Director befördert und ist Mitglied des Anlageausschusses. Sowohl Jay als auch Sean sind langjährige Mitarbeiter und Anteilseigner in unserer Gesellschaft. Sie sind beide ausserordentlich fähige Sicherheitsanalysten, klare Denker, von tadellosem Charakter und zeigen tagtäglich das nötige Temperament, das für den Erfolg als Value-Anleger notwendig ist. Die Biografien von Jay und Sean finden Sie auf unserer Website.

Wir sind nach wie vor besonders stolz auf die Stärke und Stabilität unseres Anlageteams, das aus den sieben Mitgliedern unseres Anlageausschusses, Will Browne als Berater desselben und vier zusätzlichen Wertpapieranalysten besteht. Dieses zwölfköpfige Team hat insgesamt 279 Jahre bei Tweedy, Browne verbracht (zwischen 5 und 47 Jahren), was einer durchschnittlichen Betriebszugehörigkeit von 26 Jahren entspricht. In der mehr als 100-jährigen Geschichte des Unternehmens hat noch nie ein Principal von Tweedy, Browne das Unternehmen verlassen, um einen anderen Job anzunehmen.

Schlussgedanken

Während wir schreiben, haben sich die globalen Aktienmärkte massiv erholt und die kapitalisierungsgewichteten Indizes auf Rekordstände getrieben. Das Shiller CAPE Ratio (zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis) erreichte kürzlich mit 37 den höchsten Stand der Nachkriegszeit (mit Ausnahme der Tech-Blase im Jahr 2000, als es 44 erreichte). Die Inflationserwartungen steigen, ebenso wie die mittelfristigen Zinssätze in den USA, angeheizt durch die Aussicht auf einen anhaltenden Anstieg der Gesamtnachfrage in Verbindung mit Angebotsstörungen. Die Verteilung von Impfstoffen in Europa stockt nach wie vor, auch wenn sie sich verbessert, und die geopolitischen Spannungen sind im Vergleich zur Ära Trump zwar geringer, jedoch immer noch erhöht. Auch an den Kapitalmärkten nehmen die Spekulationen zu, angeheizt durch anhaltende fiskalische und geldpolitische Stimulierungen in noch nie dagewesenem Umfang. Die gängige Einschätzung, die durch das jüngste Marktgeschehen gestützt wird, scheint

darauf hinzudeuten, dass die Aktienbewertungen noch weiter nach oben gehen müssen, insbesondere bei eher zyklisch orientierten Aktien, angesichts der anhaltend niedrigen Zinssätze, einer als vorübergehend angesehenen Inflationsgefahr, massiver Konjunkturmassnahmen rund um den Globus und der Aussichten auf eine explosive wirtschaftliche Erholung im Anschluss an COVID. Wir hoffen, dass die Hellseher am Markt Recht behalten. Der Markt ist jedoch ein Rabattierungsmechanismus, und man muss sich fragen, wie weit diese Reise nach Jerusalem noch gehen soll.

Trotz steigender Bewertungen entdecken wir weiterhin attraktiv bewertete Aktien, da immer noch Unterbewertungen aus den uneinheitlichen Märkten des letzten Jahres vorhanden sind. Für uns als Value-Anleger ist die Rotation, die im November letzten Jahres nach den Impfstoffankündigungen einsetzte, ermutigend und wir sind zuversichtlich, was dies in Zukunft für die relative Performance von wertorientierten Aktien und Nicht-US-Aktien bedeuten könnte.

Sind die jüngsten grünen Triebe bei den so genannten Value-Aktien ein Hinweis darauf, dass die Zentralbanker endlich die Kontrolle über den Anleihemarkt verlieren könnten? Werden steigende Inflationserwartungen zu höheren Zinsen führen, die sich nicht als nur vorübergehend, sondern als gefährlich für den Wert von Wachstumsaktien mit längerer Laufzeit erweisen? Wird eine kräftige, durch den Impfstoff induzierte wirtschaftliche Erholung die kurzfristigen Gewinne der so genannten „Old Economy"-Wertaktien und ihrer nicht-amerikanischen Brüder in die Höhe treiben? Wird sich das COVID-19-Virus letztendlich als ein Glückstreffer für Technologiewerte erweisen, zumindest in naher Zukunft? Die Antworten auf diese Fragen können wir einfach nicht kennen, aber wenn eine oder mehrere davon eintreten, könnte dies eine längst überfällige Wiedergutmachung für wertorientierte Anleger bedeuten.

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

Mai 2021

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.

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