WERTENTWICKLUNG

	6 Monate bis zum 31. März 2023	Wertentwicklung bis 31. März 2023 Annualisiert bei Zeiträumen von über 1 Jahr			
		1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Seit Auflegung
Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*† (*Auflegung 31.10.1996*)	12,39 %	-1,75 %	5,53 %	5,54 %	7,82 %
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	14,76	1,00	6,12	6,77	5,14
Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)* (*Auflegung 31.10.1996*)	14,22 %	-2,09 %	2,87 %	3,57 %	6,04 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF)	16,20	3,28	5,64	6,45	4,14
MSCI EAFE Index (in CHF)	18,13	-2,10	2,55	4,62	3,42
Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund* (*Auflegung 01.06.2007*)	11,10 %	-1,99 %	4,05 %	4,73 %	3,68 %
MSCI World Index (in Euro)	6,63	-4,78	10,72	10,69	6,98

Renditen verstehen sich abzüglich aller Gebühren und Aufwendungen. Der Wert der Anteile und die von ihnen erwirtschafteten Renditen können sowohl steigen als auch fallen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die vorstehenden Performanceergebnisse erstrecken sich über viele Jahre und spiegeln eine Vielzahl von Marktzyklen und unterschiedliche geopolitische, marktbezogene und wirtschaftliche Bedingungen wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Anlagen sind einem Verlustrisiko ausgesetzt, einschließlich dem vollständigen Verlust des Kapitals. Die Berechnung der Wertentwicklung der Teilfonds entspricht der von der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten „Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen". Die Darstellung der Indexperformance dient nur der Veranschaulichung. Sie können nicht direkt in einen Index investieren.* ***Die Performance-Berechnungen werden für Anlegeranteile ausgewiesen.*

† Vor dem 17. Mai 2004 lautete der Teilfonds auf USD, und seine Anlagen wurden gegen USD-Schwankungen abgesichert. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds auf EUR geändert und das wahrgenommene Fremdwährungsrisiko seiner Anlagen wurde gegen EUR-Schwankungen abgesichert. Die Zahlen zur Wertentwicklung seit Auflegung basieren auf dem prozentualen Anstieg des USD-Werts der Anteile bis zum 16. Mai 2004 und des EUR-Werts der Anteile danach. Dementsprechend stellen die Zahlen zur Wertentwicklung seit Auflegung nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Werts der Anteile des Teilfonds über den Berichtszeitraum dar. Als Referenzindex dient der verbundene MSCI EAFE Index (in USD/EUR), welcher die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index in USD für den Zeitraum bis zum 16. Mai 2004 und in EUR für den Zeitraum ab 17. Mai 2004 darstellt. Mit Stichtag 16. November 2022 sichert der International Value Fund (Euro) das wahrgenommene Fremdwährungsrisiko nicht mehr ab.

Der MSCI EAFE Index ist ein um den Streubesitz angepasster, nach der Marktkapitalisierung gewichteter Index, der zur Messung der Wertentwicklung der Aktien an den Märkten der Industrieländer ohne die USA und Kanada dient. Der MSCI EAFE Index (in CHF) spiegelt die Rendite des MSCI EAFE Index für einen Schweizer-Franken-Anleger wider. Der MSCI EAFE Index (in USD) spiegelt die Rendite des MSCI EAFE Index für einen USD-Anleger wider. Der MSCI EAFE Index (in EUR) spiegelt die Rendite des MSCI EAFE Index für einen Euro-Anleger wider. Der MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, dessen Nicht-CHF-Engagements zu 100 % CHF-kursgesichert sind und der Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen berücksichtigt.

Der zusammengesetzte MSCI EAFE Index (in USD/EUR) bildet die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in USD) ab dem 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in EUR) ab dem 17. Mai 2004 ab, die von Tweedy, Browne miteinander verknüpft wurden. Die Indexergebnisse für das Kalenderjahr 2004 bilden die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in USD) vom 1. Januar 2004 bis 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in EUR) vom 17. Mai bis 31. Dezember 2004 ab.

Der MSCI World Index ist ein um den Streubesitz angepasster, nach der Marktkapitalisierung gewichteter Index, der zur Messung der Wertentwicklung der Aktien an den Märkten der Industrieländer dient. Der MSCI World Index (in EUR) spiegelt die Rendite des MSCI World Index für einen Euro-Anleger wider.

Die Indexergebnisse jedes Index schließen Dividenden ein und sind abzüglich ausländischer Quellensteuern zu verstehen. Sie spiegeln nicht die Abzüge von Gebühren und Aufwendungen wider. Sie können nicht direkt in einen Index investieren.

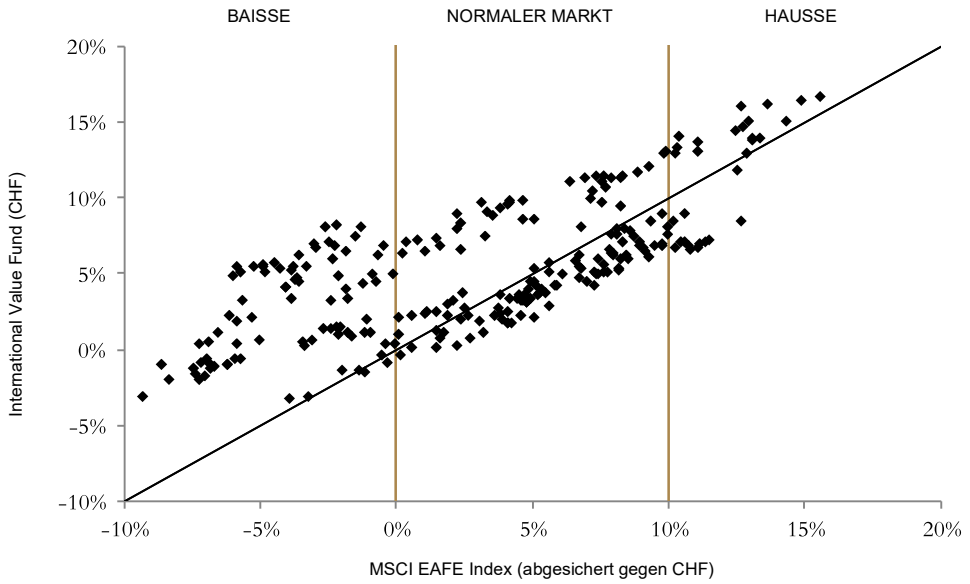
Die Teilfonds werden entgegen den Indizes aktiv verwaltet und umfassen Wertpapiere, die bezüglich Portfoliozusammensetzung, Länder- und Sektorallokation und anderer Kennzahlen stark von den in den Indizes enthaltenen Wertpapieren abweichen. Die Darstellung der Indexergebnisse dient nur der Veranschaulichung. Der abgesicherte Index veranschaulicht, wie die im Index enthaltenen Aktienwerte sich in ihren lokalen Währungen für einen Anleger in der Schweiz entwickelt hätten. Der Teilfonds wird entgegen dem Index aktiv verwaltet und umfasst Wertpapiere, die bezüglich Portfoliozusammensetzung, Länder- und Sektorallokation und anderer Kennzahlen stark von den im Index enthaltenen Wertpapieren abweichen. Der abgesicherte Index wird auf monatlicher Basis vollständig nominell abgesichert, während der abgesicherte Teilfonds nur sein wahrgenommenes Fremdwährungsrisiko absichert, soweit dies durchführbar ist. Der abgesicherte Teilfonds wendet eine andere Absicherungsmethode als der abgesicherte Index an. Mit Stichtag 16. November 2022 sichern der International Value Fund (Euro) und der Global High Dividend Yield Fund ihr wahrgenommenes Fremdwährungsrisiko generell nicht mehr ab.

INTERNATIONAL VALUE FUND (CHF)

Durchschnittliche rollierende Fünfjahresrendite (pro Monat berechnet)

31. Oktober 1996 bis 31. März 2023

Von 258 Fünfjahresmessperioden schlug der International Value Fund (CHF) den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF) 153-mal bzw. in 59 % der Messperioden.



	Teilfonds	Index
Baisse (unter 0 %) – 87 Perioden *Teilfonds schlägt Index in 97 % der Perioden*	2,45 %	-3,80 %
Normaler Markt (0 %-10 %) – 141 Perioden *Teilfonds schlägt Index in 37 % der Perioden*	5,73 %	5,40 %
Hausse (über 10 %) – 30 Perioden *Teilfonds schlägt Index in 57 % der Perioden*	11,53 %	11,95 %

Das vorstehende Diagramm veranschaulicht die durchschnittliche rollierende Fünfjahresnettorendite (pro Monat berechnet) des International Value Fund (CHF) seit dem 31. Oktober 1996 im Vergleich zur durchschnittlichen rollierenden Fünfjahresrendite des MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF) (der „Index"). Die horizontale Achse bildet die Rendite des Index ab, die vertikale Achse die Rendite des Teilfonds. Die diagonale Achse ist die Grenzlinie zwischen dem Zeitraum der Outperformance und dem Zeitraum der Underperformance. Diagrammpunkte über der diagonalen Achse zeigen eine relative Outperformance des Teilfonds, die Punkte unterhalb der diagonalen Achse eine relative Underperformance. Die jeweilige Rendite wurde für drei unterschiedliche Marktumfelder berechnet: eine „Baisse" (Index-Rendite unter 0 %), einen „normalen Markt" (Index-Rendite zwischen 0 % und 10 %) und eine „Hausse" (Index-Rendite über 10 %). Zwischen dem 31. Oktober 1996 und dem 31. März 2023 lagen 258 rollierende durchschnittliche Renditeperioden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

..... Wir sind von der Welt der spärlichen Renditen in den Jahren 2009 bis 2021 zu einer Welt feudaler Renditen übergegangen, und dieser Umbruch könnte sich in naher Zukunft noch verstärken. Anleger können heute potenziell solide Renditen mit Kreditinstrumenten erzielen. Das bedeutet, dass sie sich nicht mehr so stark auf risikoreichere Investments verlassen müssen, um die anvisierte Gesamtrendite zu erreichen. Kreditgeber und Schnäppchenjäger haben in diesem veränderten Umfeld erheblich bessere Aussichten als in den Jahren 2009 bis 2021. Und wenn man davon ausgeht, dass sich das Umfeld im Vergleich zu den letzten dreizehn Jahren – sowie über weite Abschnitte in den vergangenen vierzig Jahre – tiefgreifend verändert hat und sich potenziell weiterhin wandeln wird, sollte daraus folgen, dass mit Anlagestrategien, die sich in diesem Zeitraum bewährt haben, in den kommenden Jahren keine Outperformance mehr erzielt werden kann.

Das ist die fundamentale Veränderung, die ich mit Sea Change meine.

- Howard Marks, Oaktree Capital Management, 13. Dez. 2022

An unsere Anlegerinnen und Anleger:

Angesichts der in unseren vorherigen Briefen vertretenen Grundhaltung dürfte es Sie wenig überraschen, dass wir die Ansicht des legendären Investors Howard Marks teilen, nämlich dass in unserer globalen Wirtschaft und an den Kapitalmärkten eine „fundamentale Veränderung" im Gange sein dürfte. Wir sind weder Ökonomen noch können wir die Zukunft des Marktes vorhersagen. Trotzdem glauben wir, dass in Bezug auf die Nullzinspolitik der letzten zehn Jahre der Rubikon überschritten ist und dass mit einer Rückkehr zu Null- bzw. Negativzinsen in absehbarer Zeit nicht zu rechnen ist. Die pandemiebedingte Stilllegung und Wiedereröffnung der Weltwirtschaft sowie die außerordentliche und scheinbar global koordinierte akkommodierende Geld- und Fiskalpolitik der letzten zehn Jahren haben zusammen mit dem russischen Angriffskrieg in der Ukraine einen Makroschock ausgelöst, der zu einer weiterhin andauernden „Neuordnung" an unseren Kapitalmärkten geführt haben dürfte. Für diese Ära der außerordentlichen Spekulationsexzesse werden wir nun zur Kasse gebeten und zwar leider in Form einer hartnäckigen Inflation und deutlich gestiegener Zinssätze, die sich wahrscheinlich längerfristig auf erhöhtem Niveau einpendeln werden.

Das infolge der weltweiten Null- bis Negativzinsen ausgelöste „risikofreudige" Umfeld der letzten zehn Jahre, auf das wir bereits in früheren Briefen verwiesen haben, begünstigte passive Anlagestrategien gegenüber aktiven Strategien, Wachstums- und Technologiewerte mit längerer Duration gegenüber Value-Aktien und US-amerikanische „Big Tech"-Aktien gegenüber ihren ausländischen Pendants. Sofern wir mit der obenstehenden Neuordnung Recht behalten sollten (und natürlich könnten wir uns auch irren), dürften sich in einem längerfristigen Hochzinsumfeld aktive Anlagestrategien gegenüber passiven Strategien, Value-Aktien gegenüber Wachstumswerten und Aktien von Nicht-US-Firmen gegenüber US-amerikanischen „Big Tech"-Aktien bewähren. Für das „Reset" bzw. die Neuordnung an den Kapitalmärkten gibt es deutliche Anzeichen wie die steigende Marktvolatilität, die im letzten Jahr rückläufigen Large-Cap-Indizes, der Zusammenbruch der FAANGs, die recht heftige Marktkorrektur bei spekulativeren Technologiewerten, das relative Wiederaufleben von preisgetriebenen Anlagestrategien und in der letzten Zeit die Outperformance von Nicht-US-Aktien. Wir glauben, dass sich diese Neuordnung auch in der Wertentwicklung der Teilfonds in den sechs Monaten bis zum 31. März 2023 widerspiegelt, und zwar seit im vierten Quartal 2020 eine Rotation von Wachstums- zu Value-Aktien beobachtet werden konnte. Sollte die Vergangenheit tatsächlich ein Prolog sein, gehen wir davon aus, ohne dies mit Sicherheit wissen zu können, dass die Neuordnung an den Kapitalmärkten langjährige Folgewirkungen auf die Wertentwicklung haben dürfte. Schließlich brauchte es 15 Jahre nach dem Platzen der letzten Technologieblase im Jahr 2000, bis sich der NASDAQ-Index vollständig wieder erholt hatte.

Das Anlageumfeld wird kurzfristig ungewiss und wahrscheinlich auch recht komplex bleiben, während sich die Marktpreise an die neuen wirtschaftlichen Gegebenheiten anpassen. Trotzdem schauen wir weiterhin optimistisch in die Zukunft und schätzen die weitere Entwicklung der Aktienrenditen positiv ein. Angesichts der aktuellen Turbulenzen, die unsere Wirtschaft und die Kapitalmärkte belasten und denen wir uns natürlich bewusst sind, setzen wir alles daran, die Auswirkungen des volatilen Umfelds gewinnbringend zu nutzen. Diese Zeit ist unserer Ansicht nach außerordentlich gut geeignet, um „nach Werten Ausschau zu halten". Wie Warren Buffett bei zahlreichen Gelegenheiten zu sagen pflegte, sollte

ein langfristiger Aktienanleger Rückgänge an den Aktienmärkten begrüßen, da sie ihm die Möglichkeit eröffnen können, Unternehmensbeteiligungen zu attraktiven Preisen zu erwerben. Dem stimmen wir voll und ganz zu. Wir möchten Sie als Anteilinhaber ermutigen, sich auf eine vielleicht holprige, aber letztlich hoffentlich profitable Entwicklung für unseren Anlagestil einzustellen. Wie sich abzuzeichnen scheint, ist der Preis wieder ausschlaggebend.

« »

Bevor wir näher auf die Wertentwicklung unserer Teilfonds in den vergangenen sechs Monaten eingehen, möchten wir Sie zunächst über die letzten Käufe von zwei unserer Teilfonds informieren und Ihnen mit dieser Fallstudie das Value-Investing bei Tweedy, Browne veranschaulichen. Wir möchten Ihnen somit einen zusätzlichen Einblick in unseren Anlageansatz und Anlageprozess geben. Ben Graham riet in *Intelligent investieren*: „Wisse, was du tust – kenne dein Geschäft". Wir hoffen, dass Ihnen das folgende Beispiel die Gewissheit gibt, dass wir Ben Grahams Mantra in dieser Hinsicht wortwörtlich verstehen.

Winpak - Eine anscheinend günstige Ausgangsbasis

Wir glauben, dass Winpak, ein Hersteller von Kunststoffverpackungen mit Sitz im kanadischen Winnipeg, zum Zeitpunkt des Kaufs eine attraktive Anlagemöglichkeit darstellte. Der Investitionsplan hatte viele positive Aspekte, wie unter anderem: stabile Endmarktnachfrage, überdurchschnittliches organisches Wachstum, hohe Margen und hohe Kapitalrenditen, eine solide Bilanz und umfangreiche Insiderkäufe. Darüber hinaus erschien uns die Aktie im Vergleich zu vorherigen Fusionen und Übernahmen in der Branche und in absoluter Hinsicht als sehr günstig. Im Sprachgebrauch von Tweedy sprach die sogenannte Ausgangsbasis eindeutig für Winpak.

Die folgenden Datenpunkte für qualitative und quantitative Merkmale entsprechen dem Stand vom 31. Dezember 2022, soweit nicht anders angegeben. Bitte denken Sie daran, dass Winpak in kanadischem Dollar gehandelt wird, die Berichterstattung des Unternehmens jedoch auf US-Dollar lautet.

Zu den positiven **qualitativen** Hauptmerkmalen gehören folgende:

- Umsatzstabilität: Mehr als 90 % des Umsatzes von Winpak stammen aus der Verpackung von verderblichen Lebensmitteln und Getränken, einem relativ defensiven Endmarkt. Die breite Mehrzahl der Winpak-Produkte wird in Lebensmittelläden gekauft. Bei den letzten zwei Rezessionen (2009 und 2020) verzeichnete Winpak schlimmstenfalls moderate organische Volumenrückgänge im niedrigen einstelligen Bereich.
- Umstellungskosten: Winpak ist ein Spezialist für Extrusionstechnologie, die Harzgranulat in maßgeschneiderte Folien mit sehr spezifischen Produkteigenschaften verwandelt. Winpak stellt beispielsweise zu 100 % die Verpackungen für Schinken in Kanada und rund 60 % der Verpackungen in den USA her. Die wichtigsten Produkteigenschaften einer Schinkenverpackung sind unter anderem: Verlängerung der Haltbarkeit, Beseitigung von Gerüchen und Durchstoßfestigkeit zum Ausschalten von Leckagen. Eine Schinkenverpackung besteht aus 13 maßgearbeiteten Folienschichten. Der Einsatz von eigenen Folien mit kundenspezifischen Harzmischungen erhöht die Umstellungskosten für den Kunden.
- Preismacht: Die Kosten für Rohstoffe – die drei wichtigsten sind Polyethylen, Polypropylen und Nylon – machen fast 50 % der Umsätze aus. Für die Rentabilität ist es daher wesentlich, dass Änderungen der Rohstoffpreise auf den Kunden umgelegt werden können. Annährend 70 % des Umsatzes von Winpak sind vertraglich gebunden (2 bis 5 Jahre), wobei die Herstellungspreise an die Rohstoffpreise gekoppelt sind, wenn auch mit einer Verzögerung von vier bis sechs Monaten. Im Jahr 2022 erzielte Winpak fast als einziger Hersteller von Konsumprodukten und trotz eines Preisanstiegs von über 18 % ein positives organisches Volumenwachstum.
- Erhebliche Insiderkäufe: Seit November 2020 haben neun Unternehmensinsider Winpak-Aktien im Wert von über 6 Millionen CAD zu einem durchschnittlichen Kaufpreis von 39,21 CAD pro Aktie gekauft.

- Medizinische Verpackungen als neue Wachstumschance: 2021 erwirtschaftete Winpak mit medizinischen Verpackungen einen Umsatz von 40 Millionen USD (rund 5 % des Gesamtumsatzes). Medizinische Verpackungen sind ein attraktiver Endmarkt mit hohen Margen und hohen Markteintrittsschranken. Der Sektor ist stark reguliert und die Produkte bedürfen einer FDA-Zulassung. Allein die Prüfung der Produktsicherheit dauert normalerweise über ein Jahr. Die Umstellungskosten sind im Regelfall sehr hoch. Die Vertragsverhandlungen für medizinische Verpackungen sind zeitintensiv, stärken aber in der Regel die Kundenbeziehung. Winpak hat sich zum Ziel gesetzt, die mit medizinischen Verpackungen erzielten Umsätze bis 2025 zu verdoppeln.

Zu den positiven **quantitativen** Hauptmerkmalen gehören folgende:

- Überdurchschnittliches organisches Wachstum: In den letzten zehn Jahren betrug das durchschnittliche jährliche organische Umsatzwachstum +6 %, wovon 4 % auf das Volumen und 2 % auf den Preis entfielen. Winpak glaubt, über die nächsten Jahre ein Volumenwachstum im mittleren einstelligen Bereich erzielen zu können.
- Hohe Margen: Im vergangenen Zehnjahreszeitraum erzielte Winpak EBITDA-Margen von durchschnittlich 21 %. Die Margen von Winpak gehören im Vergleich zu denen von börsennotierten Peers zu den höchsten in der Verpackungsindustrie. Die aktuellen EBITDA-Margen von rund 19 % liegen darüber hinaus etwa 200 Basispunkte unter dem 10-Jahres-Durchschnitt. Obwohl dies für unsere Investmentthese nicht wesentlich ist, könnte die Rückkehr zum Mittelwert bei den Margen das EBITDA weiter in die Höhe treiben.
- Hohe Kapitalrenditen: Die Kapitalrendite (ROIC) nach Steuern lag in den letzten zehn Jahren bei durchschnittlich 19 %. Das ROIC nach Steuern wird als EBITA nach Steuern/(Nettoschulden + Eigenkapital) definiert.
- Nettoliquidität: Zum 31. Dezember 2022 verfügte Winpak über liquide Mittel im Umfang von 399 Millionen USD mit einem Verschuldungsgrad von null. Zum 20. März 2023 belief sich die Nettoliquidität von Winpak auf 21 % seiner Marktkapitalisierung.
- Keine einmaligen Aufwendungen: Die überwiegende Mehrzahl der an der Börse notierten Unternehmen melden regelmäßig „einmalige" Aufwendungen, die Analysten bei der Beurteilung der „zugrundeliegenden" Rentabilität in der Regel ignorieren. In einer Zeit, in der „einmalige" Aufwendungen eher die Regel als die Ausnahme sind, zeichnet sich Winpak als ein Unternehmen aus, das zumindest in den letzten 13 Jahren keine einmaligen Aufwendungen offengelegt hat. Die gemeldeten Zahlen entsprechen folglich den tatsächlichen Zahlen. Wir halten dies für selten und beachtenswert.

Während Winpak über viele positive Merkmale verfügt, besteht unserer Ansicht nach ein Unterschied zwischen einem guten Unternehmen und einem guten Investment. Ausschlaggebend ist für uns der Preis im Verhältnis zum Wert. Eine Möglichkeit, um den Wert eines Unternehmens zu beurteilen, ist eine Schätzung seines privaten Marktwerts. In anderen Worten dem Preis, der Anteilinhaber zustände, wenn das Unternehmen vollständig an einen sachkundigen unabhängigen Käufer veräußert würde. Zur Schätzung des privaten Marktwerts analysieren wir reale Fusionen und Übernahmen von vergleichbaren Unternehmen. Nach Rücksprache mit Branchenexperten erscheinen uns die fünf folgenden Verpackungsunternehmen, die kürzlich Gegenstand von Fusionen und Übernahmen waren, am ehesten mit der Geschäftsaktivität von Winpak vergleichbar.

Datum	Ziel	Käufer	Summe Unternehmenswert	Unternehmenswert vs. Verkaufspreis	Unternehmenswert vs. EBITDA	EBITDA-Marge
2. Apr. 2018	Coveris Americas (im PE-Besitz von: Sun Capital Partners)	Transcontinental Inc. (TCL/A CN)	USD 1.320	1,4x	10,3x	13,3 %
6. Apr. 2018	Bemis Company, Inc. (BMS)	Amcor PLC (AMCR, AMC AU)	USD 6.719	1,6x	11,7x	14,0 %
20. Sept. 2021.	Gateway Plastics	Silgan Holdings Inc. (SLGN)	USD 485	3,2x	10,5x	30,7 %
20. Dez. 2021	Ball Metalpack (51 % Platinum Equity, 49 % Ball Corporation)	Sonoco Products Company (SON)	USD 1.350	1,6x	12,2x	13,1 %
1. Febr. 2022	Scholle IPN (privat)	SIG Group AG (SIGN SW)	€ 1.305	2,8x	14,5x	19,0 %
1. Nov. 2022	Liquibox	Sealed Air Corporation (SEE)	USD 1.150	3,2x	13,5x	23,5 %
		DURCHSCHNITTL.:		**2,3x**	**12,1x**	**19 %**

Wie aus obigen Beispielen deutlich wird, wurden mit Winpak vergleichbare Unternehmen zu einem Unternehmenswert vs. EBITDA in einer Bandbreite von 10,3x bis 14,5x erworben. Der durchschnittliche Unternehmenswert vs. EBITDA der vorstehenden Transaktionen hat einen Multiplikator von 12,1. Die von uns kontaktierten Branchenexperten haben einstimmig Bemis als den größten börsengehandelten Mitbewerber von Winpak identifiziert. Bemis wurde von Amcor im Rahmen einer 2018 angekündigten Transaktion zu einem Unternehmenswert vs. EBITDA von 11,7x übernommen.

Winpak wurde am 20. März 2023 an der Börse für 40,69 CAD pro Aktie gehandelt. Auf der Grundlage des im Dezember 2022 endenden Jahres wird Winpak zu einem Unternehmenswert von 7,0x zum EBITDA und einem Unternehmenswert von 8,8x zum EBITDA gehandelt. Wenn Winpak anhand von Bewertungsmultiplikatoren am unteren Ende des beobachteten M&A-Spektrums im Bereich Lebensmittelverpackungen oder mit einem EBITDA von 10x oder 11x bewertet wird, würde sich sein geschätzter innerer Wert auf rund 55 bis 59 CAD je Aktie belaufen

Darüber hinaus liegt die Eigentümer-Gewinnrendite von Winpak (EBITA nach Steuern vs. Unternehmenswert) bei über 8 %. Wir halten dies auf Stand-Alone-Basis statistisch gesehen für sehr preisgünstig.

Wie jedes Investment verfügt natürlich auch Winpak über weniger attraktive Merkmale. Beispielsweise würden steigende Rohstoffpreise (insbesondere die Kosten für Harz, die mit dem Ölpreis korreliert sind) Winpaks kurzfristige Gewinnmargen beeinträchtigen. Erhöhte Bedenken rund um die Umweltauswirkungen von Kunststoff könnten die Nachfrage nach Winpaks Produkten auf Dauer negativ beeinflussen. Auch wenn nicht mehr als 10 % der verzeichneten Umsätze auf Einzelkunden entfallen, könnte der Verlust von Großkunden zu einem entsprechenden Umsatzrückgang für Winpak führen. Unserer Ansicht nach werden diese und andere Negativfaktoren jedoch von den vorstehend beschriebenen Vorteilen wettgemacht.

Eine günstige Ausgangsbasis kann natürlich keine Garantie für ein positives Anlageergebnis sein. Winpak ist zudem nur einer von vielen Aktienwerten, die unsere Teilfonds im Bestand halten. Das Investment kann sich als erfolgreich erweisen oder auch nicht. Das Halten einer großen Gruppe von Aktien, die eine günstige Ausgangsbasis haben dürften und mit erheblichen Abschlägen auf unsere beste Schätzung des privaten Marktwerts erworben wurden, wird jedoch unseren Beobachtungen zufolge mit attraktiven absoluten Renditen belohnt, die bisweilen sogar den Index übertreffen. (*Risikostreuung garantiert keinen Gewinn und schützt in einem allgemein einbrechenden Markt nicht vor Verlusten)*.

Wertentwicklung

Zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres am 1. Oktober 2022 hatten der S&P 500, der Dow Jones Industrial Average, der NASDAQ und der MSCI EAFE Index ihre vorherigen Tiefststände durchbrochen und wurden im Baissemarkt gut gehandelt. Den nachfolgenden Zeitraum prägte ab Februar der Ukrainekonflikt, der an den Kapitalmärkten für erheblichen Negativdruck sorgte. Die resultierende Volatilität zeigte sich vor allem in spekulativeren Marktbereichen, während kurssensiblere Aktien auf relativer Basis gegenüber ihren wachstumsorientierteren Pendants deutlich an Boden gewannen. Trotz einer recht beeindruckenden Sommerrally, bei der US- und globale Aktienindizes einen Großteil ihrer Verluste wieder wettmachen konnten, befanden sich die Märkte im letzten Sommer und Anfang Herbst erneut in Aufruhr, da die Inflationsdaten für August wenig Aussicht auf eine lang ersehnte „Kehrtwende der Fed" boten. Kurz nach Beginn des laufenden Geschäftsjahres im Oktober setzte bei globalen Aktienwerten eine Erholung ein, die sich über den Großteil des 4. Quartals im Kalenderjahr bis 2023 fortsetzte. Grund dafür waren Nachrichten rund um eine rückläufige Inflation, die erneute Hoffnung auf eine Kehrtwende der Fed und eine unter Umständen „sanfte Landung" der Weltwirtschaft. Diese jüngste Rally begünstigte Technologieaktien und Nicht-US-Aktien. Zum Redaktionszeitpunkt nimmt der Markt den jüngsten Konkurs von drei Banken und das damit verbundene Beben gelassen hin, da die Aufsichtsbehörden den Rettungsschirm erneut geöffnet und dem gesamten Bankensektor Einlagensicherheiten und Kreditfazilitäten zugesichert haben. Selbstverständlich waren die letzten Monate an den Kapitalmärkten unglaublich anspruchsvoll, da eine Fülle makroökonomischer Bedenken das Anlegervertrauen stark strapazierte.

Bei Einsetzen der scheinbaren Neuordnung an unseren Kapitalmärkten schrieben die Tweedy, Browne Value Funds am Ende der ersten Geschäftsjahreshälfte jedoch solide schwarze Zahlen, mit Umsätzen in einer Bandbreite zwischen 11,1 % (Global High Dividend Value Fund) und 14,2 % (International Value Fund (CHF)). Angesichts der erhöhten Volatilität waren die starken absoluten Renditen der Teilfonds ein sehr erfreuliches Zeichen. Die Anteilinhaber der zwei europäischen Teilfonds, International Value Fund (Euro) und Global High Dividend Value Fund, werden darauf hingewiesen, dass der Verwaltungsrat des Fonds im November 2022 die Aufhebung der Währungsabsicherungen beschlossen hat. Wir hoffen, dass die aktuelle Volatilität in Verbindung mit der scheinbaren Neuordnung an den Kapitalmärkten nach den über zehn Jahren währenden Marktexzessen weiterhin kurssensitive Anlagestrategien wie die der Teilfonds begünstigen wird und dass sich die drei-, fünf- und zehnjährigen annualisierten Performancezahlen der Teilfonds von den Herausforderungen erholen werden, die sich aus den Spekulationsexzessen in der Ära der Nullzinsanleihen ergeben haben.

Portfolioaufteilung, -aktivität und -positionierung

Bitte beachten, dass die einzelnen nachstehend besprochenen Unternehmen während der sechs Monate bis zum 31. März 2023 von mindestens einem der Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen drei Fonds gehalten wurden.

Zu Beginn des Geschäftsjahres erlebten Aktien weltweit eine Berg- und Talfahrt. Vor Jahresauftakt waren die Aktienmärkte stark eingebrochen. Grund dafür waren zu einem großen Teil die Lieferkettenengpässe, gekoppelt an den schnellen Inflations- und Zinsanstieg, sowie die Befürchtung, dass die Wirtschaft infolge der restriktiveren finanziellen Bedingungen in eine schwere Rezession abrutschen könnte. Die Abschläge betrafen weitgehend die „Big Tech"-Technologieunternehmen und spekulativere Emissionen, während traditionellere Value-Sektoren wie Industriewerte, Energie, Finanzwerte und Basiskonsumgüter aufwärts tendierten. Als sich den Berichten nach der Inflationsausblick in diesem Geschäftsjahr verbesserte, sanken die Zinssätze geringfügig und an den weltweiten Aktienmärkten setzte eine Erholung ein, die zumindest teilweise auf das neu erwachte Vertrauen in den Tech-Sektor und die gesunkene Angst vor einer potenziell schweren Rezession zurückzuführen war. Die Märkte erwiesen sich im letzten Monat als sehr widerstandsfähig und ließen sich von den zahlreichen Bankpleiten in den USA und weltweit nicht aus der Ruhe bringen. Angesichts der recht hohen Aktienbewertungen insbesondere im Tech-Sektor und der sich als recht hartnäckig erweisenden Inflation bleibt jedoch abzuwarten, ob dieses Vertrauen gerechtfertigt ist.

Obwohl die Wertentwicklung der Teilfonds in den letzten sechs Monaten nicht gegen das Auf und Ab an den Märkten immun war, wurden in diesem Zeitraum starke absolute Renditen verzeichnet, auch wenn diese hinter den betreffenden Indizes zurückblieben. Die meisten Unternehmen in den Teilfondsportfolios machten unabhängig von ihren Börsenkursen weiterhin zugrundeliegende finanzielle Fortschritte und die zugrundeliegenden Unternehmensgewinne hielten sich recht gut. Aufgrund des Anstiegs der Inputkosten infolge von Inflation und Angebotsengpässen gerieten die Gewinnmargen vieler Portfoliounternehmen jedoch zusehends unter Druck. Der Rückgang bei bestimmten Portfoliobeständen war zweifellos auch auf die rückläufigen Bewertungsmultiplikatoren angesichts der steigenden Zinsen/Diskontsätze und nicht nur auf die sich eintrübenden Fundamentaldaten zurückzuführen.

Die Teilfonds bleiben allgemein nach Emissionen, Ländern, Branchengruppen und Marktkapitalisierung diversifiziert. Insgesamt leisteten die Bestände in den Bereichen Luftfahrt und Verteidigung, Maschinenbau, Getränke, Luftfracht und Logistik sowie Chemiewerte einen wesentlichen positiven Beitrag zu den Renditen unserer Teilfonds im Berichtszeitraum. Neben zahlreichen anderen Industrieunternehmen erwiesen sich dabei Unternehmen wie Safran, BAE Systems, Krones, Coca-Cola FEMSA, Deutsche Post und Kemira als sehr renditestark. Demgegenüber litten die Teilfondsbestände Medien, Biotechnologie, IT-Dienstleistungen und Pharmaunternehmen, wobei Unternehmen wie TX Group, Ionis Pharmaceuticals, Transcosmos und Roche neben vielen anderen die größten Abschläge hinnehmen mussten. In geografischer Hinsicht lieferten die europäischen Bestände (Frankreich, Schweden, Deutschland, Großbritannien und Nordirland, Italien und Finnland) die höchsten Teilfondsrenditen, da der milde Winter den Druck auf die Energiepreise minderte. Viele US-amerikanische Teilfondsbestände wie unter anderem FedEx, FMC Corp, Berkshire Hathaway und Vertex Pharmaceuticals leisteten ebenfalls einen positiven Wertbeitrag. Die Positionen der Teilfonds in Asien erholten sich von einer enttäuschenden Entwicklung in der zweiten Hälfte des vergangenen Geschäftsjahres. Einige der besten Performancebeiträge in diesem Geschäftsjahr lieferten bisher in Hongkong und China ansässige Unternehmen wie CK Hutchison, Luk Fook Holdings, Uni-President und Johnson Electric. Das südkoreanische Unternehmen LG Corp erzielte in den letzten sechs Monaten ebenfalls eine solide Rendite.

Da die Marktvolatilität über weite Abschnitte im Berichtszeitraum anhielt, blieben wir aktiv und gingen eine erhebliche Anzahl neuer Engagements auf Teilfondsebene ein. Wir haben in dem Zeitraum zudem zahlreiche neue Positionen aufgebaut. In dem Diagramm unten wird die Kauf- und Verkaufsaktivität unseres International Value (CHF) Teilfonds im Berichtszeitraum dargestellt, und wie Sie sehen können, handelt es sich bei diesen neuen Engagements in erster Linie um Small- und Mid-Cap-Unternehmen, die in der Mehrzahl ebenfalls sehr positive Beiträge zur Teilfondsperformance leisteten. Bitte beachten Sie,

dass die dargestellte Anlagetätigkeit nicht unbedingt ein Indikator für die frühere oder künftige Anlagetätigkeit ist; dass die für einzelne Aktien dargestellten Renditen nicht repräsentativ für die gesamte Wertentwicklung des Teilfonds in dem Zeitraum sind (der Teilfonds erzielte im Halbjahreszeitraum zum 31. März 2023 eine Rendite von 14,22 %); dass die dargestellten nicht realisierten Gewinne und Verluste (Stand: 31. März 2023) unter Umständen nicht repräsentativ für die aktuellen oder künftigen realisierten Gewinne oder Verluste des Teilfonds sind; und dass die dargestellten Aktien möglicherweise nicht in unseren anderen Teilfonds gehalten oder zu denselben Preisen erworben wurden.

INTERNATIONAL VALUE FUND (CHF) | KÄUFE UND VERKÄUFE (01.10.2022 – 31.03.2023)

AKTIENKÄUFE

WERTPAPIER		GEWICHTETE DURCHSCHNITTSKOSTEN	LAND
ADEKA Corporation	JPY	2.154,8	Japan
Alten SA	EUR	119,6	Frankreich
Brenntag AG	EUR	66,1	Deutschland
Fuso Chemical Co.	JPY	3.496,8	Japan
Grafton Group PLC	GBP	6,7	Großbritannien
Johnson Electric Holdings	HKD	8,8	Hongkong
LX Holdings Corp.	KRW	8.497,9	Südkorea
Mitsubishi Gas Chemical Co.	JPY	1.872,5	Japan
Truist Financial Corporation	USD	31,4	Vereinigte Staaten

AKTIENVERKÄUFE

WERTPAPIER		GEWICHTETER DURCHSCHNITTLICHER VERKAUFSPREIS	LAND
Binggrae Co.	KRW	40.097,9	Südkorea
Dali Foods Group	HKD	3,4	China
Hyundai Mobis Co.	KRW	204.906,3	Südkorea
Kangnam Jevisco	KRW	21.119,6	Südkorea
Megacable Holdings SAB	MXN	42,7	Mexiko
Nifco Inc.	JPY	3.608,7	Japan

In der vorstehenden Tabelle sind die Aktienkäufe und -verkäufe (aber nicht die Steigerungen oder Rückgänge bestehender Aktienpositionen) dargestellt, die in dem Halbjahreszeitraum zum 31. März 2023 im International Value Fund (CHF) getätigt wurden. Die Preisangaben sind in den lokalen Währungen der Wertpapiere angegeben und spiegeln weder die Rendite des Teilfonds in Schweizer Franken noch die Auswirkungen der Absicherungspolitik des Fonds wider. Die ausgewiesenen Zahlenwerte stellen die gewichteten Durchschnittskosten und den gewichteten durchschnittlichen Verkaufspreis, wie angegeben, in Bezug auf jedes Wertpapier dar, basierend auf den vom Teilfonds während des Geschäftsjahres gehandelten Aktien.

Auf der Verkaufsseite trennten wir uns von einem Großteil der verbleibendenden Anteile an Hyundai Mobis, dem südkoreanischen Automobilzulieferer; Binggrae, einem südkoreanischen Hersteller von Milchprodukten; Dali Foods, einem in Hongkong ansässigen Imbiss- und Getränkeunternehmen; und Nifco, einem japanischen Hersteller von Verbindungselementen und Kunststoffteilen für Autos und Haushaltsgeräte. Die Aktienkurse dieser Gesellschaften hatten entweder unsere Schätzungen des zugrundeliegenden inneren Werts erreicht oder wurden durch unsere rückläufigen Schätzungen des zugrundeliegenden inneren Werts und die künftigen Wachstumsaussichten beeinträchtigt. In anderen Fällen haben wir Positionen abgebaut, um Platz für Neuzugänge zu schaffen.

Im letzten Herbst berichteten wir in unserem jährlichen Brief an die Anteilinhaber, dass wir bei einer unserer Teilfondspositionen, dem mexikanischen Hühnerfleischunternehmen Bachoco, aktiv werden wollten. Wir hatten uns vehement gegen ein freiwilliges Übernahmeangebot der Familie Robinson Bours ausgesprochen, das unserer Ansicht nach unter dem inneren Wert lag und die Familie auf Kosten von Minderheitsaktionären in unfairer Weise begünstigte. Wir unternahmen zahlreiche Anstrengungen, um über die Presse und gemeinsam mit anderen Aktionären Druck auf die beherrschende Familie auszuüben, in der Hoffnung, ein besseres Ergebnis zu erwirken. Leider müssen wir jedoch berichten, dass unsere Bemühungen vergebens waren. Die Familie hielt an ihrem freiwilligen Übernahmeangebot

fest und wir mussten zwischen zwei schlechten Optionen wählen: entweder das in unseren Augen niedrige Angebot annehmen und unsere Aktien weit unter dem von uns geschätzten Zeitwert andienen oder auf die Andienung verzichten und mit noch weniger Liquidität bei einer ohnehin schwach gehandelten Aktie rechnen. Wir entschlossen uns schweren Herzens für die erste Option und dienten unsere Anteile in letzter Minute an. Obwohl die mit Bachoco erzielten Renditen im grünen Bereich lagen, hatten wir das Gefühl, aufgrund eines potenziellen Wertverlusts viel Geld aus dem Fenster werfen zu müssen. Abgesehen von dem Bachoco-Ergebnis gab es seit unserer letzten Mitteilung keine weiteren wesentlichen Risiken oder Chancen im Bereich ESG zu berichten. Wir werden jedoch weiterhin die wesentlichen Risiken oder Chancen sorgfältig bewerten, die sich im Zusammenhang mit unserer Einschätzung der künftigen Zusammensetzung der zugrundeliegenden inneren Werte der Teilfondsbestände aus den von uns identifizierten ESG-Themen ergeben können. Unser ESG-Ansatz ist seit jeher an unseren treuhänderischen Verpflichtungen und unserem Ziel ausgerichtet, unseren Anteilinhaberinnen und Anteilinhabern im Einklang mit den Anlagezielen und -strategien der Teilfonds die besten risikobereinigten Renditen zu bescheren.

Wir glauben, dass die Tweedy, Browne Value Funds nach wie vor gut positioniert sind, um von den Anlagemöglichkeiten zu profitieren, die sich angesichts der scheinbar laufenden Neuordnung an unseren Kapitalmärkten ergeben. Vor allem haben die Portfolios der Teilfonds wenig mit Large-Cap-Indizes gemeinsam. An dem Diagramm unten wird der Multi-Cap-Charakter des auf den Schweizer Franken lautenden Teilfonds ersichtlich, dessen Bestände sich zu einem hohen prozentualen Anteil aus Mikro-, Small- und Mid-Cap-Unternehmen zusammensetzen. Am 31. März 2023 waren rund 30,5 % der Aktienmarktkapitalisierung des Teilfonds in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von unter 10 Milliarden USD investiert. Im Vergleich dazu ist der MSCI EAFE Index lediglich zu 10 % in Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 10 Milliarden USD investiert.

INTERNATIONAL VALUE FUND (CHF) | GEWICHTUNG DER MARKTKAPITALISIERUNG (31. MÄRZ 2023)

MARKTKAPITALISIERUNG (IN USD)	% PORTFOLIO	% AKTIEN	MARKTWERT	MSCI EAFE INDEX
>50 Milliarden	44,81 %	47,79 %	USD 72.171.268,90	49,03 %
25 - 50 Milliarden	9,37 %	9,99 %	15.094.400,72	20,74 %
10 - 25 Milliarden	10,95 %	11,68 %	17.642.361,85	19,96 %
2 - 10 Milliarden	22,58 %	24,08 %	36.364.759,44	10,27 %
< 2 Milliarden	6,05 %	6,46 %	9.748.873,53	0,00 %
Aktien gesamt	**93,77 %**	**100,00 %**	**USD 151.021.664,45**	**100,00 %**
Barmittel	5,05		8.139.758,83	
Absicherungen	1,18		1.896.321,06	
Summe	**100,00 %**		**USD 161.057.744**	

Die Ländergewichtungen der Teilfonds weichen zudem erheblich von denen der MSCI EAFE oder World-Indizes ab. Der Global High Dividend Value Fund hat beispielsweise rund 12 % seines Aktienkapitals in US-Unternehmen investiert gegenüber einer Gewichtung von 68 % im MSCI World. Der International Value Fund (CHF) legt rund 5 % seines Aktienkapitals in japanische Unternehmen an, gegenüber einer Gewichtung von 22 % in Japan des MSCI EAFE Index. Außerdem beträgt laut Bloomberg der „aktive Anteil" der drei Teilfonds zum 31. März 2023 jeweils 90,3 % (International Value (CHF)), 90,8 % (International Value (Euro)) und 95,1 % (Global High Dividend) gegenüber den Referenzindizes der Teilfonds. Basierend auf dem aktiven Anteil wird der Prozentsatz der Aktienbestände in einem Fondsportfolio berechnet, der von einem Index abweicht.

Die Portfolioallokationen der drei Teilfonds sind zudem seit Jahren nicht US-zentriert, und diese Ausrichtung wird beibehalten. Wie bereits erwähnt, sind die Bewertungsunterschiede zwischen US- und Nicht-US-Aktien in den letzten Jahren deutlich gestiegen und begünstigen unseres Erachtens fortgesetzt vor allem Nicht-US-Aktien.

Letztlich sind wir überzeugt davon, dass die Attraktivität unserer Teilfondsportfolios aus Bewertungsperspektive nicht in Frage gestellt werden kann. Alle Portfoliobestände unserer drei Teilfonds werden, aggregiert betrachtet, zu angemessen attraktiven gewichteten durchschnittlichen Bewertungsmultiplikatoren gehandelt wie dem Kurs im Verhältnis zum erwarteten Gewinn, dem Kurs im Verhältnis zum Buchwert und dem Kurs im Verhältnis zum Betriebsergebnis vor Steuern. Die Eigentümer-Gewinnrendite, die als Nettogewinn nach Steuern geteilt durch den Unternehmenswert definiert wird, betrug in den letzten Jahren bei vielen, wenn nicht sogar den meisten Neukäufen für unsere Teilfonds mindestens 7 bis 8 %, was im Vergleich zu den meisten Ertragsrenditen von Unternehmen nach Steuern recht attraktiv ist.

Wir glauben, dass die Diversifizierung der Teilfonds nach Emissionen, Ländern, Sektoren, Branchengruppen und Marktkapitalisierung nicht nur die Volatilität eindämmt, sondern vor allem auch das fundamentale Risiko senkt. *(Wie vorstehend erwähnt, garantiert Risikostreuung keinen Gewinn und schützt in einem allgemein einbrechenden Markt nicht vor Verlusten.)*

Darüber hinaus weist die breite Mehrzahl der Unternehmen, in welche die Teilfonds investiert sind, nach unserer Einschätzung einen sehr geringen Verschuldungsgrad auf. Die Neukäufe unserer Teilfonds werden im Allgemeinen zu Börsenkursen getätigt, die deutlich unter unseren konservativen Schätzungen des zugrundeliegenden inneren Werts liegen. Obwohl wir statistischen Risikokennzahlen mit Fokus auf die Renditevolatilität wie Standardabweichung, Beta und/oder Sharpe-Ratio wenig Bedeutung beimessen, schneiden alle drei Teilfonds bei diesen Kennzahlen im Vergleich zu relevanten Indizes langfristig gut ab. Warren Buffett wird häufig mit dem Satz zitiert: „Um als Erster durchs Ziel zu kommen, muss man zunächst ans Ziel gelangen". Diese Ermahnung verlieren wir nie aus dem Blick.

Wie bereits in den letzten Berichten erläutert, beinhalten unsere Teilfondsportfolios einen diversifizierten Mix von nach unserer Einschätzung erstklassigen Unternehmen, auf die wir uns häufig als „bessere Unternehmen" beziehen. Das Vermögen dieser eher zyklischen, vermögensstarken Unternehmen, unterliegt bis zu einem gewissen Grad konjunkturellen Schwankungen, während wir die kleineren Positionen in verschiedenen Unternehmen mit überzeugenden statistischen Profilen als statistische Wetten einstufen. Insiderkäufe spielen in diesem Portfoliosegment oft eine große Rolle. Wir bezeichnen dies als die Versicherungskomponente, da eine Versicherungsgesellschaft auf eben diese Weise Statistiken und Diversifizierung bei der Risikoübernahme verwendet. Wenn wir von potenziellen Kunden gefragt werden, was uns ausmacht, verweisen wir auf dieses Mosaik von Werten, durch das sich unser Ansatz weitgehend von dem der Konkurrenz abhebt.

Finanzielle Vorstädte

Zu den besseren Unternehmen im Portfolio gehören Unternehmen, die unserer Einschätzung nach über echte und dauerhafte Wettbewerbsvorteile verfügen, aufgrund derer sie überdurchschnittliche Kapitalrenditen erzielen dürften. Wir bezeichnen diese Arten von Unternehmen manchmal auch als finanzielle Vorstädte („*financial suburbans*"), also als Unternehmen, die nahezu allen wirtschaftlichen Gegenwinden oder Störungen standhalten sollten. Sie sind ideale Kaufgelegenheiten, werden aber leider viel zu selten zu attraktiven Abschlägen auf konservative Schätzungen des zugrundeliegenden inneren Wertes gehandelt. Preisgelegenheiten ergeben sich bei diesen Unternehmen oft nur im Fall von starken Konjunktureinbrüchen, wenn unter Anlegern die Angst grassiert. Wenn sich solche Chancen bieten, greifen wir natürlich zu. Das höhere Konfidenzniveau dieser Unternehmen ermöglicht uns im Regelfall, beim Kauf umfangreichere Positionen einzugehen. Außerdem können wir sie nach dem Kauf über sehr lange Perioden, manchmal über Jahrzehnte im Portfolio halten, da sie bestens in der Lage sind, ihren inneren Wert über lange Bewertungszeiträume hinweg ständig zu steigern und somit ihre Aktienkurse fortlaufend zu besichern.

Von Kunden und Anlageberatern werden wir aber oft gefragt, warum unsere Portfolios weiterhin bedeutend in Unternehmen wie unter anderem Nestlé, Heineken und Diageo investiert sind, die wir seit Jahrzehnten im Bestand halten. Schließlich sind diese „Qualitätsunternehmen" nicht unbedingt

preisgünstig und die meiste Zeit über keine typischen „Value-Aktien“. Warum also bleiben wir in diese Werte investiert und warum stellen sie einen wichtigen Bestandteil unserer Anlagetätigkeit dar?

Unser Ansicht nach verfügen die drei genannten Unternehmen ausnahmslos über solide Geschäftsmodelle, gestützt durch ihre weltweit Präsenz und ihre Markenpositionierung, denen gegenüber Wettbewerber meistens machtlos sind. Anstatt eine Auswahl an hochpreisigen Artikeln zu vertreiben, umfasst ihr Produktangebot in den meisten Fällen eine Vielzahl von Niedrigpreisprodukten, was unserer Ansicht Sicherheit gibt. Es ist nunmal einfacher, sich eine Flasche Heineken oder eine Nestlé Nespresso-Kaffeekapsel zu leisten als einen neuen BMW. Die Verbraucher identifizieren sich stark mit den Marken dieser Unternehmen, die über erhebliche Größenvorteile bei Produktion und Werbung sowie über ein umfassendes Vertriebsnetz verfügen. Ein weiterer wichtiger Grund für unsere Treue ist, dass sie die inflationären Input-Preise scheinbar deutlich leichter auffangen können als Wettwerber mit schwächeren oder ohne Marken und geringeren Margen. Rohstoffe haben an den Gesamtkosten ihrer schwächer aufgestellten Konkurrenten ohne Markennamen in der Regel einen größeren Anteil. Verbraucher scheinen bereit zu sein, für diese Marken den entsprechenden Preis zu zahlen. Und Konsumenten mit steigendem Einkommen sind unserer Erfahrung nach eher gewillt, auf „bessere“ Marken umzusteigen. Die Unternehmen sind langfristig umfassend auf Premiumisierung ausgerichtet. Und es gibt zahlreiche Gründe, warum Konsumenten für Marken den festgelegten Preis zahlen wollen. Dazu gehören unter anderem die Wahrnehmung, dass die Produkte von höherer Qualität sind, ehrgeizige Zielsetzungen, Status und soziale Signale. Diese Unternehmen fahren einen harten Kurs, wenn es darum geht, die Verbindung ihrer Kunden zur Marke und die Relevanz und Attraktivität ihrer Produkte sicherzustellen. Zum Beispiel erfindet Nestlé Kaffee immer wieder „neu“. Nespresso wurde in ein Luxusprodukt verwandelt und Nestlé wendet viel Mühe auf, um mit seinen Kaffeeartikeln ein jüngeres Publikum anzusprechen. Diageo bemüht sich ebenfalls verstärkt um jüngere Konsumentengruppen, indem das Unternehmen ihnen Kenntnisse zu Cocktails, Mixern und hochwertigen alkoholischen Getränken vermittelt, um somit ihre Produktverbundenheit zu vertiefen. Wenn vor allem aufstrebende Verbraucher mit steigendem Einkommen Gäste beeindrucken und/oder sich etwas Gutes tun wollen, kann der Kauf einer Premiumflasche Tequila oder Whiskey als preisgünstige Option erachtet werden, um mit anderen gleichzuziehen. Dieser Mehraufwand kann als noch geringer wahrgenommen werden, wenn hochpreisiger Alkohol pro Glas konsumiert wird.

Wie wir ebenfalls festgestellt haben, profitieren Marken häufig von einem wirtschaftlichen Schutzmechanismus. Die Unternehmen setzen für ihre Markenprodukte in der Regel einen höheren Preis an und erzielen attraktivere Bruttomargen, die ihnen unter schwierigen konjunkturellen Bedingungen Handlungsspielraum verschaffen. Hersteller von Markenartikeln generieren in der Regel auch hohe Kapitalrenditen (das Geld, das sie in ihre Unternehmen investieren). Unserer Ansicht nach bemühen sie sich zudem nach besten Kräften darum, den Wert der Unternehmensanteile langfristig zu steigern. Nestlé, Diageo und Heineken konnten ihren inneren Wert je Aktie über Jahrzehnte hinweg schätzungsweise um jährlich rund 6 bis 8 % in die Höhe treiben. Die größten Treiber für dieses vielversprechende und relativ stabile Wachstum sind unter anderen: 1) hohe Kapitalrenditen, 2) relativ stabiles Umsatzwachstum, 3) Steigerung der EBIT-Marge durch Premiumisierung (Trading-up) und Effizienzsteigerungen und 4) Generierung von Liquidität. Weiter begünstigt wurde die Wertsteigerung in einigen Fällen durch durchdachte Aktienrückkäufe. Letztlich sind Übernahmen der weniger erfassbare Faktor, der den Wertzuwachs weiter steigern (aber auch belasten) kann. Wir verfolgen die Fusions- und Übernahmeaktivität („M&A“) eingehend nach, da wenig günstige und/oder überteuerte Übernahmen Wert vernichten können. Als positiv bewerten wir, dass es sich bei dieser Art von Unternehmen häufig um sehr große Akteure handelt. Ihre gelegentlichen Akquisitionen sind in der Regel von geringem Umfang und dürften den Unternehmenswert und die Wertschöpfung rechnerisch wenig beeinflussen

oder beeinträchtigen. Wenn sie für eine unbedachte Übernahme einen überhöhten Preis zahlen müssen, wird sie dies nicht vollständig von ihrem Kurs abbringen.

Auch wenn wir insgesamt der Meinung sind, dass Unternehmen wie Nestlé, Diageo und Heineken sehr attraktive Werte sind, handelt es sich dabei nicht unbedingt um billige Aktien, die überdurchschnittlich hohe Renditechancen bieten, wenn man sie zu einem beliebigen Zeitpunkt blind kauft. Weshalb wir gleich einer kaputten Schallplatte wiederholt darauf hinweisen, dass es immer um den Preis geht. Wir versuchen, diese Aktien zu kaufen, wenn ihre Börsenkurse deutliche Abschläge aufgrund von Fusionen und Übernahmen bezüglich vergleichbarer Unternehmen aufweisen. Wie bereits erwähnt, sind attraktive Einstiegspreise bei diesen Unternehmen äußerst selten und zwar unserer Einschätzung nach ebenso selten, wie in freier Wildbahn auf eine Familie von Schneeleoparden zu stoßen. In den seltenen Fällen, in denen uns diese Werte als preisgünstig gehandelt erschienen, waren die niedrigeren Börsenkurse häufig auf schlechte Nachrichten, einen Einbruch im Börsenmarkt oder andere unvorhersehbare, seltene Ereignisse („Schwarze Schwäne") zurückzuführen. Wir richten unsere Analysen unter solchen Umständen vollständig auf die Bewertung und das Risiko einer Franchise-Wertminderung aus. Dabei fragen wir uns stets, ob es sich bei den jeweiligen Trends lediglich um Modeerscheinungen oder Wahnvorstellungen oder vielmehr um langfristige Umstrukturierungen handelt. Wir können einen Kauf tätigen oder die Aktie ins Portfolio holen, wenn wir der Ansicht sind, dass nur kurzfristige, nicht strukturelle Erwägungen den Aktienpreis drücken. Danach warten wir geduldig ab und hoffen, dass sich das Investment für die Anteilinhaber unserer Teilfonds auszahlen wird. Diese Arten von Anlagen dürften über mindestens zwei Wachstumstreiber verfügen: die Steigerung des inneren Wertes der von unseren Teilfonds gehaltenen Aktien und die Schließung der Bewertungslücke, die wir beim Kauf identifiziert haben (von billig bis zu dem Preis, den man für ein Unternehmen dieser Kategorie erwarten würde). Ein Aktienrückkauf zu niedrigen Preisen erweist sich im Regelfall als dritter Motor, der den Wert und den Aktienkurs längerfristig in die Höhe treiben kann.

Die vorstehend genannten Faktoren und die relative Stabilität des langfristigen Wertzuwachses sind häufig die Gründe dafür, dass wir diese Aktien über längere Perioden in unseren Portfolios halten. Wenn sich die Bewertungslücke unserer Ansicht nach unter den gegebenen Marktbedingungen schließt (oder abnimmt), reduzieren wir unser Engagement in der Aktie. Wir nehmen somit schrittweise Geld aus dem Markt und hoffen, dass wir die Position eines Tages wieder kostengünstig aufstocken können. In der Zwischenzeit beobachten wir die Unternehmensentwicklungen, Branchentrends und die Fusionen- und Übernahmeaktivität und legen weiterhin das Hauptaugenmerk auf das Verhältnis Kurs versus fundamentaler Wert.

Diese Aktien werden auch in Zukunft eine wichtige Rolle in den Portfolios unserer Teilfonds spielen. In einer Diskussion über Stromerzeugung würden wir sie als „Grundlast" bezeichnen, da sie unserer Meinung nach von relevanter Größe, zuverlässig und wetterbeständig sind. Auch wenn sie zeitweise nicht die besten Aussichten auf überdurchschnittliche Renditen bieten, rentieren sie sich im Allgemeinen auf lange Sicht. Und wenn es an der Börse und in der Wirtschaft bergab geht, bieten diese Aktienwerte in der Regel einen defensiven Ballast. Qualitätsunternehmen unterstützen uns dabei, Ihr Kapital in schwächeren Märkten zu schützen und langfristig zu vermehren.

Schlussgedanken

Kapitalismus ohne Konkurs ist wie Religion ohne Sünde. Es funktioniert nicht."

- Allan Meltzer, ehemaliger Zentralbank-Historiker und aktives Mitglied des Council of Economic Advisors

Zum Redaktionszeitpunkt befinden wir uns erneut in einer Phase großer wirtschaftlicher Ungewissheit und finanzieller Instabilität. Die Wertentwicklung an unseren Kapitalmärkten im Berichtszeitraum, die

unter der hartnäckigen, schädlichen Inflation und den steigenden Zinsen litt, ähnelte zeitweise einer Vollkatastrophe. Während die pandemiebedingte Öffnung und Schließung der Weltwirtschaft und der Ukrainekrieg sicherlich keinen geringen Anteil an dieser katastrophalen Situation hatten, ist zur Identifizierung des Schuldigen der derzeitigen Turbulenzen eine etwas differenzierte Analyse erforderlich. Im Sinne von Shakespeares „Nicht durch die Schuld der Sterne, Brutus" scheint die gut gemeinte, aber unvernünftige Geldpolitik der Null-Kupon-Anleihen schuldtragend zu sein, die politische Entscheidungsträger zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums und zur Stützung unserer Finanzmärkte nach der Finanzkrise von 2008 verfolgten. Die seit über zehn Jahren billigen – anders ausgedrückt – kostenlosen Kredite haben eine Fülle unbeabsichtigter Folgen hervorgebracht, zu denen nicht zuletzt die Anfälligkeit unserer Kapitalmärkte, geringes organisches Wachstum, niedrige Produktivität der Arbeitskräfte sowie Vermögens- und Einkommensunterschiede gehören, die wiederum einen gefährlichen Populismus entfacht haben, der eine Gefahr für die demokratischen Institutionen in den USA und weltweit darstellt. Uns ist bewusst, dass diese Problematiken recht ausgeprägt sind, niedrige Zinsen sind jedoch ein starkes Gegenmittel. Negativzinsen können aufgrund von Fehlanreizen systematisches verantwortungsloses oder leichtsinniges Verhalten erheblich verstärken.

Während wir bei Tweedy, Brownes sicherlich keine Wirtschaftswissenschaftler sind, scheint sich die zitierte Beobachtung von Allan Meltzer zumindest unserer Ansicht nach zu bewahrheiten. Eine entsprechende Redewendung hierzu könnte „Ohne Fleiß, keinen Preis" sein. Wenn die Wirtschaft und die Finanzmärkte nicht von Zeit zu Zeit mit den schmerzhaften negativen Folgen einer wettbewerbsorientierten Marktdisziplin konfrontiert werden, können sie schwächeln und gegenüber „Schwarzen Schwänen" wie Pandemien und Kriegen zwischen Staaten anfällig werden. Einer unserer geschätzten Mitbewerber, Tom Russo, erklärt oft, dass sich die Großartigkeit eines Unternehmens an seiner Leidensfähigkeit („capacity to suffer") messen lässt. Wir sind der festen Überzeugung, dass die Konfrontation mit der Marktdisziplin den Unternehmen und der Wirtschaft insgesamt von Nutzen ist. Anleger, die zeitweilig Schwierigkeiten ausgesetzt sind, entwickeln ein besseres Verständnis für das Verhältnis von Risiko und Rendite. Das im Namen der Nullzinspolitik schier endlose Eingreifen der globalen Zentralbanken in den letzten zehn Jahren führte im Wesentlichen dazu, dass Anleger nicht mehr angehalten waren, dem erhaltenen Wert gegenüber dem für risikoreiche Assets bezahlten Preis viel, wenn überhaupt, Aufmerksamkeit zu schenken. Zombieunternehmen, Meme-Aktien, Kryptowährungen, Special Purpose Acquisition Companies (SPACs), technologische Einhörner, die Auf- und Abwärtszyklen und die massive Fremdkapitalaufnahme in unseren Finanzmärkten sind nur einige der Nebeneffekte, die sich aus der zeitweiligen Palliativpflege unserer wohlmeinenden Regulatoren ergaben. Wir bei Tweedy sehnen uns oft zurück nach der Marktdisziplin und der periodischen finanziellen Bereinigung durch die rollenden Rezessionen, die in der Vergangenheit ein selbstverständlicher Bestandteil des guten alten Geschäftszyklus waren. Die Versuche auf Seiten der Politik, sich nach Analyse einer schier endlosen Datenmengen einem Financial-Engineering zu verschreiben und somit Rezessionen auszumerzen, halten wir für kontraproduktiv und zuweilen sogar für äußerst gefährlich. Während die US-Notenbank sich nunmehr an einem Scheideweg befindet und zwischen Hobbes'schen Optionen – Stützung der Marktstabilität (Bankenpleiten) und Bekämpfung der hartnäckigen Inflation – entscheiden muss, scheint es an der Zeit zu sein, uns mit dem Leichtsinn der vorherigen Geldpolitik auseinandersetzen. Wir haben jedoch weiterhin die Hoffnung, dass in unserer Wirtschaft und an unseren Kapitalmärkten eine fundamentale Veränderung im Gange sein könnte.

Wo stehen wir also heute? Ohne übermütig oder übermäßig optimistisch zu erscheinen, sind dies für uns die Zeiten an den Märkten, in denen Value-Investoren sprichwörtlich „mit den Hufen scharren". Während unklar bleibt, ob sich die Märkte bereits an die neuen wirtschaftlichen Gegebenheiten angepasst haben, glauben wir nicht, dass sich die Welt auf einer letzten wirtschaftlichen Talfahrt befindet. Bruce Greenwald, ehemaliger langjähriger Leiter des Heilbrunn Center for Graham & Dodd

Investing an der Columbia Business School und kluger Investor, wies in einer Value-Konferenz an der Columbia Business School vor fast zehn Jahren darauf hin, dass „die apokalyptische Sichtweise in den seltensten Fällen gerechtfertigt ist." Wir wollen uns langfristig weiter fragen, wo wir in den nächsten drei bis fünf Jahren wahrscheinlich stehen werden. Aus diesem Blickwinkel betrachtet sind wir stolz auf die Fondsbestände und gespannt auf die neuen Anlagechancen, die sich für unsere Positionen in dieser turbulenten Zeit vermehrt bieten. Außerdem haben wir die Gewissheit, dass es sich bei vielen Unternehmen, an denen der Fonds beteiligt ist, um anpassungsfähige, kompetitive Organisationen handelt, die sich dank ihrer finanziellen und personellen Ressourcen auf die sich ändernden Umstände und Märkte einstellen können. Wenn wir also mit der anscheinenden Neuordnung an unseren Kapitalmärkten Recht behalten, dürften vor uns und unserem Anlagestil weiterhin gute Zeiten liegen.

Wir danken Ihnen für Ihre anhaltende Zuversicht und Ihr Vertrauen.

Mit freundlichen Grüßen

Roger R. de Bree, Andrew Ewert, Frank H. Hawrylak, Jay Hill,
Thomas H. Shrager, John D. Spears,* Robert Q. Wyckoff, Jr.*
Anlageausschuss
Tweedy, Browne Company LLC

April 2023

* *Robert Q. Wykoff, Jr. und John D. Spears sind aktuelle Anleger in Tweedy, Browne Value Funds.*

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

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

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

Infektionsepidemien oder -pandemien wie COVID-19 können erhebliche Auswirkungen auf die Weltwirtschaft, einzelne Unternehmen und die weltweiten Finanzmärkte im Allgemeinen haben und zu großer Unsicherheit führen. Die COVID-19-Pandemie hat 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. Die politischen, sozialen, wirtschaftlichen, marktbezogenen und finanziellen Risiken von COVID-19 könnten noch jahrelang bestehen bleiben und 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 Wertentwicklung, der Erträge, der Betriebsergebnisse und der Rentabilität von Emittenten, in die einzelnen Teilfonds investieren.

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

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

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

DEFINITIONEN

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

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

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

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

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

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

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

Der **Dow Jones Industrial Average** ist ein Aktienmarktindex, der 30 börsennotierte Blue-Chip-Unternehmen abbildet, die an der New York Stock Exchange (NYSE) gehandelt werden und im NASDAQ enthalten sind.

Der **NASDAQ Composite Index** ist ein Aktienmarktindex, in dem alle am NASDAQ Aktienmarkt notierten Aktienwerte enthalten sind, wie unter anderem Stammaktien, American Depositary Receipts (ADRs), Anteile von Real Estate Investment Trusts (REITs) und börsennotierten Personengesellschaften sowie Tracking-Aktien.

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

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