



Halbjahresbericht

TWEEDY, BROWNE INTERNATIONAL VALUE FUND (EURO)

TWEEDY, BROWNE INTERNATIONAL VALUE FUND (CHF)

TWEEDY, BROWNE GLOBAL HIGH DIVIDEND VALUE FUND

INVESTMENTGESELLSCHAFT

MIT VARIABLEM ANTEILSKAPITAL, GEGRÜNDET IN LUXEMBURG

(*SOCIÉTÉ D'INVESTISSEMENT À CAPITAL VARIABLE*)

HANDELS- UND GESELLSCHAFTSREGISTER R.C.S. LUXEMBURG Nr. B 56.751

Tweedy, Browne Value Funds

31. MÄRZ 2024

Tweedy, Browne Value Funds

	Seite
Verwaltungsrat und Verwaltung	1
Allgemeine Informationen	2
Bericht des Anlageverwalters an die Anteilhaber	4
Tweedy, Browne Value Funds	
Konsolidierte Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten	17
Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)	
Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten	18
Anlagenübersicht	19
Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)	
Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten	22
Anlagenübersicht	23
Aufstellung Devisentermingeschäfte	26
Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund	
Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten	28
Anlagenübersicht	29
Erläuterungen zum Jahresabschluss	32

Tweedy, Browne Value Funds

Verwaltungsrat und Verwaltung

Verwaltungsrat

Amélie Guittet-Garreau
Benoît Paquay
Thomas H. Shrager
Robert Q. Wyckoff, Jr.

Anlageverwalter

Tweedy, Browne Company LLC
One Station Place
Stamford, Connecticut 06902
USA

Verwaltungsgesellschaft und Hauptvertriebsträger

Lemanik Asset Management S.A.
106, route d' Arlon
L-8210 Mamer
Großherzogtum Luxemburg

Luxemburg Zentrale Verwaltungsstelle und Depotbank

State Street Bank International GmbH
Niederlassung Luxemburg
49, avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Großherzogtum Luxemburg

Unabhängiger Abschlussprüfer

Ernst & Young S.A.
35 E, avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Großherzogtum Luxemburg

Eingetragener Sitz

49, avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Großherzogtum Luxemburg

Zahlstelle in der Schweiz

NPB New Private Bank Ltd
Limmatquai 1
CH-8001 Zürich
Schweiz

Informationsstelle und Zahlstelle in Deutschland

State Street Bank GmbH
Brienner Straße 59
D-80333 München, Deutschland

State Street Bank GmbH - Niederlassung Frankfurt
Solmsstraße 83
D-60486 Frankfurt am Main, Deutschland

Vertretung in der Schweiz

FIRST INDEPENDENT FUND SERVICES LTD.
Feldeggstrasse 12
CH-8008 Zürich, Schweiz

Fazilitätsstelle im Vereinigten Königreich

Zeidler Legal Services (UK) Ltd.
E1 Studios
3-15 Whitechapel Road
London E1 1DU, Vereinigtes Königreich

Steuer- und Finanzberater

In den USA
Akin Gump Strauss Hauer & Feld LLP
One Bryant Park
New York, NY 10036-6745
USA

In Luxemburg
Arendt & Medernach S.A.
41A, avenue J.F. Kennedy
L-2082 Luxemburg
Großherzogtum Luxemburg

Allgemeine Informationen

Tweedy, Browne Value Funds (der „Fonds“) ist eine Investmentgesellschaft, die gemäß den Gesetzen des Großherzogtums Luxemburg als eine Société d'Investissement à Capital Variable organisiert ist und ihre Vermögenswerte in mehrere separate Anlageportfolios (die „Teilfonds“) aufteilen kann.

Der in vorliegendem Halbjahresbericht enthaltene geprüfte Abschluss stellt die Finanzlage der einzelnen Teilfonds zum 31. März 2024 dar: Tweedy, Browne International Value Fund (Euro), Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) und Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund.

Die Anlagen des Fonds werden von Tweedy, Browne Company LLC (der „Anlageverwalter“), einem in den USA registrierten Anlageberater mit Sitz in One Station Place, Stamford, Connecticut 06902, Vereinigte Staaten von Amerika, verwaltet. Lemanik Asset Management S.A. Inc. wurde gemäß eines globalen Vertriebsvertrags zum globalen Vertriebskoordinator des Fonds (der „Vertriebskoordinator“) ernannt.

Anteile des Fonds können zweimal im Monat zum Nettoinventarwert ausgegeben werden, in der Regel am fünfzehnten und am letzten Tag des Monats oder, falls der fünfzehnte oder letzte Kalendertag kein Geschäftstag ist, am ersten vorausgehenden Geschäftstag. Exemplare des Verkaufsprospekts, der Basisinformationsblätter („KID“), der wesentlichen Anlegerinformationen („KIID“), der Satzung, der ungeprüften Halbjahresberichte, der Jahresberichte und des geprüften Jahresabschlusses des Fonds sind kostenlos erhältlich, wenn Sie sich schriftlich an den Fonds zu Händen des luxemburgischen Verwalters wenden:

***State Street Bank International GmbH
Niederlassung Luxemburg
49, avenue J.F. Kennedy
L-1855 Luxemburg
Großherzogtum Luxemburg***

Für Schweizer Anleger sind die Satzung, der Verkaufsprospekt, die Basisinformationsblätter, die ungeprüften Halbjahresberichte, die Jahresberichte und der geprüfte Jahresabschluss sowie ein besonderer Informationsbericht mit einer Aufstellung aller Verkäufe und Käufe des Anlageportfolios kostenlos bei der Schweizer Vertretung erhältlich:

***FIRST INDEPENDENT FUND SERVICES LTD.
Feldeggstrasse 12
CH-8008 Zürich, Schweiz***

Zahlstelle der Fonds in der Schweiz ist:

***NPB New Private Bank Ltd
Limmatquai 1
CH-8001 Zürich, Schweiz***

Allgemeine Informationen (Fortsetzung)

Deutsche Anleger können die Satzung, die Originalversionen und die deutschen Übersetzungen des Verkaufsprospekts, der KID und/oder der KIID, der ungeprüften Halbjahresberichte, der Jahresberichte und des geprüften Jahresabschlusses kostenfrei bei der deutschen Informations- und Zahlstelle beziehen:

*State Street Bank GmbH
Briener Straße 59
D-80333 München, Deutschland*

*State Street Bank GmbH - Niederlassung Frankfurt
Solmsstraße 83
D-60486 Frankfurt am Main, Deutschland*

Britische Anleger können die Satzung, den Verkaufsprospekt, die KIID, die ungeprüften Halbjahresberichte, die Jahresberichte und den geprüften Jahresabschluss kostenfrei bei der Fazilitätsstelle im Vereinigten Königreich beziehen:

*Zeidler Legal Services (UK) Ltd.
E1 Studios
3-15 Whitechapel Road
London E1 1DU, Vereinigtes Königreich*

WERTENTWICKLUNG

	6 Monate bis zum 31. März 2024	Annualisierte Renditen für Zeiträume von mehr als einem Jahr zum 31. März 2024			
		1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Seit Auflegung
Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*† (Auflegung 31.10.1996)	11,80%	13,75%	7,10%	6,23%	8,03%
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	14,51	16,00	8,16	7,38	5,51
Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)* (Auflegung 31.10.1996)	10,81%	10,63%	4,28%	3,92%	6,21%
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF)	14,64	17,00	8,60	6,68	4,59
MSCI EAFE Index (in CHF)	15,01	13,69	5,19	5,00	3,78
Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund* (Auflegung 01.06.07)	10,23%	11,85%	4,66%	5,30%	4,15%
MSCI World Index (in Euro)	18,92	25,86	12,95	12,09	8,02

* 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 Wechselkurschwankungen 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 US-Dollar-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; Der MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, dessen Nicht-USD-Engagements zu 100 % USD-kursgesichert sind; Der MSCI EAFE Index (abgesichert gegen EUR) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, dessen Nicht-EUR-Engagements zu 100 % EUR-kursgesichert sind. Jeder der drei abgesicherten Indizes berücksichtigt Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen. Die Index-Ergebnisse schließen Dividenden ein und sind abzüglich ausländischer Quellensteuern zu verstehen.

Der zusammengesetzte MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) bildet die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (abgesichert gegenüber USD) für den Berichtszeitraum bis 16. Mai 2004 und des MSCI EAFE Index (abgesichert gegenüber EUR) ab dem 17. Mai 2004 ab, die von Tweedy, Browne miteinander verknüpft wurden. 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 Ergebnisse jedes Index für das Kalenderjahr 2004 bilden die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in USD oder gegen USD abgesichert) vom 1. Januar 2004 bis 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in EUR oder abgesichert gegen EUR) vom 17. Mai 2004 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. Der MSCI World Index (abgesichert gegenüber dem EUR) besteht aus den Ergebnissen des MSCI World Index, dessen Nicht-EUR-Engagements zu 100 % EUR-kursgesichert sind und der Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen berücksichtigt.

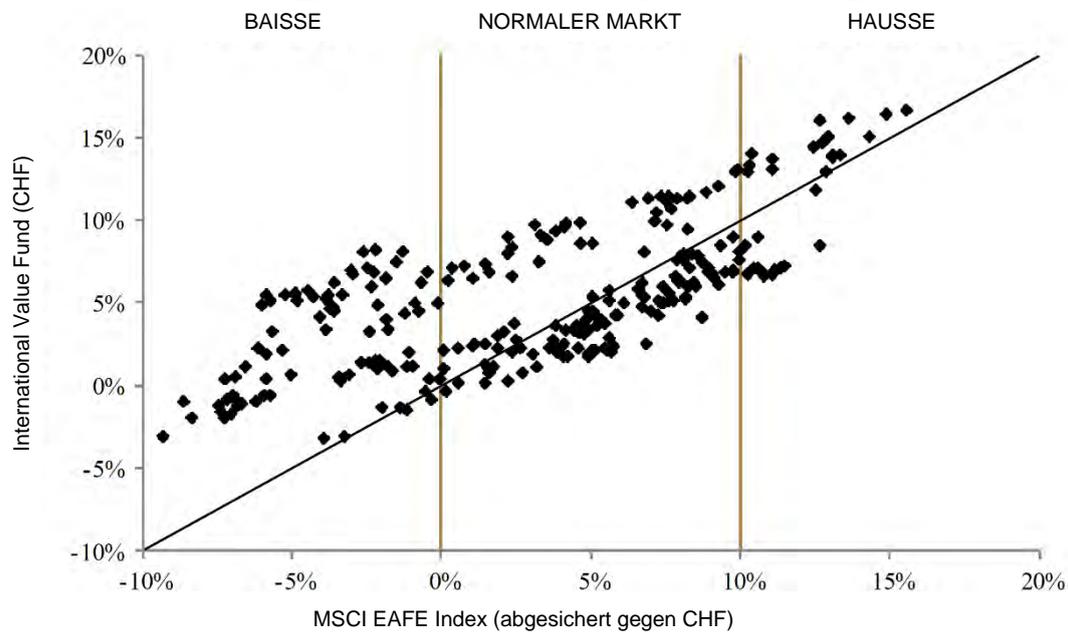
Die abgesicherten Indizes sind enthalten, um zu veranschaulichen, wie die in jedem abgesicherten Index enthaltenen Aktienwerte sich in ihren lokalen Währungen für einen Anleger in der Schweiz (bei einem gegen CHF abgesicherten Index), im EWR (bei einem gegen EUR abgesicherten Index) oder in den USA (bei einem gegen USD abgesicherten Index) entwickelt hätten. 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 abgesicherten Indizes werden auf monatlicher Basis vollständig nominell abgesichert, während die abgesicherten Teilfonds nur ihr wahrgenommenes Fremdwährungsrisiko absichern, soweit dies durchführbar ist. Die abgesicherten Teilfonds wenden eine andere Absicherungsmethode als die abgesicherten Indizes 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. Das Ergebnis jedes Index schließt Dividenden ein und ist abzüglich ausländischer Quellensteuern zu verstehen. Die Darstellung der Indexergebnisse dient nur der Veranschaulichung, ohne Berücksichtigung eines Abzugs von Gebühren und Aufwendungen. Sie können nicht direkt in einen Index investieren.

INTERNATIONAL VALUE FUND (CHF)

Durchschnittliche rollierende Fünfjahresrendite (pro Monat berechnet)

31. Oktober 1996 bis 31. März 2024

Von 267 Fünfjahresmessperioden schlug der International Value Fund (CHF) den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF) 153-mal bzw. in 57 % der Messperioden.



DURCHSCHNITT DER OBEN DARGESTELLTEN RENDITEN

	Teilfonds	Index
Baisse (Index unter 0%) – 87 Perioden <i>Teilfonds schlägt Index in 97 % der Perioden</i>	2,45%	-3,80%
Normaler Markt (Index 0 % -10 %) – 150 Perioden <i>Teilfonds schlägt Index in 35 % der Perioden</i>	5,53%	5,43%
Hausse (Index über 10 %) – 30 Perioden <i>Teilfonds schlägt Index in 57 % der Perioden</i>	11,53%	11,95%

Das vorstehende Diagramm veranschaulicht die durchschnittliche rollierende Fünfjahresnettoerendite (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 2024 lagen 267 rollierende durchschnittliche Renditeperioden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

Bitte beachten Sie die wichtigen Performance-Angaben und Indexbeschreibungen auf der vorangehenden Seite.

*Die nur auf Gunst und gute Formen setzen,
Verlieren alles, müssen mehr noch lassen...*

- Sonnet 125 von William Shakespeare

An unsere Anlegerinnen und Anleger:

Dieses Zitat stammt aus der Rede von Benjamin Graham im Mai 1958 vor der National Federation of Financial Analysts Societies. Graham wollte mit einem Sonnet von Shakespeare vor spekulativen Marktbedingungen warnen, die durchaus Ähnlichkeit mit den heutigen hatten. Während er eine Veränderung der Haltung und Einschätzungen von Wertpapieranalysten und Aktienkäufern hin zu einer Betonung der Zukunftserwartungen erörterte, mahnte er „der heutige Anleger ist so damit beschäftigt, die Zukunft zu antizipieren, dass er bereits im Voraus viel dafür bezahlt. Die mit viel Mühe und Sorgfalt erstellten Prognosen treffen zwar möglicherweise ein, bringen ihm aber dennoch keinen Gewinn. Wenn sie nicht im erwarteten Umfang eintreffen, kann er schwere vorübergehende oder sogar dauerhafte Verluste erleiden.“ Wenn wir uns die glänzenden Aussichten für KI-Technologien ansehen und ihre potenziellen Auswirkungen auf die Aktienmärkte, sollten wir Grahams Mahnung im Hinterkopf behalten.

Nach einer ihrer besten Wertentwicklungen in zwei Jahrzehnten und befeuert durch den fortgesetzten Optimismus der Anleger über eine weiche Landung der Wirtschaft, die Vermeidung einer lange erwarteten Inflation und einer durch Zinserhöhungen geschürten Rezession blieben die weltweiten Aktienmärkte im neuen Kalenderjahr im Aufwind. Den Zeitraum bis 31. Mai 2024 beendeten sie nahe ihrer Allzeithochs. Der S&P 500, der MSCI World Index (in Lokalwährungen) und der MSCI EAFE Index (in Lokalwährungen) beendeten das Jahr zum 31. Mai mit einem Plus von 29,9 %, 26,2 % bzw. 18,8 % und die letzten sechs Monate mit einem Plus von 23,5 %, 20,9 % bzw. 15,4 %. In diesem stark aufgeladenen, Momentum-basierten Umfeld mit hoher Risikobereitschaft legten die Tweedy, Browne-Teilfonds weiter kräftig zu, hielten aber, wie zu erwarten, nicht mit ihren Referenzindizes Schritt, die in den letzten 12 Monaten Renditen zwischen 10,63 % und 13,75 % und in den letzten sechs Monaten zwischen 10,23 % und 11,80 % erzielten.

Der Marktanstieg im vergangenen Jahr ist noch beeindruckender, wenn man berücksichtigt, an welcher Mauer der Angst er emporklettern musste: hohe Bewertungen, hartnäckige Inflation, höchste Zinsen seit 20 Jahren, Aussicht auf eine Normalisierung des Zinsniveaus über dem Niveau der letzten Dekade, gigantische Haushaltsdefizite und Kriege in der Ukraine und dem Nahen Osten, die außer Kontrolle geraten könnten.

Der Überschwang am Aktienmarkt erscheint vor allem angesichts der Begeisterung über die Aussicht auf KI-bezogene Chancen verständlich. Die überzogenen Bewertungen hängen jedoch nun wie ein Damokles-Schwert über dem Markt, sodass sich die Frage stellt, wie lange das noch weitergehen kann. Ein Leitartikel in der Zeitschrift „Economist“ (Ausgabe vom 2.-8. März 2024) stellte unlängst heraus, dass der „Multiplikator, um den die Gewinne steigen, durchschnittlich 80 % des Werts während des Dotcom-Hypes Ende der 1990er und 90 % des Anstiegs 2021 betragen, bevor die Zinsen ausgehend von ihren Tiefstständen stiegen.“ Der S&P 500, der MSCI World und der MSCI EAFE Index wurden per 31. März mit einem 12-Monats-Kurs-Gewinn-Verhältnis von 25, 22 bzw. 16 gehandelt. Der MSCI World Growth Index wurde mit einem KGV von 32 gehandelt. Sogar der MSCI World Value Index wurde mit einem etwas erhöhten 12-Monats-KGV von 16 gehandelt. Obwohl sich die Marktrally Anfang 2024 etwas ausweitete, konzentrieren sich die Renditen des MSCI World Index weiterhin recht deutlich auf eine Gruppe sehr hochbewerteter Unternehmen. Die 20 Titel mit dem stärksten Beitrag zur Rendite des MSCI World Index (von 1.465 Indexwerten per 31. März 2024) in den letzten 12 Monaten, die als Gruppe 27,6 % der Gesamtmarktkapitalisierung des Index darstellen, generierten eine kumulierte Rendite von 57,5 % und steuerten damit knapp über 50 % zur Gesamtrendite des Index bei. Zum 31. März wurden diese 20 Performancespitzenreiter mit einem gewichteten durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 34 als nachlaufender Zwölfmonatsgewinn gehandelt. Das Shiller-KGV (Cyclically adjusted price-to-earnings Ratio, CAPE Ratio) lag am 31. März bei ca. 34 und damit auf einem Niveau, das in der Vergangenheit der bis 1871

zurück reichenden Renditeserie nur bei zwei anderen Gelegenheiten übertroffen wurde¹. Lediglich am Höhepunkt der Dotcom-Blase im Dezember 1999 und der Erholung nach der Coronakrise im Oktober 2021 waren die KGVs höher. Zudem ist nicht zu vergessen, dass der S&P 500 in den nachfolgenden zwölf Monaten nach den beiden vorangegangenen Hochs 9,1 % (Dezember 1999 – Dezember 2000) bzw. 14,6 % (Oktober 2021 – Oktober 2022) gesunken ist.

Wir finden es außerdem beruhigend, dass unsere Teilfondsportfolios aus einer diversifizierten Gruppe kleiner, mittlerer und größerer Unternehmen aus der ganzen Welt bestehen, die unseres Erachtens im Großen und Ganzen weiterhin unsere Wertkriterien erfüllen und über dauerhafte Wettbewerbsvorteile, starke Bilanzen und die Aussicht auf potenzielles künftiges Wachstum verfügen. Falls und wenn die sprichwörtliche Musik im Spiel Reise nach Jerusalem an der Wall Street stoppt, sind wir zuversichtlich, dass unsere Aktionäre nicht stehenbleiben werden.

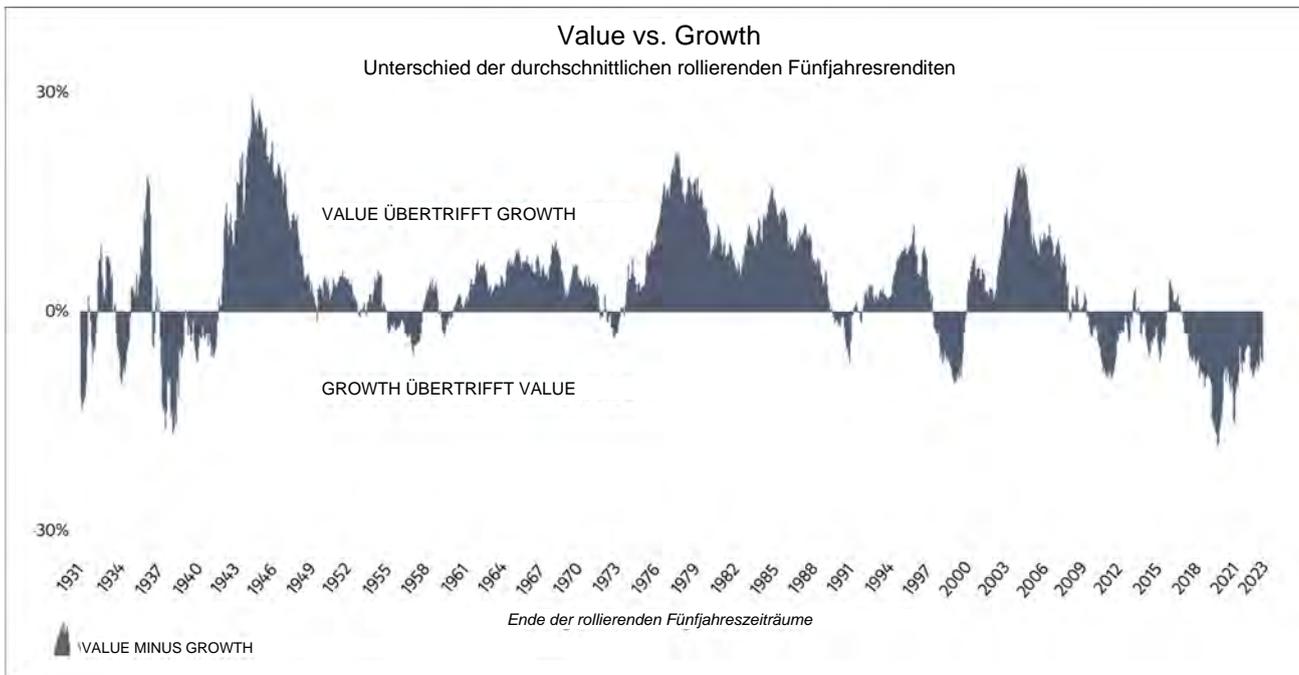
PERSÖNLICHES DAMASKUSERLEBNIS UNSERES KOLLEGEN (OMAHA?)

Über gut 40 Jahre haben Substanzwerte kumulativ Wachstumswerte übertroffen, aber in den letzten zehn Jahren wurden sie zweifellos recht überraschend abgestraft. Nachdem eine kleine Gruppe großer und bekannter US-Technologiewerte ein weiteres Jahr dominierte, hielten wir es für wichtig, die Gründe für die Underperformance von Value-Aktien näher zu beleuchten und zu untersuchen, wie die Zukunft dieses einst so erfolgreichen Anlagestils aussehen könnte. Doch bevor wir zu den Gründen kommen, möchten wir Ihnen erzählen, wie sich eines unserer jüngeren Mitglieder des Anlageausschusses bereits zu Anfang seiner Laufbahn für den Value-Anlagestil entschied.

Jay Hill erinnert sich daran, wie er Anfang der 2000er Jahre die CFA-Prüfungen ablegte, um sich auf eine spätere Karriere in der Vermögensverwaltung vorzubereiten. Während seiner dreijährigen Studienzeit erlebte er schmerzlich die Dotcom-Blase, die später platzte. Angesichts des permanenten Kapitalschwunds in seinem eigenen, recht überschaubaren Depot begann er, nach einer besseren und vielleicht zuverlässigeren Möglichkeit zu suchen, in börsennotierte Aktien zu investieren. So macht er sich auf, um nach der „Wahrheit“ des Investierens zu suchen. Er war entschlossen, einen Weg zu finden, um die langfristigen Wahrscheinlichkeiten zu seinen Gunsten zu beeinflussen.

Während er sich auf seine Prüfungen vorbereitete, stellte er fest, dass Wissenschaftler und professionelle Anleger eindeutig unterschiedliche Auffassungen darüber hatten, wie Value Investing oder der so genannte Value-Faktor zu definieren sei. Die empirischen Belege zeigten allerdings eindeutig, dass statistisch günstigere Aktien über lange Messzeiträume recht zuverlässig besser abgeschnitten hatten als statistisch teure Aktien. Die nachstehende Grafik, die die langfristigen Performance von US-Value- und Growth-Aktien vergleicht, veranschaulicht diesen Punkt. Seit 1974 gilt ein sehr ähnliches Muster für die Wertentwicklung von Value- und Growth-Aktien außerhalb der USA, dargestellt durch die Value- und Growth-Komponenten des MSCI EAFE Index.

¹ Der Shiller PE oder die „CAPE Ratio“ ist eine Variation des um die Effekte der Zyklichkeit, also die Gewinnschwankungen von Unternehmen über verschiedene Wirtschaftszyklen, bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses.



Quelle: Fama/French. Das Diagramm zeigt die Unterschiede zwischen den durchschnittlichen jährlichen Renditen über 5 Jahre des Fama/French H20-Portfolios („Value“) und des L20-Portfolios („Growth“). Das gesamte Portfolio wird von Fama/French auf der Grundlage des fundamentalen Verhältnisses von buchmäßigem zu marktbezogenem Eigenkapital geführt und eingestuft, wobei das oberste Quintil die Value-Komponente (H20) und das unterste Quintil die Growth-Komponente (L20) darstellt. Das Portfolio ist über seine gesamte Dauer sowohl wert- als auch eigenkapitalgewichtet. Anhand der zugrunde liegenden Fama/French-Daten berechnete Tweedy, Browne die Renditedifferenzen zwischen Value und Growth und stellte die Ergebnisse in der Grafik dar.

Was war das Besondere an dieser „geschäftsmäßigen“ Systematik, die eine langfristige Outperformance ermöglichte? Er war neugierig und wollte Antworten. Was er herausfand, wird Sie wahrscheinlich nicht überraschen, aber es kann Sie darin bestärken, dass der Markt tatsächlich, wie Graham behauptete, „kurzfristig eine Wahlmaschine, aber langfristig eine Waage ist“:

- » **Anleger sind nicht annähernd so rational wie moderne Portfoliotheoretiker ursprünglich gedacht haben.** Verhaltensökonomien wie Daniel Kahneman und Amos Tversky entdeckten empirisch, dass Anleger bei komplexen Entscheidungen oft nach Abkürzungen suchten, in denen sich tief verwurzelte kognitive Verzerrungen zeigten. Dies führte häufig zu irrationalen Überreaktionen der Anleger, die mitunter zu verwertbaren Fehlbewertungen an den Aktienmärkten führten, die disziplinierte, preissensible Anleger nutzen konnten. Nach Ansicht der Verhaltensökonomien waren Anleger zu Überreaktionen prädestiniert, solange der „Verlust mehr als doppelt so stark wahrgenommen wird wie ein gleich hoher Gewinn“ und an den Aktienmärkten Schnäppchen zu finden sind [Hinweis: Daniel Kahneman ist Ende März verstorben. Seine mit dem Nobelpreis ausgezeichnete Prospect Theory und andere Schriften, wie z. B. sein Buch „Thinking Fast and Slow“, haben unserer Ansicht nach viel dazu beigetragen, eine mögliche Erklärung für den Erfolg aktiver Investmentmanager wie Warren Buffett zu liefern.]
- » **Value Investing basiert zum großen Teil auf der Idee, dass es für jede Aktie zwei Preise gibt – den Preis, den man jeden Tag an der Börse sieht, und den anderen Preis, der dem Anleger im Falle eines Kaufs des Unternehmens zu marktüblichen Bedingungen zufallen würde.** Diesen Preis bezeichnete Graham als intrinsischen Wert. Die Beziehung zwischen diesen beiden Preisen wird der Kompass des Value-Anlegers. Er versucht, Aktien mit einem Abschlag zum geschätzten intrinsischen Wert zu kaufen. Der Clou an Grahams Modell ist, je höher der Abschlag, desto geringer das Risiko und desto besser die Renditechance. Dabei kommt es entscheidend darauf an, den intrinsischen Wert sorgfältig und rational zu schätzen, was allerdings subjektiv und potenziell fehlerhaft ist. Der heilige Gral des Value Investing besteht darin, im Laufe der Zeit vom potenziellen Double-Dip zu profitieren. Dieser besteht im Wegfall des Abschlags durch Bewertungsanstieg (der Aktienkurs steigt auf den von uns geschätzten inneren Wert) und im zugrunde liegenden Wachstum unseres geschätzten inneren Wertes.

- » **Eine Aktie mit einem Abschlag zum geschätzten intrinsischen Wert zu kaufen, impliziert eine potenzielle „Sicherheitsmarge“.** Benjamin Graham war der Ansicht, dass eine „Sicherheitsmarge“ die Notwendigkeit verringert, die Zukunft genau vorherzusagen und somit tendenziell die Verluste geringer sind, wenn die Prognosen falsch sind. Value-Strategien priorisieren fast immer das Risiko, Geld zu verlieren, gegenüber dem Risiko, eine Chance zu verpassen. Daher büßen Value-Strategien bei massiven Verkäufen am Aktienmarkt im Allgemeinen weniger ein als breit gefasste Marktindizes. Geringere Verluste können oft zu einer schnelleren Erholung führen, da der Abstand rechnerisch weniger abschreckend ist. *(Selbstverständlich birgt Value Investing das Risiko, dass der Markt den inneren Wert eines Wertpapiers lange Zeit nicht erkennt oder ein Wertpapier, das scheinbar unterbewertet ist, beim Kauf in Wirklichkeit angemessen bewertet ist.)*
- » **Value Investing basiert zudem auf der These, dass ein großartiges Unternehmen nicht immer auch ein großartiges Investment ist.** Diese Unterscheidung trägt der Tatsache Rechnung, dass die Bewertung (der Kurs), der für eine Aktie bezahlt wird, die langfristigen potenziellen Renditen umfassend beeinflusst. Beim Value Investing werden Aktien, bei denen die Erwartungen geringer sind, bevorzugt und versucht, vorübergehende Risiken (potenzielles Schnäppchen) von dauerhaften Risiken (potenzielle Wertfalle) zu unterscheiden. Jay hatte stets im Hinterkopf, dass das Platzen der Dotcom-Blase im März 2000 nicht nur aufgeblasene Firmen wie E-Toys und Pets.com zu Fall brachte, sondern auch bei vielen guten oder sogar großartigen Unternehmen wie Cisco Systems (-80 %), Microsoft (-44 %), Oracle (-69 %), Intel (-72 %), Lucent (-97 %) und Hewlett Packard (-65 %) und vielen anderen mehr zu einem Kurssturz führte. (Anmerkung: Diese Kursverluste ereigneten sich zwischen dem 28. Februar 2000 und dem 31. Dezember 2002).
- » **Value Investing erfordert häufig eine Verlängerung des eigenen Anlagehorizonts.** Es bedeutet fast immer, allgemein anerkannte kurzfristige Risiken und kurzfristige Gewinnrückgänge zu unterschreiben. Ungläubigen mag eine Value-Aktie riskant und vielleicht sogar dumm erscheinen. In der Regel müssen Anleger mit Engelsgeduld auf eine Besserung der Marktstimmung warten, wobei außer der Mittelwertrückkehr oft kein Katalysator in Sicht scheint, der kurzfristig eine Bewertung zum fairen Werts auslösen könnte. Gleichzeitig erfordert es scheinbar widersprüchliche Charaktereigenschaften wie Sturheit und Flexibilität. Wenn Anleger bereit sind, länger auf ihre Rendite zu warten, wird der Preiswettbewerb für sie voraussichtlich geringer sein. Denn wir sind überzeugt, dass viele Anleger sich weigern, länger als sechs bis zwölf Monate auf ihre Rendite zu warten.
- » **Vor allem aber erfordert Value Investing in den meisten Fällen ein selten hohes Maß an psychischer Belastbarkeit des Anlegers.** Der Value-Investor ist fast immer unglücklich. Wenn die Chancen für Value-Investoren, ausgelöst durch eine Verkaufswelle auf breiter Front, wahrscheinlich am günstigsten sind, herrscht Angst, und das Risiko, Geld zu verlieren, drückt auf die Seele des Anlegers. Wenn die Chancen in dynamischen, breit angelegten Bullenmärkten am ungünstigsten sind, herrscht weitverbreiteter Optimismus. Selbst in diesen scheinbar angenehmen Zeiten verkauft der Value-Anleger (oft zu früh) und quält sich mit der Frage, ob und wo zukünftige Renditen erzielt werden. Kurzum, Value Investing ist unangenehm. Es bedeutet per se, gegen den Strom zu schwimmen. Der Value-Anleger muss in der Regel ohne positive Bestätigung durch die Medienberichterstattung, starke Kaufempfehlungen, einen Platz auf der Liste der 52-Wochen-Hochs, steigende Aktienkurse, prominente CEOs und begeistertes Geplänkel auf Cocktailpartys auskommen. Der Hauptgrund dafür, dass Value Investing langfristig funktioniert, ist nach Ansicht von Jay vielleicht, dass die meisten Menschen nicht den Mut haben, konsequent Titel zu kaufen, die in Ungnade gefallen sind. Der Kauf unbeliebter Aktien, bei denen die Erwartungen gering und die (temporären oder dauerhaften) Probleme dagegen hinlänglich bekannt sind, erfordert Hartnäckigkeit und eine widersprüchliche Mischung aus Überzeugung und Bescheidenheit, die in der Anlegergemeinschaft oft Mangelware ist. Fast immer erfordert es die Fähigkeit auszuhalten, eine Zeit lang vermeintlich falsch zu liegen, und die Bereitschaft, Ungewissheit und Kursschwankungen in Kauf zu nehmen und sich darüber im Klaren zu sein, dass eine ganze Reihe einzelner Anlageideen Geld verlieren werden. Eine Anlage in ein allgemein anerkanntes, großartiges Unternehmen mit positiven kurzfristigen Aussichten, angeblich langfristigem Wachstum und belegten Wettbewerbsvorteilen fühlt sich einfach besser an.

Aus dieser Sicht erschien Jay die langfristige Dominanz des Value Investing recht plausibel, verständlich und vielleicht sogar wiederholbar. Um die Masse zu übertreffen, muss man bereit sein, abseits zu stehen und sich anders als die Masse zu verhalten. Wie kann man eine überdurchschnittliche Performance erzielen, wenn man

die Börsenlieblinge kauft? War das nicht die Lehre aus der Ära der Nifty Fifty und der Dotcom-/TMT-Blase (Technologie, Medien, Telekommunikation)?

Uns war immer klar, dass kein Anlagestil, auch Value Investing nicht, über alle Zeiträume überlegen ist. Würde Value Investing immer funktionieren, würde es natürlich häufiger verwendet. Zudem würde das die notwendigen Voraussetzungen verleugnen, die zum langfristigen Erfolg der Strategie geführt haben. Durststrecken sind daher eine notwendige Voraussetzung für eine langfristige Outperformance. Seit mehr als zehn Jahren ist das „bewertungsneutrale“ Investieren der Schnäppchenjagd allerdings inzwischen deutlich überlegen, sodass Wachstumsaktien gegenüber Substanzwerten deutlich die Nase vorn haben. Die sichtbarsten und allseits begehrten Börsenlieblinge, Unternehmen wie die „Magnificent 7“, die gefühlsmäßig am leichtesten zu kaufenden Aktien, haben über einen so langen Zeitraum eine Outperformance erzielt, dass selbst die treuesten Anhänger von Ben Graham beginnen, an der Effizienz des Value Investing zu zweifeln.

Weshalb ist das so? Sind die globalen Aktienmärkte aufgrund eines Jahrzehnts mit Null- bis Negativzinsniveau dauerhaft dysfunktional? Verhalten sich Anleger besonders rational, sodass es keine Fehlbewertungen mehr gibt, die man ausnutzen könnte? Werden künstliche Intelligenz und große Sprachmodelle dazu beitragen, kognitive Verzerrungen bei Anlageentscheidungen zu beseitigen? Natürlich haben wir keine endgültigen Antworten auf diese provokanten Fragen, aber wir haben ein paar Beobachtungen gemacht.

David Einhorn, ein bekannter Value-Investor, meinte vor Kurzem, die Kapitalmärkte seien durch passive Anlagen irreparabel geschädigt und nun im Grunde kaputt. Seine Antwort darauf bestand aber nicht darin, das Value Investing an den Haken zu hängen, sondern einen noch preissensibleren Ansatz zu wählen und nach Unternehmen Ausschau zu halten, die über Dividenden und Aktienrückkäufe in großem Stil Kapital an die Aktionäre zurückzahlen. Bei der Ermittlung des fairen Werts will er nicht länger von seiner Meinung nach zunehmend irrationalen Anlegern abhängig sein. Außerdem ist er überzeugt, dass aktive Value-Investoren aus den Unternehmen gedrängt werden oder ihre Anteile zurückgeben, was zu wahllosen Verkäufen von Substanzwerten führt, um den Rücknahmeanträgen zu entsprechen. Wenn er Recht hat und man seine Aussage in die Zukunft extrapoliert, dürfte es bei Value-Aktien unweigerlich zu größeren Ineffizienzen zwischen Kurs und Wert kommen, von denen unserer bescheidenen Meinung nach disziplinierte, preissensible Anleger profitieren können. Werden ansehnliche Renditen bei am Boden liegenden Substanzwerten Anleger wieder zur Value-Strategie zurücklocken? Schwer zu sagen, aber es wäre keineswegs überraschend, sondern durchaus vernünftig.

Mit Blick auf die Frage, ob KI-Technologien, Emotionen aus Anlageentscheidungen ausklammern und so die Preise an den Märkten effizienter machen können, begnügen wir uns mit der Tatsache, dass sie - zumindest im Moment - lediglich Werkzeuge in den Händen kognitiv voreingenommener menschlicher Entscheidungsträger sind. Uns erinnert das an die Szene im Film *Odyssee im Weltraum* von Stanley Kubricks aus dem Jahr 2001. In dieser sagt Hal, der Supercomputer und Co-Pilot des Raumschiffs zum Astronauten Dave Bowman: „Was glaubst du eigentlich, was du da tust, Dave?“ Es ist interessant, dass hier der Astronaut rational handelte, im Versuch, einen künstlich intelligenten Supercomputer der aus dem Ruder gelaufen war, zu kontrollieren. Bleibt abzuwarten, wie rational Anleger unter dem Einfluss mächtiger Sprachmodelle bleiben werden. Aus unserer bescheidenen Sicht ist die anhaltende Outperformance der Wachstumsanlagen in den letzten zehn Jahren weitgehend der „Zeit des leichten Geldes“ zuzuschreiben. Wie bereits in früheren Berichten erwähnt, trugen die beispiellose geld- und fiskalpolitische Großzügigkeit von Regierungen und Aufsichtsbehörden rund um den Globus dazu bei, dass die Zinsen gen Null und in vielen europäischen Ländern sogar in den Negativbereich gerutscht sind. Über zehn Jahre waren Anleger quasi gezwungen, auf der Risikokurve ein Stück weiter zu gehen, um eine gewisse Rendite für ihre Anlagen zu erzielen. In einer Zeit des raschen technologischen Wandels und der Innovation wurde es immer verlockender, die Kurse von langfristigen Wachstumsaktien, deren Ertragskraft noch bis weit in die Zukunft anhalten dürfte, in die Höhe zu treiben. Selbst bei hohen Bewertungen boten derartige Wertpapiere Gewinnrenditen oberhalb der gen null gehenden Anleiherenditen. Umgekehrt wurden die kurzfristigen Erträge von Substanzwerten trotz der mit ihren niedrigeren Bewertungen verbundenen Vorteile in Bezug auf die Gewinnrendite von Anlegern niedriger bewertet. Wie wir bereits in früheren Briefen geschrieben haben, sind wir der Meinung, dass die Rechnung für die Exzesse der letzten über zehn Jahre nun bezahlt werden muss. Die Anleger befinden sich aktuell in einem wirtschaftlichen Umfeld, das von hartnäckiger Inflation und Zinsen geprägt ist, die sich wahrscheinlich auf Niveaus weit über der Nullgrenze des letzten Jahrzehnts normalisieren werden. Werden die Anleger in einem solchen Umfeld weiterhin die Kurse von High-Tech-Aktien in die Höhe treiben, die zunehmend zu extremen oder sogar übertriebenen Bewertungen gehandelt werden? Wenn das letzte Jahr ein Indikator ist, dann vielleicht ja. Die längerfristige Entwicklung der Value- und Growth-

Indizes seit Ende 2020 deutet allerdings eher darauf hin, dass eine wesentliche Marktverschiebung in vollem Gang ist, die vor allem durch die Aussicht auf eine Normalisierung der Zinsstruktur angefacht wird. An den Anleihe- und Aktienmärkten gibt es jetzt weniger riskante Alternativen, die den Anlegern höhere Gewinnrenditen bieten als die hoch bewerteten Wachstumswerte. Wie wir in den letzten Jahren in zahlreichen Kommentaren dargelegt haben, glauben wir, dass in einem solchen Umfeld der Preis wieder eine Rolle spielt. Daher beurteilen wir die Zukunft von preissensiblen Strategien wie unserer optimistisch.

WERTENTWICKLUNG

Wie am Anfang dieses Briefs erwähnt, hat die Kombination aus rückläufigen Inflationsraten, mehreren bevorstehenden Zinssenkungen und ein weiterhin relativ robustes Wirtschaftsumfeld die Aktienkurse weltweit, vor allem am US- und japanischen Aktienmarkt, in den letzten zwölf Monaten kräftig nach oben geschickt. In der ersten Hälfte des letzten Jahres stand die Performance der „Magnificent 7“, einer Gruppe namhafter US-Börsenschwergewichte aus dem Technologiesektor, im Mittelpunkt. In den letzten sechs Monaten weitete sich der Aufwärtstrend etwas aus, wobei die globalen Renditen allerdings weitgehend auf Technologieunternehmen konzentriert blieben. In diesem Momentum-basierten Bullenmarkt entwickelten sich die Tweedy, Browne Value Funds absolut gemessen recht erfreulich, konnten aber ihre jeweiligen Referenzindizes im sechsmonatigen Zeitraum nicht schlagen.

PORTFOLIOAUFTeilUNG UND -AKTIVITÄT

Bitte beachten, dass die einzelnen nachstehend besprochenen Unternehmen während der sechs Monate bis zum 31. März 2024 von mindestens einem der Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen drei Teilfonds gehalten wurden.

In den vergangenen sechs Monaten trugen Positionen in den Sektoren Luftfahrt & Verteidigung, Finanzen, Maschinenbau und Chemie bedeutend zu den Teilfonds-Renditen bei. Die Positionen in interaktiven Medien lieferten zudem einen Beitrag zu den Renditen der zwei International Value Teilfonds. Zu den Glimlichtern in diesen Segmenten zählten vor allem der französische Triebwerksspezialist (Herstellung und Wartung) Safran; die Rüstungsunternehmen BAE und Rheinmetall; das diversifizierte Finanz-Konglomerat Berkshire Hathaway; Banken wie die DBS Group in Singapur, das US-Unternehmen Truist Financial und die belgische Bank KBC Group; Versicherungsunternehmen wie SCOR, Zurich Insurance und Munich Re; der schwedische Spezialist für Dichtungen Trelleborg und Alphabet (Google) im Bereich interaktive Medien. Der mexikanische Coke-Abfüller Coca-Cola FEMSA, der italienische Spezialist für Industrie- und medizinische Gase, SOL SpA, das Biotech-Unternehmen Vertex und der Vermieter von Nutzfahrzeugen und Lagerflächen U-Haul erwirtschafteten in diesem Jahr ebenfalls solide Renditen.

Auch Japan steuerte im Sechsmonatszeitraum deutlich zu den Teilfondsrenditen bei, da es Fortschritte bei den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Veränderungen gab und die Stimmung aktionärsfreundlicher wird. So übt die Börse in Tokio Druck auf börsennotierte Unternehmen aus, die Aktienbewertungen und die Aktionärsrenditen zu beachten. Mit die besten positiven Renditebeiträge für einen oder mehrere Teilfonds kamen unter anderem von den japanischen Chemieunternehmen ADEKA, Fuso Chemical und Mitsubishi Gas, vom Autoteilehersteller Shoen sowie von Industrieunternehmen wie Hosokawa Micron, Sumitomo Heavy und Yamabiko. Die Gewichtung der Tweedy, Browne Value Funds in Japan ist in den letzten Jahren zwar gestiegen, aber in unseren internationalen Teilfonds ist die Gesamtgewichtung gemessen an Japans erheblichem Gewicht im MSCI EAFE Index nach wie vor recht bescheiden. In Japan wurden vor allem neue Positionen in kleinen Industrieunternehmen eröffnet, wo es einige Zeit dauert, um eine bedeutende Position zu einem disziplinierten Preis aufzubauen. Der Global High Dividend Value Fund war gemessen an Japans Gewichtung im MSCI World Index dagegen übergewichtet.

Einige Regionen und Branchen bescherten unseren Teilfonds dagegen im Berichtszeitraum eher enttäuschende Renditen. Hierzu zählten mehrere Positionen in den Bereichen Lebensmittel, professionelle Dienstleistungen, Baustoffe, Unterhaltung und Gesundheit, in einem oder mehreren unserer Teilfonds-Portfolios wie etwa Nestlé und Unilever, der französische Personaldienstleister und Outsourcing-Spezialist Teleperformance, das französische Unternehmen für Bodenbeläge Tarkett, der Hersteller von Videospiele Ubisoft und der deutsche Anbieter von Dialysesystemen und -dienstleistungen Fresenius. Außerdem schmälerten die US-Unternehmen FMC und Ionis Pharmaceuticals sowie die langjährigen Positionen in den Schweizer Pharmaunternehmen Roche und Novartis die Renditen im Berichtszeitraum.

Angesichts der Wachstumsverlangsamung in China erzielten die asiatischen Aktien in den Teilfonds,

überwiegend enttäuschende Renditen, vor allem Aktien aus China und Hongkong. Magere Ergebnisse brachten eine Reihe von Positionen der Teilfonds in Asien in den Sektoren interaktive Medien (International Value Fund (CHF)), Immobilienverwaltung und -entwicklung (Global High Dividend Value), Lebensmittel (International Value Fund (CHF), International Value Fund (EUR)) sowie Textilien & Bekleidung (International Value Fund (CHF), International Value Fund (EUR)) ein. Dazu gehörten Unternehmen, die möglicherweise in einem oder mehreren Teilfonds gehalten wurden, wie Baidu, Chow Sang Sang, Hang Lung und Uni-President China. Die Investmentlandschaft in Asien, insbesondere in China, ist in puncto Bewertungen zwar noch recht günstig, mit Blick auf die Regulierung aber etwas schwierig und unsicher. Wir sind mit den derzeitigen Gewichtungen der Teilfonds in China und Hongkong (1,2-5,3 %) zufrieden und beurteilen das Wertpotenzial der von den Teilfonds zusammen gehaltenen Unternehmen optimistisch. Wir haben nicht vor, die Gesamtallokation der Teilfonds in China in absehbarer Zeit zu ändern.²

Wir haben die Teilfondspositionen während des sechsmonatigen Berichtszeitraums recht aktiv verwaltet und einige neue Positionen eröffnet sowie andere aufgestockt. Im International Value Fund (CHF) eröffneten wir fünf neue Positionen, im International Value Fund (EUR) vier und im Global High Dividend Yield Fund acht. Ferner stockten wir mehrere bestehende Positionen in allen drei Teilfonds auf, als sich günstige Bewertungschancen boten. Zu den bedeutenderen Neuzugängen eines oder mehrerer Teilfonds zählten das Industriekonglomerat Aalberts (Niederlande), das missionskritische Produkte auf verschiedenen Endmärkten verkauft, die Versicherungsgesellschaft DB Insurance (Korea), der Anbieter von Produkten, Geräten und Dienstleistungen für die Zahnmedizin und Hosokawa Micron (Japan), das Maschinen für industrielle und Verbraucherendprodukte herstellt. All diese neuen Positionen wurden unserer Ansicht nach zu Preisen erworben, die erhebliche Abschläge gegenüber unseren konservativen Schätzungen ihres zugrunde liegenden inneren Wertes darstellten, finanziell stark waren und über attraktive Aussichten für potenzielles zukünftiges Wachstum verfügten. Auf der Verkaufsseite trennten wir uns von mehreren Positionen der Teilfonds oder verringerten sie. Die Aktienkurse dieser Gesellschaften hatten entweder unsere Schätzungen ihres zugrundeliegenden inneren Werts erreicht oder wurden durch unsere rückläufigen Schätzungen des zugrundeliegenden inneren Werts und die künftigen Wachstumsaussichten beeinträchtigt. Oder Positionen wurden veräußert oder reduziert, um Platz für neue Positionen zu schaffen oder um steuerliche Verluste zu generieren, die zum Ausgleich von Kapitalgewinnen genutzt werden können.

Daneben blieben unsere Teilfonds auch in einer Gruppe deutlich unterbewerteter Small, Mid und Large Caps verschiedener Industrie- und Schwellenländer investiert. Viele oder sogar die meisten von ihnen verfügen über dauerhafte Wettbewerbsvorteile, die ihnen Preismacht und die Fähigkeit verleihen, im Laufe der Zeit potenziell attraktive Kapitalrenditen zu generieren. Wir denken, dass viele oder sogar die meisten von ihnen finanziell stark sind und über intakte Bilanzen verfügen, da viele eine Nettoliquidität aufweisen. Die Portfolioaktivität konzentriert sich bei allen drei Teilfonds weiterhin auf jene Teile des weltweiten Aktienmarkts mit dem offenbar größten Wertpotenzial, d. h. Small- und Mid-Cap-Aktien, Nicht-US-Aktien sowie Aktien, bei denen Insider d. h. leitende Angestellte und sachkundige Direktoren, in erheblichem Umfang Aktien ihres Unternehmens erworben haben.

KAPITALRÜCKFÜHRUNG AN DIE AKTIONÄRE DURCH DIVIDENDEN ODER AKTIENRÜCKKÄUFE?

Letztes Jahr haben wir uns intensiv bemüht, die Unternehmensleitung von Winpak, das unserer Meinung nach zu den am attraktivsten bewerteten Positionen unserer Teilfonds gehört (und von unseren beiden International Value-Teilfonds gehalten wird), zu ermutigen, über ein Aktienrückkaufprogramm nachzudenken. Das Unternehmen hatte zwar in der Vergangenheit gelegentlich Sonderdividenden gezahlt, aber nie ernsthaft den Rückkauf eigener Aktien erwogen. Wir waren fest überzeugt, dass die Aktie günstig war. Das Unternehmen verfügte unserer Meinung nach über ausgezeichnete künftige Wachstumsaussichten und einen erheblichen Liquiditätsüberschuss in seiner Bilanz. Nachdem wir versucht hatten, das Unternehmen von der Effizienz eines Aktienrückkaufs zu überzeugen, konnten wir zufrieden melden, dass Winpak Ende Februar seinen Plan verkündete, bis zu 1,95 Millionen Aktien zurückzukaufen und diese Summe innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten flexibel auf 3,25 Millionen Aktien (5 % der im Umlauf befindlichen Aktien) zu erhöhen. Das Unternehmen wies auch darauf hin, dass es das Programm über mehrere Jahre strecken könnte, je nach

² Die Anlagepolitik der Teilfonds sieht keine Beschränkungen von Anlagen in Wertpapiere von Emittenten aus China und Hongkong vor. Unsere Einschätzung der angemessenen Allokation des Gesamtvermögens eines Teilfonds auf Positionen in Wertpapieren von Emittenten aus China und Hongkong kann sich jederzeit ändern und kann höher oder niedriger ausfallen als die Spanne, die wir derzeit im aktuellen Umfeld anstreben.

Verhältnis zwischen dem Aktienkurs des Unternehmens zu seinem inneren Wert, der vom Vorstand bestimmt wird. Das ist unseres Erachtens eine intelligente Kapitalallokation. Außerdem dachten wir, dass es Sie interessieren könnte, warum wir der Meinung sind, dass es im Falle von Winpak vorteilhafter ist, Aktien zurückzukaufen als eine Sonderdividende zu zahlen. Es folgt eine kurze Lektion über eine nach unserer Einschätzung rationale und wertsteigernde Kapitalallokation.

Wenn der Vorstand eines Unternehmens beschließt, Kapital an die Aktionäre zurückzuführen, kann er zwischen zwei Optionen wählen, Dividendenzahlung oder Aktienrückkauf. Sollten Aktionäre, die nicht verkaufen, das eine oder andere bevorzugen? Unserer Meinung nach hängt die Antwort fast ausschließlich vom Verhältnis zwischen Kurs zu innerem Wert ab. Gemäß dem berühmten Spruch von Warren Buffett über den Aktienrückkauf: „Was bei dem einen Kurs klug ist, ist bei einem anderen dumm.“

Wenn eine Aktie mit einem erheblichen Abschlag zu einer konservativen Schätzung des inneren Wertes gehandelt wird und dieser Wert in Zukunft wahrscheinlich steigen wird, dürfte der Aktienrückkauf die wirkungsvollste Form der Kapitalallokation sein. Dafür gibt es einen einfachen Grund. Abgesehen von steuerlichen Aspekten schafft die Ausschüttung von 1 USD Dividende an die Aktionäre 1 USD Shareholder Value. Ein Aktienrückkauf von 1 USD, der weit unter dem inneren Wert durchgeführt wird, schafft dagegen einen Wert von mehr als 1 USD für die nicht verkaufenden Aktionäre. Effektiv wird somit also Vermögen von den verkaufenden Aktionären auf die verbleibenden Aktionäre übertragen. Wenn ein Unternehmen beispielsweise zu einem Kurs von 70 USD gehandelt wird, der innere Wert des Unternehmens aber 100 USD beträgt, dann wird bei einem Aktienrückkauf 100 USD an Wert für 70 USD je zurückgekauft Aktie erworben. Unter dem Strich ergibt dies einen Anstieg des inneren Wertes auf über 100 USD pro Aktie für die nicht verkaufenden Aktionäre.

Wenn eine Aktie oberhalb einer konservativen Schätzung des inneren Wertes gehandelt wird oder sich das Unternehmen in einem langfristigen Niedergang befindet, dürften dagegen Dividendenzahlungen die bevorzugte Form der Kapitalrückführung an die Aktionäre sein. Bei diesem Szenario führt ein Aktienrückkauf von 1 USD über dem inneren Wert zu einem Wertzuwachs von weniger als 1 USD für die nicht verkaufenden Aktionäre, wodurch der Shareholder Value effektiv sinkt. Wenn ein Unternehmen beispielsweise zu 120 USD gehandelt wird, der innere Wert des Unternehmens aber 100 USD beträgt, dann wird bei einem Aktienrückkauf 100 USD an Wert für 120 je zurückgekauft Aktie erworben. Unter dem Strich ergibt dies einen Rückgang des inneren Werts auf unter 100 USD je Aktie für die nicht verkaufenden Aktionäre.

Die wichtigsten Determinanten für die Entscheidung, eine Dividende zu zahlen oder Aktien zurückzukaufen, sind eindeutig der Aktienkurs des Unternehmens, die Einschätzung des inneren Werts je Aktie durch den Vorstand und die künftigen Wachstumsaussichten. Diese Faktoren sind dynamisch. Aktienkurse ändern sich täglich, der innere Wert ist subjektiv, und die künftigen Wachstumsaussichten sind schwer vorherzusagen. Liegt die Schätzung des inneren Wertes und/oder der Wachstumsaussichten des Unternehmens daneben, könnte das zu einer falschen Kapitalallokationsentscheidung führen. Daher sind Aktienrückkäufe unseres Erachtens am sinnvollsten, wenn die Differenz zwischen dem Aktienkurs des Unternehmens und der Schätzung des inneren Wertes erheblich ist. Bei einer geringen Differenz sind Dividenden die beste Wahl.

Komplizierter wird es dadurch, dass Dividenden aus kulturellen Gründen für Aktionäre oft unantastbar („permanent“) sind, Aktienrückkäufe dagegen „opportunistisch“. Selbst wenn ein Vorstand den Aktienkurs seines Unternehmens für stark unterbewertet hält, kommt für ihn eine Dividendenkürzung oft nicht in Frage. Eine Dividende ist für ihn wie ein Versprechen, und ihre Kürzung ist ein negatives Signal für die Zukunftsaussichten eines Unternehmens. Wir finden, dass dieses sture Festhalten an der Dividende um jeden Preis für einen Fehler in der Kapitalallokation. Wenn eine Dividendenaktie weit unter einer konservativen Schätzung des inneren Wertes gehandelt wird und dieser Wert im Laufe der Zeit voraussichtlich steigen wird, sind wir überzeugt, dass der Shareholder Value steigt, wenn die Dividende gekürzt und das Geld stattdessen für den Aktienrückkauf verwendet würde. Leider verhalten sich nur sehr wenige Vorstände von Aktiengesellschaften so flexibel und rational.

NACHRUF AUF CHARLES THOMAS MUNGER

In der Vergangenheit haben wir immer wieder erzählt, wie unser Unternehmen auf den Schultern von namhaften Größen wie Bill Tweedy, Tom Knapp, Howard Browne, Ed Anderson, Joe Reilly, Chris Browne und Jim Clark aufgebaut wurde, die vor uns bei Tweedy, Browne tätig waren. Im Dezember, kurz vor seinem 100. Geburtstag, hat die Investmentbranche mit Charles Munger leider eine ihrer herausragenden Persönlichkeiten verloren. Unser

Zunft ist diesem Mann, der die Welt des Investierens auf einzigartige und unschätzbare Weise bereichert hat, zu großem Dank verpflichtet.

Wer schon einmal eine Aktie besessen hat, kennt zweifellos die vielleicht größte Investmentpartnerschaft der Geschichte zwischen Charlie Munger und Warren Buffett. Der Kolumnist der Financial Times, Eric Platt nannte sie „Lennon und McCartney der Investmentwelt“. Charlie und Warren haben geholfen, Generationen von Anlegern auszubilden, und Warren tut es natürlich immer noch. Charlie begann seine berufliche Laufbahn als Immobilienanwalt und war einer der Gründungspartner der renommierten Anwaltskanzlei Munger, Tolles & Olsen in Los Angeles. Später brachte Charlie seinen messerscharfen juristischen und geschäftlichen Verstand in die Investmentwelt ein und baute Berkshire Hathaway mit zur erfolgreichsten Investmentgesellschaft der Geschichte auf. Natürlich bezeichnete ihn Warren selbst als Architekten der Firma Berkshire von heute. Am meisten bekannt ist er vielleicht dafür, dass er Buffett im Laufe der Jahre riet, dass es viel klüger sei, wunderbare Unternehmen zu fairen Preisen zu kaufen als faire Unternehmen zu wunderbaren Preisen. Mit dieser Mentalität und diesen Ratschlägen erreichte Berkshire eine Größe, einen Umfang sowie eine Steuereffizienz, die nicht möglich gewesen wäre, wenn Warren sich nur auf die „Zigarrenstummel-Methode“ beschränkt hätte. Wir sind allerdings der Meinung, dass Charlies Einfluss auf Warrens Anlageansatz keineswegs eine Ablehnung von Ben Grahams Theorie war. Charlie ist vielmehr vielleicht das Paradebeispiel für Grahams Rat, dass „Investieren dann am intelligentesten ist, wenn es geschäftsmäßig (systematisch) betrieben wird.“ Obwohl Zigarrenstummel definitiv nicht sein Ding waren, sind wir überzeugt, dass er Grahams Auffassung, dass der Preis beim Investieren eine Rolle spielt, nicht in Frage stellen würde.

Daneben lässt sich mit Fug und Recht behaupten, dass Charlie unseren Anlageansatz bei Tweedy, Browne maßgeblich beeinflusst hat. Ed Anderson, einer unserer verstorbenen Partner, begann seine Karriere in der Welt des Investierens als Analyst für Mungers private Investmentgesellschaft Wheeler, Munger. Zusammen mit Tom Knapp und Howard Browne hat Ed Anderson die wertbasierte Anlagestrategie entwickelt, nach der wir heute noch arbeiten. Darüber hinaus übernahmen wir Charlies Konzept und die Kategorie „zu schwierig“ (too hard pile). Gelegentlich finden wir scheinbar unterbewertete Anlagemöglichkeiten, die bei genauerer Betrachtung und Analyse zu viele Fragezeichen und Unsicherheiten ergeben, die uns stören. In solchen Fällen befolgen wir einfach Charlies Rat und verwerfen die Ideen, indem wir sie als zu schwierig aussortieren. Wir sind besonders stolz darauf und dankbar dafür, dass unser „too hard pile“ bei Tweedy, Browne im Laufe der Jahre ziemlich angewachsen ist und uns wahrscheinlich vor zahlreichen potenziellen Anlagefehlern bewahrt hat. Wir haben von Charlie auch gelernt, wie wichtig es ist, bei Anlageentscheidungen die qualitativen Aspekte nicht zu übersehen. Bei mehr als einer Gelegenheit riet Charlie: „Wenn man es messen kann, wird es auch betont.“ Dem fügte er hinzu, dass bei Anlageentscheidungen oft die „schwer messbaren Dinge“ am wichtigsten sind. Vielen Anlegern ist auch Charlies Wertschätzung für das Gesetz des Instruments oder Maslow Hammer bekannt, das besagt: „Wenn du nur einen Hammer hast, sieht alles aus wie ein Nagel“ Charlie verfolgte einen multidisziplinären Problemlösungsansatz, wobei er oft die Gesetze der Physik, mathematische Lehrsätze, Regeln der Logik und statistische Wahrscheinlichkeiten einbezog. Und vor allem wissen Sie wenn Sie Poor Charlie's Almanack gelesen haben, wie sehr er Benjamin Franklin schätzte, insbesondere seine Ideen über ein tugendhaftes Leben. Werte wie harte Arbeit, Freundlichkeit, Ehrlichkeit und Integrität wurden uns von unseren Vorgängern bei Tweedy, Browne überliefert, und wir schätzten Charlies erneute Bestätigung dessen, was es bedeutet, ein tugendhaftes und zielgerichtetes Leben zu führen. Für all dies und noch viel mehr danken wir dir, Charlie Munger.

Wir danken Ihnen für Ihre Zuversicht und Ihr anhaltendes 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

* John D. Spears und Robert Q. Wyckoff, Jr. sind aktuelle Anleger in einem oder mehreren der Tweedy, Browne Value Funds.

April 2024

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.

Das Fama/French Book-to-Market Portfolio wird anhand aller NYSE-, AMEX- und NASDAQ-Aktien aufgebaut, für die den Analysten ein Messwert für das buchmäßige Eigenkapital (Book Equity „BE“) und das marktbezogene Eigenkapital (Market Equity „ME“) vom Ende des Vorjahres („t-1“) vorliegt und ein ME für Juni des laufenden Jahres („t“). Die Portfolios werden anhand des BE/ME jeweils per Ende Juni zusammengestellt. Das im Juni von Jahr t verwendete BE ist das buchmäßige Eigenkapital am Ende des letzten Geschäftsjahres t-1. Der Marktwert bezeichnet den Kurs mal umlaufende Aktien am Ende von t-1.

*Der **MSCI EAFE Value Index** umfasst Large- und Mid-Cap-Wertpapiere, die in den Industrieländern der Welt, mit Ausnahme der USA und Kanadas, insgesamt wertorientierte Merkmale 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 EAFE Growth Index** umfasst Large- und Mid-Cap-Wertpapiere, die in den Industrieländern der Welt, mit Ausnahme der USA und Kanadas, insgesamt wachstumsorientierte Merkmale 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.*

***S&P 500 Value Index** Die Bestandteile des S&P 500 Value Index werden aus dem S&P 500 entnommen. Die S&P Style Indizes unterteilen die gesamte Marktkapitalisierung jedes Mutterindex in Wachstums- und Wert-Segmente. Der S&P 500 Value-Index wird anhand von drei Faktoren erstellt: dem Verhältnis von Buchwert, Gewinn und Umsatz zum Preis.*

***S&P 500 Growth Index** Die Bestandteile des S&P 500 Growth Index werden aus dem S&P 500 entnommen. Die S&P Style Indizes unterteilen die gesamte Marktkapitalisierung jedes Mutterindex in Wachstums- und Wert-Segmente. Der S&P 500 Growth-Index wird anhand von drei Faktoren erstellt: Umsatzwachstum, Verhältnis der Gewinnveränderung zum Preis und Momentum.*

*Der **MSCI World Value Index** erfasst Large- und Mid-Cap-Wertpapiere in 23 Industrieländern, die insgesamt wertorientierte Merkmale 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** erfasst Large- und Mid-Cap-Wertpapiere, die in 23 Industrieländern insgesamt wachstumsorientierte Merkmale 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.*

Die geäußerten Ansichten stellen die Meinung von Tweedy, Browne Company LLC zum Datum dieses Schreibens dar, sind nicht als Prognose oder Garantie für zukünftige Ergebnisse oder als Anlageberatung gedacht und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Derzeitige und künftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Anlagen in ausländischen Wertpapieren beinhalten neben den Risiken von Anlagen in US-Wertpapiermärkten zusätzliche Risiken. Zu diesen Risiken, die in Schwellenländern stärker ausgeprägt sind, gehören Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Standards der Rechnungslegung und der Finanzberichterstattung, unterschiedliche regulatorische Rahmenbedingungen sowie unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in diversen Ländern. Zudem sind die Wertpapiere kleinerer Unternehmen tendenziell volatil 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.

Die hierin genannten Performanceergebnisse erstrecken sich über viele Jahre und spiegeln mehrere Marktzyklen sowie unterschiedliche geopolitische, marktbezogene und wirtschaftliche Bedingungen wider. **Die Wertentwicklung in der**

Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Bitte nehmen Sie im Verkaufsprospekt der 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 vom Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) verwendete Absicherung gegen das wahrgenommene Fremdwährungsrisiko verringert zwar, soweit dies praktikabel ist, das Verlustrisiko aufgrund von Wechselkursschwankungen, verringert aber auch die Fähigkeit des Teilfonds, von günstigen Wechselkursschwankungen zu profitieren, wenn die Währung, gegen die der Teilfonds abgesichert ist, gegenüber den Währungen, auf die die Anlagen des Teilfonds lauten, fällt, und kann für den Teilfonds mit Kosten verbunden sein. Aufgrund praktischer Erwägungen, Kursschwankungen eines Wertpapiers und Währungsschwankungen wird erwartet, dass die Absicherungen eines Teilfonds das wahrgenommene Fremdwährungsrisiko des Teilfonds annähernd ausgleichen, aber im Allgemeinen nicht ausgleichen werden.

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 dem Steigen der Zinsen fallen in der Regel die Anleihenpreise), dem Emittentenausfallrisiko, dem Emittentenbonitätsrisiko und dem Inflationsrisiko, obwohl die US-Staatsanleihen durch die absolute Vertrauens- und Kreditwürdigkeit der US-Bundesregierung gesichert sind.

DEFINITIONEN

Die Gewinnrendite ist eine Finanzkennzahl, die das Verhältnis zwischen dem Gewinn je Aktie eines Unternehmens und seinem Aktienkurs darstellt.

Marktbezogenes Eigenkapital (market equity, ME) (Größe) bezeichnet den Kurs mal umlaufende Aktien.

Das buchmäßige Eigenkapital (book equity, BE) bezeichnet den Buchwert des Eigenkapitals der Aktionäre zuzüglich latenter Steuern in der Bilanz und der Steuergutschrift für Investitionen (falls vorhanden), abzüglich des Buchwerts der Vorzugsaktien.

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.

Tweedy, Browne Value Funds

Konsolidierte Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten

Per 31. März 2024
In US-Dollar ausgewiesen

VERMÖGENSWERTE

Anlagen zum Marktwert (Kosten USD 174.964.975) (Erläuterung 2)	\$ 297.260.318
Barmittel	21.733.024
Nicht realisierte Gewinne aus Devisentermingeschäften (Erläuterung 2)	258.558
Dividenden- und Zinsforderungen	766.666
Sonstige Forderungen	122
Summe Vermögenswerte	<u>320.018.688</u>

VERBINDLICHKEITEN

Nicht realisierte Verluste aus Devisentermingeschäften (Erläuterung 2)	2.663.143
Anlageverwaltungs- und Gebühren der Verwaltungsgesellschaft (Erläuterung 4)	481.147
Antizipative Passiva und sonstigen Verbindlichkeiten	547.797
Summe Verbindlichkeiten	<u>3.692.087</u>
Nettovermögen	<u>\$ 316.326.601</u>

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Euro (€)

VERMÖGENSWERTE

Anlagen zum Marktwert (Kosten €52.417.793) (Erläuterung 2)	€	100.263.537
Barmittel		6.681.864
Dividenden- und Zinsforderungen		232.608
<i>Summe Vermögenswerte</i>		<u>107.178.009</u>

VERBINDLICHKEITEN

Anlageverwaltungs- und Gebühren der Verwaltungsgesellschaft (Erläuterung 4)		120.414
Antizipative Passiva und sonstigen Verbindlichkeiten		182.446
<i>Summe Verbindlichkeiten</i>		<u>302.860</u>
<i>Nettovermögen</i>	€	<u>106.875.149</u>

NETTOVERMÖGEN

<i>Anlegeranteilen zurechenbar</i>		
€145,48 je Anteil, basierend auf 344.514 im Umlauf befindlichen Anteilen	€	50.119.486
<i>Manager-Anteilen zurechenbar</i>		
€439,71 je Anteil, basierend auf 129.075 im Umlauf befindlichen Anteilen	€	56.755.663
	€	<u>106.875.149</u>

STATISTISCHE INFORMATIONEN

		März 2024		FYE 2023	FYE 2022
Nettoinventarwert	€	106.875.149	€	96.046.639 €	92.629.833
<i>Je Anlegeranteil</i>	€	145,48	€	130,12 €	113,80
<i>Je Manager-Anteil</i>	€	439,71	€	391,27 €	338,63

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Anlagenübersicht

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Euro (€)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE	MARKT-WERT	% DES NETTOVERMÖGENS
<i>Übertragbare Wertpapiere, die an einem geregelten Markt gehandelt werden</i>			
<i>Dividendenpapiere</i>			
<i>Belgien</i>			
Fagron NV	17.066	€ 301.385	0,28 %
KBC Group NV	9.930	689.341	0,65
		990.726	0,93
<i>Kanada</i>			
Lassonde Industries, Inc., Klasse A	4.760	484.497	0,45
Winpak Ltd.	47.299	1.312.001	1,23
		1.796.498	1,68
<i>China</i>			
Haitian International Holdings Ltd.	246.880	664.475	0,62
<i>Finnland</i>			
Kemira Oyj	67.070	1.175.066	1,10
<i>Frankreich</i>			
Alten SA	6.485	876.772	0,82
Safran SA	20.975	4.405.799	4,12
SCOR SE	30.700	984.549	0,92
Tarkett SA	81.654	746.317	0,70
Teleperformance SE	10.490	944.939	0,88
TotalEnergies SE	34.412	2.184.130	2,04
Ubisoft Entertainment SA	18.390	358.697	0,34
		10.501.203	9,82
<i>Deutschland</i>			
Brenntag SE	13.550	1.057.984	0,99
Deutsche Post AG, Registered	47.315	1.888.578	1,77
Fresenius SE & Co. KGaA	80.775	2.019.375	1,89
Krones AG	6.795	833.747	0,78
Münchener Rückversicherungs AG (Registered)	3.565	1.612.449	1,51
Rheinmetall AG	6.265	3.264.065	3,05
		10.676.198	9,99
<i>Hongkong</i>			
Johnson Electric Holdings Ltd.	224.775	288.263	0,27
Luk Fook Holdings International Ltd.	112.645	285.858	0,27
		574.121	0,54

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Anlageübersicht (Fortsetzung)

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Euro (€)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE		MARKT-WERT	% DES NETTOVERMÖGENS
<i>Italien</i>				
SOL SpA	90.145	€	2.988.307	2,80 %
<i>Japan</i>				
Fuso Chemical Co., Ltd.	9.810		275.780	0,26
Hosokawa Micron Corp.	9.155		265.768	0,25
Inaba Denki Sangyo Co. Ltd.	23.110		494.853	0,46
Kuraray Co. Ltd.	61.765		610.460	0,57
Mitsubishi Gas Chemical Co., Inc.	36.880		571.072	0,53
Okamoto Industries, Inc.	7.310		219.811	0,20
Star Micronics Co., Ltd.	21.530		243.419	0,23
Taikisha Ltd.	9.345		269.283	0,25
Transcosmos, Inc.	20.765		391.283	0,37
YAMABIKO Corp.	25.975		318.306	0,30
			<u>3.660.035</u>	<u>3,42</u>
<i>Mexiko</i>				
Coca-Cola FEMSA SAB de CN, Sponsored ADR	16.489		1.484.010	1,39
<i>Niederlande</i>				
Aalberts NV	23.034		1.027.086	0,96
Heineken NV	29.667		2.650.450	2,48
			<u>3.677.536</u>	<u>3,44</u>
<i>Singapur</i>				
DBS Group Holdings Ltd.	85.200		2.106.081	1,97
United Overseas Bank Ltd.	124.245		2.498.423	2,34
			<u>4.604.504</u>	<u>4,31</u>
<i>Südkorea</i>				
DB Insurance Co. Ltd.	3.900		258.310	0,24
LG Corp.	19.125		1.152.275	1,08
LX Holdings Corp.	38.508		185.131	0,17
Samsung Electronics Co Ltd	10.600		589.071	0,55
			<u>2.184.787</u>	<u>2,04</u>
<i>Schweden</i>				
Autoliv, Inc.	4.590		511.828	0,48
SKF AB, Class B	65.895		1.246.800	1,17
Trelleborg AB, Class B	34.295		1.137.127	1,06
			<u>2.895.755</u>	<u>2,71</u>
<i>Schweiz</i>				
Nestlé SA, Registered	15.570		1.532.581	1,44

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Anlageübersicht (Fortsetzung)

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Euro (€)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE	MARKT-WERT	% DES NETTOVERMÖGENS
<i>Schweiz (Fortsetzung)</i>			
Nestlé SA, Sponsored ADR	15.440	€ 1.518.267	1,42 %
Novartis AG, Registered	16.100	1.446.054	1,35
Roche Holding AG	2.810	663.534	0,62
Zurich Insurance Group AG	3.548	1.773.716	1,66
		<u>6.934.152</u>	<u>6,49</u>
<i>Vereinigtes Königreich</i>			
BAE Systems plc	310.498	4.901.142	4,59
CNH Industrial NV	105.045	1.254.763	1,17
Computacenter plc	19.815	624.855	0,58
Diageo plc	32.279	1.104.551	1,03
Diageo plc, Sponsored ADR	12.620	1.738.055	1,63
Grafton Group plc	54.310	636.649	0,60
GSK plc	33.623	671.958	0,63
Howden Joinery Group plc	65.530	695.052	0,65
Johnson Service Group PLC	337.255	518.345	0,48
SThree PLC	52.235	262.721	0,25
		<u>12.408.091</u>	<u>11,61</u>
<i>Vereinigte Staaten</i>			
Alphabet, Inc., Class A	21.700	3.032.575	2,84
Alphabet, Inc., Class C	12.245	1.726.318	1,62
Atmus Filtration Technologies, Inc.	11.810	352.660	0,33
AutoZone, Inc.	680	1.984.372	1,86
Berkshire Hathaway, Inc., Class A	15	8.811.667	8,24
Berkshire Hathaway, Inc., Class B	3.045	1.185.633	1,11
Envista Holdings Corp.	49.390	977.739	0,91
FedEx Corp.	5.435	1.458.090	1,36
FMC Corp.	60.713	3.580.943	3,35
Ionis Pharmaceuticals, Inc.	47.040	1.888.134	1,77
Johnson & Johnson	9.121	1.335.973	1,25
Kenvue, Inc.	3.566	70.858	0,07
Sealed Air Corporation	44.706	1.539.874	1,44
Truist Financial Corp.	31.835	1.149.008	1,07
U-Haul Holding Co.	30.225	1.866.114	1,75
Vertex Pharmaceuticals, Inc.	5.395	2.088.115	1,95
		<u>33.048.073</u>	<u>30,92</u>
<i>Summe Dividendenpapiere</i>		€ 100.263.537	93,81 %
<i>Summe Kapitalanlagen</i>		€ 100.263.537	93,81 %
Sonstige Nettovermögenswerte		6.611.612	6,19 %
<i>Summe Nettovermögen</i>		€ 106.875.149	100,00 %

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Schweizer Franken (CHF)

VERMÖGENSWERTE

Anlagen zum Marktwert (Kosten CHF 100.494.613) (Erläuterung 2)	CHF	162.067.851
Barmittel		12.754.752
Nicht realisierte Gewinne aus Devisentermingeschäften (Erläuterung 2)		232.883
Dividenden- und Zinsforderungen		425.403
Sonstige Forderungen		110
Summe Vermögenswerte		175.480.999

VERBINDLICHKEITEN

Nicht realisierte Verluste aus Devisentermingeschäften (Erläuterung 2)		2.398.693
Anlageverwaltungs- und Gebühren der Verwaltungsgesellschaft (Erläuterung 4)		301.882
Antizipative Passiva und sonstigen Verbindlichkeiten		273.517
Summe Verbindlichkeiten		2.974.092
Nettovermögen	CHF	172.506.907

NETTOVERMÖGEN

<i>Anlegeranteilen zurechenbar</i>		
CHF 55,36 je Anteil, basierend auf 2.253.154 im Umlauf befindlichen Anteilen	CHF	124.733.921
<i>Manager-Anteilen zurechenbar</i>		
CHF 453,74 je Anteil, basierend auf 105.288 im Umlauf befindlichen Anteilen	CHF	47.772.986
	CHF	172.506.907

STATISTISCHE INFORMATIONEN

		März 2024		FYE 2023		FYE 2022
Nettoinventarwert	CHF	172.506.907	CHF	159.361.692	CHF	141.540.824
<i>Je Anlegeranteil</i>	CHF	55,36	CHF	49,96	CHF	43,81
<i>Je Manager-Anteil</i>	CHF	453,74	CHF	407,35	CHF	353,61

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Anlagenübersicht

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Schweizer Franken (CHF)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE	MARKT-WERT	% DES NETTOVERMÖGENS
<i>Übertragbare Wertpapiere, die an einem geregelten Markt gehandelt werden</i>			
<i>Dividendenpapiere</i>			
<i>Belgien</i>			
Fagron NV	27.853	CHF 478.483	0,28 %
KBC Group NV	15.595	1.053.110	0,61
		<u>1.531.593</u>	<u>0,89</u>
<i>Kanada</i>			
Lassonde Industries, Inc., Klasse A	8.035	795.562	0,46
Winpak Ltd.	77.355	2.087.249	1,21
		<u>2.882.811</u>	<u>1,67</u>
<i>China</i>			
Baidu, Inc., Class A	139.816	1.652.505	0,96
Haitian International Holdings Ltd.	590.585	1.546.248	0,89
		<u>3.198.753</u>	<u>1,85</u>
<i>Finnland</i>			
Kemira Oyj	113.296	1.930.868	1,12
<i>Frankreich</i>			
Alten SA	10.596	1.393.550	0,81
Safran SA	35.243	7.201.110	4,17
SCOR SE	110.710	3.453.740	2,00
Tarkett SA	109.343	972.167	0,56
Teleperformance SE	17.640	1.545.720	0,90
TotalEnergies SE	87.382	5.395.036	3,13
Ubisoft Entertainment SA	30.590	580.403	0,34
		<u>20.541.726</u>	<u>11,91</u>
<i>Deutschland</i>			
Brenntag SE	22.660	1.721.090	1,00
Deutsche Post AG, Registered	75.329	2.924.841	1,70
Fresenius SE & Co. KGaA	109.235	2.656.475	1,54
Krones AG	14.170	1.691.291	0,98
Rheinmetall AG	10.905	5.526.717	3,20
		<u>14.520.414</u>	<u>8,42</u>
<i>Hongkong</i>			
Johnson Electric Holdings Ltd.	388.590	484.771	0,28

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Anlageübersicht (Fortsetzung)

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Schweizer Franken (CHF)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE		MARKT WERT	% DES NETTOVERMÖGENS
<i>Italien</i>				
SOL SpA	154.060	CHF	4.967.951	2,88 %
<i>Japan</i>				
Fuso Chemical Co., Ltd.	15.815		432.481	0,25
Hosokawa Micron Corp.	15.180		428.667	0,25
Inaba Denki Sangyo Co. Ltd.	43.395		903.899	0,52
Kuraray Co. Ltd.	100.690		968.067	0,56
Mitsubishi Gas Chemical Co., Inc.	62.395		939.840	0,55
Nabtesco Corp.	39.535		595.153	0,35
Okamoto Industries, Inc.	13.655		399.418	0,23
Kuraray Co. Ltd.	8.700		118.050	0,07
Star Micronics Co., Ltd.	36.755		404.232	0,23
Taikisha Ltd.	15.585		436.857	0,25
Transcosmos, Inc.	34.720		636.418	0,37
			<u>6.263.082</u>	<u>3,63</u>
<i>Mexiko</i>				
Coca-Cola FEMSA SAB de CN, Sponsored ADR	27.726		2.427.357	1,41
<i>Niederlande</i>				
Aalberts NV	39.270		1.703.344	0,99
Heineken Holding NV	22.215		1.616.411	0,93
Heineken NV	40.345		3.506.223	2,03
			<u>6.825.978</u>	<u>3,95</u>
<i>Singapur</i>				
DBS Group Holdings Ltd.	143.670		3.454.661	2,00
United Overseas Bank Ltd.	187.430		3.666.317	2,13
			<u>7.120.978</u>	<u>4,13</u>
<i>Südkorea</i>				
DB Insurance Co. Ltd.	6.602		425.359	0,25
LG Corp.	31.322		1.835.727	1,06
LX Holdings Corp.	68.783		321.672	0,19
Samsung Electronics Co Ltd	17.090		923.864	0,53
			<u>3.506.622</u>	<u>2,03</u>
<i>Schweden</i>				
Autoliv, Inc.	15.873		1.721.765	1,00
SKF AB, Class B	110.740		2.038.228	1,18
Trelleborg AB, Class B	57.629		1.858.760	1,08
			<u>5.618.753</u>	<u>3,26</u>

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Anlageübersicht (Fortsetzung)

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Schweizer Franken (CHF)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE	MARKT-WERT	% DES NETTOVERMÖGENS
<i>Schweiz</i>			
Coltene Holding AG Registered	5.915	CHF 340.704	0,20 %
Nestlé SA, Registered	45.010	4.309.707	2,50
Novartis AG, Registered	34.135	2.982.375	1,73
Roche Holding AG	10.141	2.329.388	1,35
Zurich Insurance Group AG	5.830	2.835.129	1,64
		12.797.303	7,42
<i>Vereinigtes Königreich</i>			
BAE Systems plc	426.660	6.551.251	3,80
CNH Industrial NV	285.503	3.317.422	1,92
Computacenter plc	32.860	1.007.991	0,58
Diageo plc	144.121	4.797.299	2,78
Grafton Group plc	91.880	1.047.719	0,61
GSK plc	167.382	3.254.008	1,89
Howden Joinery Group plc	108.530	1.119.775	0,65
Johnson Service Group PLC	481.720	720.211	0,42
SThree PLC	90.271	441.658	0,25
		22.257.334	12,90
<i>Vereinigte Staaten</i>			
Alphabet, Inc., Class A	52.000	7.069.018	4,10
Alphabet, Inc., Class C	5.110	700.788	0,41
Atmus Filtration Technologies, Inc.	20.080	583.275	0,34
Berkshire Hathaway, Inc., Class A	20	11.428.802	6,63
Berkshire Hathaway, Inc., Class B	658	249.226	0,14
Envista Holdings Corp.	84.370	1.624.710	0,94
FedEx Corp.	9.050	2.361.768	1,37
FMC Corp.	102.360	5.872.863	3,40
Ionis Pharmaceuticals, Inc.	74.850	2.922.544	1,69
Johnson & Johnson	13.851	1.973.515	1,14
Kenvue, Inc.	5.421	104.783	0,06
Sealed Air Corporation	77.210	2.587.001	1,50
Truist Financial Corp.	53.365	1.873.607	1,09
U-Haul Holding Co.	50.780	3.049.780	1,77
Vertex Pharmaceuticals, Inc.	7.410	2.789.877	1,62
		45.191.557	26,20
<i>Summe Dividendenpapiere</i>		CHF 162.067.851	93,95 %
<i>Summe Kapitalanlagen</i>		CHF 162.067.851	93,95 %
Sonstige Nettovermögenswerte		10.439.056	6,05 %
<i>Summe Nettovermögen</i>		CHF 172.506.907	100,00 %

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufstellung Devisentermingeschäfte

Offene Devisentermingeschäfte zum 31. März 2024 (Erläuterung 2):

<u>FREMDWÄHRUNG</u>	<u>GEGENPARTEI</u>	<u>KOSTEN</u>	<u>KONTRAKT VALUTADATUM</u>	<u>NICHT REALISIERTER GEWINN/ (VERLUST)</u>
<i>Devisentermingeschäfte</i>				
<i>Nicht realisierter Gewinn aus Devisentermingeschäften</i>				
<i>Japanischer Yen</i>				
	JPM	194.758.330	05/10/24	CHF 139.283
	JPM	162.322.200	09/13/24	27.999
	JPM	145.956.429	12/24/24	22.818
	JPM	229.978.000	01/10/25	17.109
	JPM	165.876.690	04/03/25	1.041
	SSB	20.002.566	04/18/24	16.848
	JPM	2.407.702	12/27/24	785
<i>Yuan Renminbi</i>				
	JPM	900.000	02/12/25	1.184
				<u>CHF 232.883</u>
<i>Nicht realisierter Verlust aus Devisentermingeschäften</i>				
<i>Kanadischer Dollar</i>				
	SSB	361.148	12/11/24	(9.614)
	JPM	669.628	12/24/24	(14.474)
<i>Euro</i>				
	SSB	5.149.134	04/18/24	(3.529)
	SSB	7.230.787	05/24/24	(108.526)
	JPM	9.459.873	05/30/24	(165.228)
	SSB	4.325.952	12/11/24	(138.572)
	SSB	7.447.260	03/14/25	(87.533)
	JPM	2.770.021	03/21/25	(35.214)
<i>Hongkong-Dollar</i>				
	JPM	4.719.736	05/10/24	(21.590)
	SSB	3.566.259	07/19/24	(26.755)
	JPM	4.178.807	12/24/24	(19.715)
	SSB	2.023.274	03/06/25	(5.974)
<i>Mexikanischer Peso</i>				
	SSB	12.578.483	05/24/24	(92.326)
	SSB	6.956.742	07/19/24	(46.321)
	JPM	2.838.381	12/24/24	(13.323)

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufstellung Devisentermingeschäfte (Fortsetzung)

Offene Devisentermingeschäfte zum 31. März 2024 (Erläuterung 2):

FREMDWÄHRUNG	GEGENPARTEI	KOSTEN	KONTRAKT VALUTADATUM	NICHT REALISIERTER GEWINN/ (VERLUST)
<i>Nicht realisierter Verlust aus Devisentermingeschäften (Fortsetzung) Pfund Sterling</i>				
<i>Pfund Sterling</i>				
	SSB	4.564.293	06/28/24	CHF (146.351)
	SSB	5.508.822	07/10/24	(203.489)
	JPM	2.681.727	03/21/25	(43.512)
<i>Singapur-Dollar</i>				
	JPM	439.826	12/24/24	(8.403)
	JPM	9.020.250	02/12/25	(195.722)
<i>Schwedische Krone</i>				
	SSB	2.496.300	08/16/24	(8.344)
<i>US-Dollar</i>				
	SSB	1.942.611	04/18/24	(46.809)
	JPM	10.980.474	07/18/24	(474.433)
	SSB	19.295.650	03/06/25	(451.422)
<i>Yuan Renminbi</i>				
	JPM	5.631.873	02/12/25	(18.040)
	SSB	7.319.752	03/06/25	(13.474)
				CHF (2.398.693)
<i>Nicht realisierter Nettoverlust aus Devisentermingeschäften</i>				CHF (2.165.810)

Abkürzungen der Kontrahenten:

JPM-JPMorgan Chase Bank NA

SSB - State Street Bank and Trust Company

IRM - Income Repatriation Munich IBS

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Euro (€)

VERMÖGENSWERTE

Anlagen zum Marktwert (Kosten €6.277.650) (Erläuterung 2)	€	8.370.618
Barmittel		329.332
Dividenden- und Zinsforderungen		39.951
Summe Vermögenswerte		8.739.901

VERBINDLICHKEITEN

Anlageverwaltungs- und Gebühren der Verwaltungsgesellschaft (Erläuterung 4)		14.756
Antizipative Passiva und sonstigen Verbindlichkeiten		43.596
Summe Verbindlichkeiten		58.352
Nettovermögen	€	8.681.549

NETTOVERMÖGEN

<i>Anlegeranteilen zurechenbar</i>					
€19,82 je Anteil, basierend auf 339.656 im Umlauf befindlichen Anteilen	€		6.732.887		
<i>Manager-Anteilen zurechenbar</i>					
€25,28 je Anteil, basierend auf 77.094 im Umlauf befindlichen Anteilen	€		1.948.662		
				€	8.681.549

STATISTISCHE INFORMATIONEN

		März 2024		FYE 2023		FYE 2022
Nettoinventarwert	€	8.681.549	€	8.890.170	€	10.714.670
<i>Je Anlegeranteil</i>	€	19,82	€	17,98	€	15,95
<i>Je Manager-Anteil</i>	€	25,28	€	22,82	€	20,05

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Anlagenübersicht

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Euro (€)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE	MARKTWERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
<i>Übertragbare Wertpapiere, die an einem geregelten Markt gehandelt werden</i>			
<i>Dividendenpapiere</i>			
<i>Belgien</i>			
KBC Group NV	1.230	€ 85.387	0,98 %
<i>China</i>			
Haitian International Holdings Ltd.	45.190	121.629	1,40
Uni-President China Holdings Ltd.	126.995	83.686	0,97
		<u>205.315</u>	<u>2,37</u>
<i>Finnland</i>			
Kemira Oyj	14.230	249.310	2,87
<i>Frankreich</i>			
Rubis SCA	8.585	281.073	3,24
Safran SA	235	49.362	0,57
SCOR SE	9.420	302.099	3,48
Teleperformance SE	2.150	193.672	2,23
TotalEnergies SE	6.899	437.880	5,04
		<u>1.264.086</u>	<u>14,56</u>
<i>Deutschland</i>			
Deutsche Post AG, Registered	6.405	255.655	2,94
Fresenius SE & Co. KGaA	7.745	193.625	2,23
Norma Group SE	5.730	98.728	1,14
		<u>548.008</u>	<u>6,31</u>
<i>Hongkong</i>			
Hang Lung Group Ltd.	102.900	109.686	1,26
Johnson Electric Holdings Ltd.	53.510	68.624	0,79
Luk Fook Holdings International Ltd.	30.235	76.727	0,89
		<u>255.037</u>	<u>2,94</u>
<i>Japan</i>			
ADEKA Corporation	4.955	96.461	1,11
Inaba Denki Sangyo Co. Ltd.	7.140	152.888	1,76
Kuraray Co. Ltd.	7.800	77.092	0,89
Mitsubishi Gas Chemical Co., Inc.	7.145	110.638	1,27
Nabtesco Corp.	2.795	43.254	0,50
NIPPON EXPRESS HOLDINGS, Inc.	1.825	86.074	0,99
Kuraray Co. Ltd.	6.795	94.784	1,09
Sumitomo Heavy Industries Ltd.	3.065	88.976	1,03

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Anlageübersicht (Fortsetzung)

Per 31. März 2024

Ausgedrückt in Euro (€)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE	MARKT-WERT	% DES NETTO-VERMÖGENS
<i>Japan (Fortsetzung)</i>			
Takasago Thermal Engineering Co. Ltd.	1.890	€ 55.560	0,64 %
Transcosmos, Inc.	4.130	77.823	0,90
		883.550	10,18
<i>Mexiko</i>			
Coca-Cola FEMSA SAB de CN, Sponsored ADR	1.450	130.500	1,50
Megacable Holdings SAB de CV	91.810	236.282	2,72
		366.782	4,22
<i>Niederlande</i>			
Aalberts NV	2.915	129.980	1,50
<i>Singapur</i>			
DBS Group Holdings Ltd.	5.975	147.697	1,70
United Overseas Bank Ltd.	9.250	186.007	2,14
		333.704	3,84
<i>Südkorea</i>			
DB Insurance Co. Ltd.	1.540	102.000	1,17
LG Corp.	2.416	145.563	1,68
LX Holdings Corp.	9.890	47.547	0,55
		295.110	3,40
<i>Schweden</i>			
Autoliv, Inc.	770	85.862	0,99
Husqvarna AB, Class B	13.995	111.058	1,28
SKF AB, Class B	8.465	160.166	1,85
Trelleborg AB, Class B	2.840	94.167	1,08
		451.253	5,20
<i>Schweiz</i>			
Nestlé SA, Registered	2.360	232.299	2,67
Novartis AG, Registered	2.535	227.686	2,62
Roche Holding AG	610	144.041	1,66
Zurich Insurance Group AG	220	109.982	1,27
		714.008	8,22
<i>Vereinigtes Königreich</i>			
BAE Systems plc	10.410	164.319	1,89
CNH Industrial NV	7.475	89.700	1,03
Computacenter plc	4.770	150.419	1,73
Diageo plc	7.255	248.258	2,86

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Anlageübersicht (Fortsetzung)

Per 31. März 2024
Ausgedrückt in Euro (€)

WERTPAPIER	ANZAHL ANTEILE		MARKT-WERT	% DES NETTOVERMÖGENS
<i>Vereinigtes Königreich (Fortsetzung)</i>				
Grafton Group plc	16.620	€	194.828	2,25 %
GSK plc	9.083		181.524	2,09
Howden Joinery Group plc	24.105		255.673	2,95
Inchcape plc	16.375		138.671	1,60
SThree PLC	16.780		84.397	0,97
			<u>1.507.789</u>	<u>17,37</u>
<i>Vereinigte Staaten</i>				
Bank of America Corp.	6.280		220.498	2,54
FMC Corp.	3.235		190.805	2,20
Johnson & Johnson	1.697		248.563	2,86
Progressive Corp.	490		93.835	1,08
Truist Financial Corp.	4.180		150.867	1,74
U.S. Bancorp	4.270		176.731	2,04
			<u>1.081.299</u>	<u>12,46</u>
<i>Summe Dividendenpapiere</i>		€	<u>8.370.618</u>	<u>96,42 %</u>
<i>Summe Kapitalanlagen</i>		€	<u>8.370.618</u>	<u>96,42 %</u>
Sonstige Nettovermögenswerte			<u>310.931</u>	<u>3,58 %</u>
<i>Summe Nettovermögen</i>		€	<u>8.681.549</u>	<u>100,00 %</u>

SIEHE ERLÄUTERUNGEN ZUM ABSCHLUSS

Tweedy, Browne Value Funds

Erläuterungen zum Abschluss

1. Allgemeines

Tweedy, Browne Value Funds (der „Fonds“) ist eine Investmentgesellschaft, die gemäß den Gesetzen des Großherzogtums Luxemburg als eine *Société d'Investissement à Capital Variable* organisiert ist und ihre Vermögenswerte in mehrere separate Anlageportfolios (die „Teilfonds“) aufteilen und Anteile von mehreren Klassen, die jede einem separaten Teilfonds angehören, ausgeben kann. Innerhalb jedes Teilfonds werden zwei Klassen von Anteilen eingerichtet: eine Klasse, die allgemein an Anleger ausgegeben wird (die „Anleger-Anteile“), und eine weitere Klasse, die ausschließlich zugunsten bestimmter Eigentümer von Tweedy, Browne Company LLC, der Anlageverwalter des Fonds (der „Anlageverwalter“), ausgegeben wird (die „Manager-Anteile“). Derzeit bietet der Fonds Anteile der folgenden Teilfonds an: Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) (der „International-Euro-Teilfonds“), Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) (der „Schweizer Franken-Teilfonds“), Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund (der „Teilfonds mit hoher Dividende“). Jeder Teilfonds ist ausschließlich für alle ihm zurechenbaren Verbindlichkeiten verantwortlich.

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

Der Fonds, der International-Euro-Teilfonds und der Schweizer Franken-Teilfonds, wurden am 30. Oktober 1996 organisiert und nahmen ihre Tätigkeit am 1. November 1996 auf. Der Teilfonds mit hoher Dividende wurde am 1. Juni 2007 organisiert und nahm seine Tätigkeit am 15. Juni 2007 auf.

2. Wesentliche Rechnungslegungsgrundsätze

Der vorliegende Abschluss wird gemäß den in Luxemburg allgemein anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen für Anlagefonds vorgelegt. Die Erstellung von Jahresabschlüssen in Übereinstimmung mit den allgemein anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen erfordert, dass die Geschäftsführung Schätzungen und Annahmen trifft, die sich auf die ausgewiesenen Beträge und die Offenlegung in den Jahresabschlüssen auswirken. Die tatsächlichen Ergebnisse können von diesen Schätzungen abweichen.

Portfoliobewertung

Die Bewertung von Anlagen in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten und anderen Vermögenswerten, die an einer Börse oder an einem anderen geregelten Markt, der ordnungsgemäß funktioniert, anerkannt und für die Öffentlichkeit zugänglich ist (ein „geregelter Markt“), notiert oder gehandelt werden, erfolgt auf der Grundlage des letzten verfügbaren Kurses auf dem betreffenden Markt, der normalerweise ihr Hauptmarkt ist. Falls Vermögenswerte nicht an einer Börse oder einem anderen geregelten Markt kotieren oder gehandelt werden oder wenn in Bezug auf Anlagen, die wie vorgenannt an einer Börse oder einem anderen geregelten Markt kotieren oder gehandelt werden, der ermittelte Kurs nicht für den beizulegenden Zeitwert der jeweiligen Vermögenswerte repräsentativ ist, wird der Wert von solchen Vermögenswerten auf der Grundlage von einem angemessenen voraussichtlichen Verkaufskurs ermittelt, der nach dem Sorgfaltsprinzip und in Treu und Glauben vom Verwaltungsrat oder gemäß Verfahren, die vom Verwaltungsrat eingeführt wurden, bestimmt wird.

Fremdwährungsumrechnung

Die Bücher und Unterlagen des International-Euro-Teilfonds, des Teilfonds mit hoher Dividende und des Schweizer Franken-Teilfonds werden in Euro, Euro bzw. Schweizer Franken geführt. Der Wert sämtlicher Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die nicht in der Referenzwährung eines Teilfonds ausgedrückt sind, wird zu den zuletzt von einer Großbank oder von Thomson Reuters notierten Kursen in die Referenzwährung dieses Teilfonds umgerechnet. Käufe und Verkäufe ausländischer Anlagen, Erträge und Kosten, die ursprünglich in Fremdwährungen ausgedrückt wurden, werden an jedem Geschäftstag in die Referenzwährung jedes Teilfonds auf der Grundlage der Wechselkurse umgerechnet, die an dem jeweiligen Tag dieser Transaktionen oder am Berichtsdatum für auf ausländische Währungen lautende Forderungen und Verbindlichkeiten gelten. Falls ein Wechselkurs für eine bestimmte Währung an einem Bewertungstag nicht verfügbar ist, wird der zuletzt notierte Wechselkurs verwendet.

Die konsolidierten Aufstellungen werden in US-Dollar ausgewiesen. Die konsolidierte Aufstellung der Vermögenswerte und Verbindlichkeiten wird zum Wechselkurs des Bilanzstichtages umgerechnet. Die konsolidierte Ergebnisrechnung und Entwicklung des Nettovermögens werden mit dem durchschnittlichen Wechselkurs für den am 31. März 2024 endenden Berichtszeitraum umgerechnet. Die Differenz aus dem Eröffnungs-Nettovermögen zu Wechselkursen zum Beginn des Berichtszeitraums und ihrem Wert am Ende des Berichtszeitraums wird in der Rubrik Beginn des Berichtszeitraums Währungsumrechnung in der Konsolidierten Ergebnisrechnung und Veränderungen des Nettovermögens ausgewiesen. Die Rubrik Beginn des Berichtszeitraums Währungsumrechnung weist darüber hinaus den Umrechnungsbetrag aus, der sich aus der Umrechnung der Konsolidierten Ergebnisrechnung und Veränderungen des Nettovermögens mit den durchschnittlichen Wechselkursen ergibt.

Tweedy, Browne Value Funds

Erläuterungen zum Abschluss (Fortsetzung)

2. Wesentliche Rechnungslegungsgrundsätze (Fortsetzung)

Devisentermingeschäfte

Jeder Teilfonds hat Devisentermingeschäfte zur Absicherung seines vermeintlichen Risikos gegenüber bestimmten Fremdwährungen geschlossen. Devisentermingeschäfte werden zum Terminkurs bewertet und täglich zum Marktwert bewertet. Die Änderung des Marktwerts wird vom jeweiligen Teilfonds in der Nettoveränderung der nicht realisierten Wertsteigerung/(Wertminderung) von Fremdwährungen und Devisentermingeschäften verbucht. Wenn der Kontrakt geschlossen wird, verbucht der betreffende Teilfonds einen realisierten Gewinn oder Verlust aus Fremdwährungen und Devisentermingeschäften in Höhe der Differenz zwischen dem Wert des Kontrakts zum Zeitpunkt der Eröffnung und dem Wert des Kontrakts zum Zeitpunkt der Schließung. Realisierte Gewinne und Verluste aus Termingeschäften werden auf der Grundlage der historischen Kosten unter Verwendung der FIFO-Methode („First-in-First-out“) verbucht.

Die Verwendung von Devisentermingeschäften hat keinen Einfluss auf die Schwankungen des zugrunde liegenden Kurses der Anlagewertpapiere eines Teilfonds, aber es wird dadurch ein Wechselkurs festgelegt, der in der Zukunft erreicht werden kann. Obwohl Devisentermingeschäfte das Verlustrisiko aufgrund eines Wertverlusts der abgesicherten Währung begrenzen, begrenzen sie auch jeden potenziellen Gewinn, der sich ergeben könnte, falls der Wert der abgesicherten Währung steigt. Gegebenenfalls entstehen dadurch in einigen Zinsumgebungen Auslagen für die Teilfonds. Hinzu kommt, dass ein Teilfonds Risiken ausgesetzt sein kann, falls die Gegenparteien der Verträge nicht in der Lage sind, die Bedingungen ihrer Verträge zu erfüllen.

In vorliegendem Bericht verwendete Wechselkurse

Die wichtigsten Wechselkurse per 31. März 2024 sind wie folgt:

	Euro	CHF
USD	0,9259	0,9007

Wertpapiertransaktionen und Nettoanlageerträge

Wertpapiergeschäfte werden am Tag nach dem Handelsdatum erfasst. Dividendenerträge werden am Ex-Dividenddatum verbucht, und Zinsen werden auf der Abgrenzungsbasis als erzielt verbucht. Realisierte Gewinne und Verluste aus Wertpapiergeschäften werden auf der Grundlage der historischen Kosten unter Verwendung der speziellen Identifikationsmethode verbucht.

3. Ausschüttung an Anleger

Alle Anteile werden als Kapitalisierungsanteile ausgegeben, die ihre gesamten Erträge kapitalisieren. Dementsprechend wird nicht damit gerechnet, dass etwaige Nettoerträge oder Kapitalgewinne der Teilfonds des Fonds an die Investoren ausgeschüttet werden.

4. Anlageverwaltungsgebühren und Gebühren der Verwaltungsgesellschaft

Der Fonds hat vereinbart, dem Anlageverwalter vierteljährlich nachträglich eine Anlageverwaltungsgebühr in Höhe von 1,25 % des durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwerts der Anleger-Anteile jedes Teilfonds des Fonds zu zahlen, der zum Geschäftsschluss am entsprechenden Bewertungstag berechnet wird. Die an den Anlageverwalter zu zahlende Anlageverwaltungsgebühr wird von den Anleger-Anteilen jedes Teilfonds getragen, und die aufgelaufenen Gebühren werden bei der Bestimmung des Nettoinventarwerts der Investorenanteile in Abzug gebracht.

Mit Wirkung vom 1. Mai 2020 schlossen der Anlageverwalter und der Fonds eine geänderte und neu gefasste Vereinbarung über den freiwilligen Verzicht auf Verwaltungsgebühren für Investitionen (die „Vereinbarung“). Die Vereinbarung wird mindestens bis zum 31. Dezember 2024 in Kraft bleiben, kann aber danach von Jahr zu Jahr durch den Anlageverwalter fortgesetzt werden.

Gemäß der Vereinbarung beträgt die vom Fonds zu zahlende Anlageverwaltungsgebühr wie folgt:

ein Prozent (1,00 %) pro Jahr in Bezug auf den durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwert der Investorenanteile des International-Euro-Teilfonds, des Schweizer Franken-Teilfonds und

Neunzig Basispunkte (0,90%) pro Jahr des durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwerts der Anleger-Anteile des Teilfonds mit hoher Dividende.

Der so berechnete Satz der jährlichen Anlageverwaltungsgebühr wird am betreffenden Bewertungstag auf den durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwert der Anleger-Anteile jedes Teilfonds angewandt.

Auf die Manager-Anteile eines Teilfonds wird keine Anlageverwaltungsgebühr erhoben oder von ihnen getragen.

Tweedy, Browne Value Funds

Erläuterungen zum Abschluss (Fortsetzung)

4. Anlageverwaltungsgebühren und Gebühren der Verwaltungsgesellschaft (Fortsetzung)

Der Fonds zahlt der Verwaltungsgesellschaft eine Dienstleistungsgebühr an die Verwaltungsgesellschaft, die 0,10 % des durchschnittlichen Vermögens pro Teilfonds pro Jahr, mindestens jedoch 80.000 EUR, nicht übersteigt.

5. Aufstellungen der Veränderungen des Anlageportfolios

Die Aufstellung der Veränderungen des Anlageportfolios während des Berichtszeitraums ist am Sitz des Fonds sowie bei der Vertretung in der Schweiz und der Zahlstelle in Deutschland kostenlos erhältlich.

6. Besteuerung

Der Fonds unterliegt keinen Luxemburger Gewinn- oder Ertragssteuern, noch unterliegen die vom Fonds gezahlten Ausschüttungen einer Luxemburger Quellensteuer. Der Fonds unterliegt jedoch in Luxemburg einer vierteljährlich fälligen luxemburgischen Steuer („taxe d'abonnement“) in Höhe von 0,05 % p. a. seines Nettoinventarwerts auf der Grundlage des gesamten Nettoinventarwerts der Teilfonds am Ende des betreffenden Quartals. In Luxemburg ist keine Steuer auf den realisierten Kapitalzuwachs des Fondsvermögens zu entrichten.

Dividenden- und Zinserträge und in bestimmten Fällen Kapitalgewinne des Fonds können an der Quelle einer Quellensteuer unterliegen.

7. Vergütungen der Verwaltungsratsmitglieder und sonstige Aufwendungen

Die Verwaltungsratsmitglieder des Fonds, mit Ausnahme von Thomas H. Shrager und Robert Q. Wyckoff, Jr., erhalten jeweils eine jährliche Gebühr von 30.000 Euro netto nach Abzug der Quellensteuer, falls anwendbar, die vom Fonds gezahlt wird.

Darüber hinaus hat der Fonds Vereinbarungen über die Zahlung von Dienstleistungsgebühren an bestimmte Investmentfondsplattformen, über die Anleger-Anteile angeboten werden, getroffen. Der Fonds zahlt der Verwaltungsgesellschaft außerdem jährliche Gebühren für Vertrieb, Registrierung und sonstige Nebendienstleistungen.

8. Die Gesamtkostenquote auf Anleger-Anteile*

Die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio) auf Anleger-Anteile des International-Euro-Teilfonds belief sich für den Berichtszeitraum bis zum 31. März 2024 auf:

Aufwendungen zum Ende des Berichtszeitraums	€	347.815
Durchschnittliche Nettovermögenswerte	€	46.943.080
Gesamtkostenquote (TER)		1,48%

Die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio) auf Anleger-Anteile des Schweizer Franken-Teilfonds belief sich für den Berichtszeitraum bis zum 31. März 2024 auf:

Aufwendungen zum Ende des Berichtszeitraums	CHF	842.886
Durchschnittliche Nettovermögenswerte	CHF	117.695.159
Gesamtkostenquote (TER)		1,43%

Die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio) auf Anleger-Anteile des High Dividend-Teilfonds belief sich für den Berichtszeitraum bis zum 31. März 2024 auf:

Aufwendungen zum Ende des Berichtszeitraums	€	78.479
Durchschnittliche Nettovermögenswerte	€	6.769.564
Gesamtkostenquote (TER)		2,32%

* Die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, TER) wurde in Einklang mit der „Richtlinie zur Berechnung und Offenlegung der Total Expense Ratio (TER) von kollektiven Kapitalanlagen“ ermittelt, die von der Swiss Funds & Asset Management Association ("SFAMA") am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden (Stand 20. April 2015) veröffentlicht wird. Im Herbst 2020 fusionierten die SFAMA (Swiss Funds & Asset Management Association) und die AMP (Asset Management Platform) und wurden zur AMAS (Asset Management Association Switzerland).

Tweedy, Browne Value Funds

Erläuterungen zum Abschluss (Fortsetzung)

9. Portfolioumschlag für Dividendenpapiere

Der Portfolioumschlag der Dividendenpapiere der einzelnen Teilfonds für den Berichtszeitraum bis zum 31. März 2024 stellt sich wie folgt dar:

International Euro Teilfonds:	6,20%
Schweizer Franken Teilfonds:	6,13%
Teilfonds mit hoher Dividende:	10,86%

Diese Zahlen ergeben sich aus der Teilung des kleineren der Aktienkäufe oder -verkäufe jedes Teilfonds durch den durchschnittlichen Monatswert der langfristigen Wertpapiere jedes Teilfonds für den Zeitraum.

Diese Transaktionskosten werden als Teil der Investitionskosten erfasst.

9. Verordnung über Wertpapierfinanzierungsgeschäfte

Der Fonds schließt derzeit weder (i) Wertpapierleihgeschäfte, Pensionsgeschäfte oder umgekehrte Pensionsgeschäfte, (ii) Wertpapier- oder Warenleihgeschäfte, (iii) Buy/Sell-Back- oder Sell/Buy-Back-Geschäfte, (iv) Lombardgeschäfte oder (v) Total Return Swaps ab und beabsichtigt dies auch nicht.

10. Wichtige Ereignisse

Im Berichtszeitraum gab es keine wichtigen Ereignisse.

11. Ereignisse nach dem Bilanzstichtag

Nach dem Bilanzstichtag gab es keine, den Abschluss des Fonds betreffende wesentlichen Ereignisse.

Tweedy, Browne Value Funds