

# Tweedy, Browne Value Funds

## Bericht des Anlageverwalters an die Anteilsinhaber (ungeprüft)

*Der Rotwild-Faktor — ein Jäger sieht Rotwild im Wald erst, wenn es sich bewegt. Dann ist plötzlich klar, wo es schon die ganze Zeit stand (...). Wenn die Anleger wüssten, was den Markt in Zukunft einbrechen lässt, dann wäre er bereits eingebrochen.*

- Chris Browne, 31. März 1997

An unsere Anteilsinhaber:

2017 setzten die Aktienkurse in aller Welt ihren unaufhaltsamen Aufstieg fort, der in den ersten Wochen des neuen Jahres sogar noch an Geschwindigkeit zunahm, bis die Kurse Ende Januar und Anfang Februar dieses Jahres in ein Luftloch fielen, was sie acht bis zehn Prozent kostete. Die Kurse erholten sich zwar ein wenig im weiteren Verlauf des Monats Februar, doch Mitte bis Ende März gerieten sie erneut in Turbulenzen. Zum Zeitpunkt unseres Schreibens hält eine gewisse Nervosität an den Aktienmärkten an, die sich zögerlich von Wochen beunruhigender Volatilität erholen. Die Gründe für die Turbulenzen sind unklar; jedoch gehen die meisten Marktpropheten davon aus, dass sie teilweise durch die ersten Anzeichen von Lohndruck und dem damit verbundenen, unerwarteten Anstieg von Zinsen und Inflationserwartungen (so stieg die Rendite von US-Zehnjahresschatzanleihen in nur wenigen Wochen um gut 50 Basispunkte)<sup>1</sup> sowie durch eine Reihe weiterer makroökonomischer Sorgen, darunter die Aussichten auf eine Fortsetzung der Straffungspolitik in den USA und Europa und zunehmenden Spannungen im Handel zwischen den USA und ihren Haupthandelspartnern, ausgelöst wurden. Diese Entwicklung wirft die Frage auf, ob damit an den Märkten der Wendepunkt erreicht ist, an dem das vorstehend erwähnte Rotwild sich plötzlich bewegt. Die Erfahrung lehrt uns, dass wir das leider erst in dem Moment wissen, in dem es passiert.

Ist der jüngste Ausbruch von Volatilität ein Beweis dafür, dass die unbeabsichtigten Folgen der ausserordentlichen finanziellen Grosszügigkeit, die wir in unserem letzten Schreiben erwähnten, sich endlich zu zeigen beginnen, oder ist es einfach nur ein zeitweiliger und geringfügiger Rückschlag auf dem Weg zu weiterhin hohen Ergebnissen? Sicher wissen wir nur, dass höhere Zinsen (d. h. ein höherer Preis von Geld) in Abwesenheit ausgleichender Faktoren einen Abzinsungsmechanismus bilden, der zu niedrigeren inneren Bewertungen von finanziellen Vermögenswerten führt, insbesondere bei Anleihen mit langer Laufzeit und Aktien. Die US-Federal Reserve («Fed») hat die Leitzinsen<sup>2</sup> seit 2015 bereits viermal erhöht und ihre Absicht angedeutet, sie 2018 drei weitere Male zu erhöhen. Die jüngsten Berichte über höher als erwartet ausfallende Anstiege des Verbraucherpreisindex, zusammen mit den ersten Anzeichen von Lohndruck, machen einige Marktteilnehmer glauben, dass 2018 sogar noch eine vierte Zinserhöhung ansteht. Darüber hinaus gab die ehemalige US-Notenbankchefin Janet Yellen im September letzten Jahres bekannt, die Fed werde durch den Abbau des Vorrats an US-Schatzpapieren und hypothekengesicherten Anleihen ohne Wiederanlage ihre Bilanz um 10 Milliarden USD pro Monat mit einer langsamen Steigerung der Höhe des Abbaus bis auf 50 Milliarden USD pro Monat schrumpfen lassen. Und die USA sind nicht die Einzigen, die ihre Finanzpolitik straffen. Mark Carney, der Chef der Bank of England, gab Anfang November eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte bekannt, die erste Zinserhöhung seit über zehn Jahren, und deutete im Februar an, dass weitere Zinserhöhungen erforderlich seien, um die steigende Inflation einzudämmen. Im Oktober letzten Jahres gab Mario Draghi, der stark auf Lockerung fixierte Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), bekannt, dass die EZB ab Januar dieses Jahres ihre monatlichen Anleihekäufe erheblich (von 60 Milliarden EUR auf 30 Milliarden EUR) zurückfährt, aber die Dauer des Konjunkturprogramms bis mindestens September 2018 verlängert. Nimmt man noch das voraussichtlich steigende Haushaltsdefizit in den

<sup>1</sup> Ein Basispunkt entspricht einem Hundertstel von 1 % bzw. 0,01 %.

<sup>2</sup> Die Leitzinsen (Federal Funds Rate) sind der Zinssatz, zu dem US-Kreditinstitute (Banken und Sparkassen) ihre Guthaben anderen Kreditinstituten ungesichert als Tagesgeld leihen.

USA und die Möglichkeit einer umfangreichen neuen Staatsanleiheemission dazu, dann ist es kein Wunder, dass die Aktienmärkte von einer gewissen Besorgnis beherrscht werden.

Doch vergessen wir für einen Moment die Risiken, denen die Bewertungen durch die steigenden Geldkosten ausgesetzt sind, und betrachten wir die Marktoptimisten, die uns auf das Phänomen hinweisen, das in der Presse neuerdings als «synchrones weltweites Wachstum» bezeichnet wird und die Idee unterstützen soll, dass ihre zunehmende Ertragsfähigkeit die Unternehmen dazu befähigt, in ihre hohen Aktienmarktbewertungen sozusagen hineinzuwachsen. Diese Ansicht erhielt durch die Verabschiedung des neuen US-Steuerreformpakets Ende letzten Jahres starken Auftrieb, denn damit wurden die Unternehmenssteuern erheblich gesenkt und der potenzielle Gewinn nach Steuern erheblich gesteigert, insbesondere bei den eher inländisch orientierten US-Unternehmen. Laut einem Artikel im *Wall Street Journal* vom 26. Februar 2018 von Riva Gold und Akane Otani mit der Überschrift «Stocks Start Week Strongly» [US-Aktien zu Anfang der Woche stark] scheinen die Gewinnberichte in den USA Anfang 2018 die Idee eines synchronen weltweiten Wachstums zu bestätigen, da eine Rekordanzahl von S&P 500-Unternehmen die Umsatzerlösschätzungen von Analysten für ihren Umsatz im vierten Quartal 2017 übertraf, womit es das beste Quartal seit 2011 war. Diese soliden Gewinnberichte führten wiederum zu einem Anstieg der Gewinnerwartungen, wodurch bei vielen, wenn nicht den meisten Aktienkursen eine recht erhebliche Lücke zwischen dem Kurs-Gewinn-Verhältnis für die letzten zwölf Monate und dem geschätzten Kurs-Gewinn-Verhältnis für die nächsten zwölf Monate entstand. Nebenbei bemerkt fiel uns auf – obwohl wir es nicht beweisen können –, dass Gewinnerwartungen vielfach «heruntergerechnet» werden, damit sich das Unternehmen dann in einer Ausgangsposition befindet, die es ihm ermöglicht, diese Erwartungen zu übertreffen, was häufig die gewünschte positive Kursentwicklung zur Folge hat. Diese Spannung zwischen steigenden Zinsen und höherer Ertragsfähigkeit der Unternehmen wirkt sich wahrscheinlich sehr viele Jahre lang auf die Aktienkurse aus. Falls es entweder bei den Zinsen oder bei der Ertragsfähigkeit zu negativen Überraschungen kommt, können die Aktienbewertungen relativ schnell unter erheblichen Druck geraten.

Wenn wir auf die letzten achtzehn Jahre zurückblicken, so haben in dieser Zeit weltweit zwei ganz verschiedene Marktumgebungen existiert. In den von vielen als für Aktienmärkte «verlorenes Jahrzehnt» betrachteten Jahren 2000 bis 2009 entwickelten sich weder in den USA noch im Ausland die breitbasierten Aktienindizes wirklich weiter. Wie Sie aus der folgenden Grafik entnehmen können, verloren die wichtigen Aktienmarktindizes, wie etwa der S&P 500 (in US-Dollar) und der MSCI World Index (in Euro), im Laufe dieses Jahrzehnts tatsächlich an Boden und erbrachten negative annualisierte Renditen von etwa -5,1% bzw. -8,0%. In starkem Gegensatz dazu erlebten die Aktienmärkte von 2009 bis 2018 einen gewaltigen Aufschwung und erzielten annualisierte Gesamtrenditen von etwa 16,7% (S&P 500) und 14,3% (MSCI World Index).

	<b>Gesamtrendite</b>	
	S&P 500 Index in USD	MSCI World Index (in EUR)
<b>31. März 2000 – 31. März 2009</b>		
<i>Kumulativ</i>	-37,5 %	-52,8 %
<i>Annualisiert</i>	-5,1 %	-8,0 %
<b>31. März 2009 – 31. März 2018</b>		
<i>Kumulativ</i>	300,1 %	233,5 %
<i>Annualisiert</i>	16,7 %	14,3 %

*Die Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.*

Hinzuweisen ist auch auf den Unterschied zwischen dem Marktklima zu Beginn dieser beiden Zeiträume. Im Jahr 2000, auf dem Höhepunkt der Technik-, Medien- und Telekommunikationsblase sowie nach einer Marktphase

von achtzehn Jahren, in der die Aktienkurse sich relativ stark, aber ungleichmässig entwickelt hatten, war das Marktklima sehr positiv (viele würden das Wort «euphorisch» verwenden), was zu sehr hohen Aktienbewertungen führte, insbesondere bei Wachstumsaktien. Anfang März desselben Jahres gab es keine Anzeichen eines Nachlassens der Marktdynamik, so dass Barton Biggs, der hochangesehene damalige Marktstratege von Morgan Stanley, sich veranlasst sah, einen sehr vorausschauenden analytischen Artikel mit der Überschrift «Even Monkeys Fall from Trees» [Sogar Affen können vom Baum fallen] zu veröffentlichen. In diesem Artikel drückte Biggs seine Ansicht aus, wonach die jüngste Periode (1998–2000), in der die Wachstumsaktienkurse die Wertaktienkurse weit hinter sich gelassen hatten, nicht ewig anhalten konnte. Biggs wörtlich:

*Und so komme ich zu folgendem Schluss: Verzweifeln Sie nicht an der Werttheorie und feuern Sie um Himmelswillen nicht Ihre Wertmanager, um stattdessen Wachstumsexperten einzustellen. Tatsächlich sollte der rational denkende tapfere Treuhänder mit einer Neigung zum Querdenken genau das Gegenteil tun. Die Japaner haben ein Sprichwort: «Sogar Affen können vom Baum fallen.» Tech- und Wachstumsmanager sind sehr flexibel, aber...*

Wir alle wissen, was noch im gleichen Monat geschah. Tech-Bewertungen stürzten ins Bodenlose, die Hausse endete abrupt, und Wertmanager erlebten ihre lange erwartete Rechtfertigung. In den nächsten drei Jahren verloren die meisten Aktienmärkte 40 % bis 60 % ihres Wertes, als die Weltwirtschaft eine Rezession durchmachte.

Im März 2009 ergab sich dann ein völlig anderes Bild. Nach einem Jahrzehnt, in dem die kumulativen Renditen der Aktienmärkte Achterbahn gefahren waren, steckten viele der Industrieländer tief in einer Rezession, das US-Bankensystem stand am Rande des Zusammenbruchs, das Anlegervertrauen war ausserordentlich gering, und die Aktienbewertungen waren, gemessen am MSCI World Index (in EUR), um fast 50 % zurückgegangen. Vielleicht erinnern Sie sich: Es gab sogar Befürchtungen, wonach möglicherweise mit dem Schlimmsten gerechnet werden müsse, wodurch die Weltwirtschaft in eine Depression schlittern könnte. Sehr wenige Marktteilnehmer konnten ihren Blick vom Rückspiegel losreissen und sich auf die wirtschaftliche Erholung und die Hausse konzentrieren, die kurz darauf unerwartet folgte.

Damit sind wir im Jetzt angekommen. Vom 31. März 2009 bis zum 31. März dieses Jahres stiegen der S&P 500-Index (in US-Dollar) und der MSCI World Index (in Euro) um etwa 300 % bzw. 234 %. Die Weltwirtschaft scheint anzuziehen und die Bewertungen der finanziellen Vermögenswerte bleiben hoch, wie von zahlreichen Bewertungskennzahlen, darunter dem Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis<sup>3</sup> (durchschnittliche Kursentwicklung von 31 in den zehn Jahren), dem «Warren Buffett Indicator»<sup>4</sup> (Verhältnis von 138 % zu Marktkapitalisierung laut *GuruFocus.com* vom 3. Mai 2018) und dem vollen bis hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis der meisten wichtigen Börsenindizes, belegt. Das Vertrauen in den Markt bleibt trotz der kürzlich gestiegenen Volatilität grösstenteils hoch, und das zurzeit herrschende Marktklima deutet darauf hin, dass diese schon recht angejahrte Hausse noch nicht an Fahrt verloren hat.

Der vielleicht beste Beweis für die Lebensgeister, die unsere Märkte im letzten Jahr beflügelten, waren die sich beschleunigende Dynamik der Technologie-Aktien, insbesondere derjenigen der sogenannten FAANG-Unternehmen, und die zunehmende Popularität von Kryptowährungen.

2017 machte die Wertentwicklung der Aktien der fünf FAANG-Unternehmen (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, und das inzwischen als «Alphabet» bekannte Google) etwa 20 % des Ergebnisses des S&P 500-Index und 11 % des Ergebnisses des MSCI World Index aus. Mit Stand vom 30. April 2018 hatten sie ein Kurs-Gewinn-

---

<sup>3</sup> Eine Bewertungskennzahl, die den realen Gewinn je Aktie über einen Zehnjahreszeitraum einsetzt, um die Fluktuationen im Unternehmensgewinn zu glätten, die über verschiedene Perioden des wirtschaftlichen Zyklus auftreten.

<sup>4</sup> Kennzahl des Verhältnisses von Börsenkapitalisierung zum gesamten Bruttoinlandsprodukt (BIP) eines Landes.

Verhältnis von je 25, 247, 16, 198 und 27 gegenüber ihrem Gewinn der letzten zwölf Monate erreicht. In einem aufschlussreichen Artikel in *Seeking Alpha* (1. Februar 2018) mit der Überschrift «Amazon Adds A McDonald's In Market Cap In the Month of January» [Amazon legt in Bezug auf Marktkapitalisierung im Monat Januar den gesamten McDonald's-Konzern zu] merkt dessen Autor Jesse Felder an, dass Amazon, das zurzeit mit dem höchsten Kurs-Gewinn-Verhältnis der FAANG-Gruppe notiert ist, allein im Monat Januar 24 % zulegte und damit seine Marktkapitalisierung in einem einzigen Monat um etwa 140 Milliarden USD steigerte. Ende Februar gab es im S&P 500-Index nur 38 Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 140 Milliarden USD. Um diesen Punkt noch weiter zu veranschaulichen, ist hinzuzufügen, dass Amazon seinen Börsenwert in einem einzigen Monat um mehr steigerte als die gesamte Marktkapitalisierung von Unternehmen wie General Electric (122 Milliarden USD), Honeywell (113 Milliarden USD), Bristol Myers (108 Milliarden USD) und – wie im Artikel angegeben – McDonald's (125 Milliarden USD). Das geht so weiter, bis es nicht mehr geht.

Kryptowährungen stiegen auf einen Gipfel wie seit dem letzten Dezember kaum je gesehen, zum Beispiel die Bitcoin, das Kryptowährungs- und weltweite Zahlungssystem, das mit 18,500 USD pro Münze seit seinem Tiefststand 2017 von 771 USD um 2 300 % zulegte. Zum 30. April notierte sie bei etwa 9 200 USD. Seit ihrer Schöpfung im Jahre 2009 durch einen Unbekannten, der das Pseudonym Satoshi Nakamoto verwendete, erreichte Bitcoin eine immer breitere Akzeptanz als anonymer Zahlungsmechanismus und mutmassliche Wertanlage. Seine Popularität hat Hunderte von anderen Kryptowährungen hervorgebracht wie etwa Ethereum, Zcash, Dash und Ripple, um nur einige zu nennen. 2013 eroberte sogar Dogecoin die Kryptowelt. Dogecoin wurde eigentlich als Parodie auf Kryptowährungen eingeführt und verwendete als Logo das Abbild der Meme «Shiba Inu Doge». Nichtsdestotrotz schlug die Währung ein wie ein Hammer ein und gewann eine grosse Anzahl von Anhängern. Mit Stand vom 30. April 2018 waren über 100 Milliarden Dogecoins vorhanden, die über 600 Millionen USD wert waren. Das sind wirklich Lebensgeister!

Genau wie Anfang 2000 während der Technologie-Blase kamen in der letzten Zeit zahlreiche kreative Bewertungsmethoden auf, um den Börsenwert von Unternehmen wie Amazon und Netflix sowie Kryptowährungen wie Bitcoin und Ethereum zu rechtfertigen. In diesem berausenden Umfeld meinten einige Berater und Anlageinteressenten uns gegenüber sogar, unsere Anlagemethode sei an diese sich schnell verändernde Anlageumgebung nicht gut angepasst. Diese Äusserungen erinnern uns natürlich an eine E-Mail, die wir 1999 fast auf dem Höhepunkt der Technologie-Blase von einem verärgerten Anleger erhielten, der fand, dass wir, weil unsere Portfolios keine neuen Internet-Aktien enthielten, eine Gelegenheit verpassten. In seiner E-Mail erwähnte er vier neue Technologieunternehmen, die seiner Ansicht nach wunderbare Gelegenheiten für intelligente Anleger darstellten. Nachdem wir uns gegen seine Empfehlungen entschieden hatten, teilte er uns in seiner Antwort mit, dass wir uns wie «ein Vogel Strauss verhalten, der den Kopf in den Sand steckt und auf die Wiederauferstehung von Elvis wartet». Es ist bekannt, was nur einige Monate später passierte, als sogar die Bewertungen von Weltklasseunternehmen wie Cisco ins Bodenlose stürzten, da ihre Kurse nicht von den Fundamentaldaten unterstützt wurden, welche die Grundlage der bewährten Methode Benjamin Grahams bilden, einer Methode, von der wir meinen, dass sie zurzeit für das Investment genauso relevant ist wie Shakespeare für die Literatur. Unserer Ansicht nach bleibt die menschliche Natur, wie sie ist, und daran können die bestmöglichen Pläne selbst besonders rationaler Anleger scheitern.

Was bedeutet das nun für Sie als Anleger in den Tweedy, Browne Value Funds? Wir sind teilweise der gleichen Meinung wie Martin Wolf, der bekannte Kommentator der *Financial Times*, der seinen Leitartikel vom 17. April 2018 mit «The global economic recovery is real but fragile» [Die weltwirtschaftliche Erholung ist real, aber instabil] überschrieb. Obwohl es scheint, als ob das Wirtschaftswachstum weltweit Dynamik entwickelt, verengt sich gleichzeitig der Arbeitsmarkt, so dass Lohndruck entsteht, straffen Zentralbanken den Geldmarkt, so dass Zinsen steigen, führen nicht finanzierte Steuersenkungen zu eskalierender Verschuldung, scheint die Inflation, wenn auch recht langsam, zu steigen, und bleiben die Bewertungen für die meisten Risikoanlagen voll bis hoch.

Die jüngst gestiegene Volatilität unserer Kapitalmärkte spiegelt diese Probleme wider. Martin Wolf betont viele davon, und er spricht darüber hinaus von einer «tiefen weltweiten politischen Spannung», wozu er bemerkt:

*Vor zehn Jahren erlebten wir eine Krise der Weltwirtschaft. Aber die politischen Entscheidungsträger verhinderten, dass daraus eine Systemkrise wurde. Jetzt, zu einem Zeitpunkt der zyklischen Erholung, sehen wir uns genau einer solchen Systemkrise gegenüber. Unsere Zeit wird von wirtschaftlicher und politischer Instabilität bestimmt. Die Erholung ist real. Aber leider auch die Instabilität.*

Obwohl wir als Anleger in den letzten Jahren erheblich von den starken Aktienmärkten profitiert haben, arbeiteten wir gleichzeitig unermüdlich daran, unseren Investmentgarten sorgfältig zurechtzustutzen, so dass wir die jetzige Ausgangslage unserer Teilfondsportfolios als sehr gut betrachten. Als Wertanleger sind wir ausgesprochen wachsam in unserem Bestreben, Teilfondsportfolios zusammenzustellen, die etwas von dem mitbringen, das Nassim Nicholas Taleb als «Antifragilität» bezeichnen würde, d. h. die Fähigkeit, selbst dem schlimmsten Sturm widerstehen zu können, falls das Wetter sich immer weiter verschlechtert. Dennoch ist das Kurs-Wert-Verhältnis bei vielen, wenn nicht den meisten Engagements unserer Portfolios ziemlich voll und beinhaltet daher eine relativ schwache Sicherheitsmarge. Falls die Hausse sich in den kommenden Wochen und Monaten fortsetzt bzw. in einen «Melt up» mündet, was einige bekannte Marktbeobachter für möglich halten, werden wir mit Sicherheit daran teilnehmen, obwohl wir wahrscheinlich immer noch hinter unseren Referenzindizes zurückbleiben, die voll investiert haben. Falls die Märkte unserer Aktien jedoch weiteren Turbulenzen ausgesetzt sind, was unserer Ansicht nach immer wahrscheinlicher wird, dann ermöglichen es uns unsere gesunden Zahlungsmittelrücklagen, eindeutige Vorteile aus den Kursgelegenheiten zu ziehen. In der Zwischenzeit möchten wir unsere Kunden dazu ermutigen, die Ermahnung von Barton Bigg nicht zu vergessen: «Selbst Affen fallen von Bäumen».

### Die Wertentwicklung unserer Anlagen

Die Tweedy Browne Value Funds erzielten im Kalenderjahr 2017 erhebliche Fortschritte, obwohl sie hinter ihren jeweiligen Referenzindizes zurückblieben. Und hier verdirbt der Vergleich nicht den Spass: Unsere Teilfonds erzielten 2017 nach Verwaltungsgebühren und Aufwendungen zweistellige Ergebnisse von 11 % bis 19 %. Bis zum April 2018 holten unsere Teilfonds gegenüber ihren Referenzindizes stark auf, und zum 30. April 2018 waren alle vier Teilfonds ihren Referenzindizes im laufenden Jahr voraus. Es überrascht nicht, dass diese Verbesserung unserer relativen Ergebnisse zu einem Zeitpunkt eintritt, zu dem sich die Volatilität am Markt verstärkt hat.

Nachstehend sehen Sie die Wertentwicklungsergebnisse der Teilfonds in verschiedenen Zeiträumen, auch im Vergleich mit ihren jeweiligen Referenzindizes.

	Lfd. Jahr zum 30. April 2018	2017	Die Wertentwicklung zum 31. März 2018 Für Perioden über einem Jahr annualisiert					Seit Auflegung
			6 Monate	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	
<b>Tweedy, Browne Value Fund (USD)*</b> <i>(Auflegung am 31. Okt. 1996)</i>	1,63 %	18,61 %	2,70 %	10,34 %	4,82 %	4,80 %	4,91 %	5,84 %
MSCI World Index (in USD)	-0,15	22,40	4,15	13,59	7,97	9,70	5,90	6,45
S&P 500 Index	-0,38	21,83	5,84	13,99	10,78	13,31	9,49	8,38
<b>Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*†</b> <i>(Auflegung am 31. Okt. 1996)</i>	1,35 %	13,81 %	0,37 %	4,77 %	2,65 %	5,56 %	6,68 %	8,36 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR)	-0,20	14,64	-1,09	4,73	2,84	7,92	4,00	5,01
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	0,10	9,83	-1,34	-0,16	0,89	7,42	5,37	4,91

<b>Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)*</b> (Auflegung am 31. Okt. 1996)	2,44 %	13,48 %	0,28 %	4,42 %	3,03 %	4,27 %	4,61 %	6,80 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF)	-0,35	14,15	-1,36	4,22	2,10	7,27	3,49	3,80
MSCI World Index (in CHF)	2,31	19,89	1,57	9,83	5,05	6,73	2,41	3,62
<b>Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund*</b> (Auflegung am 1. Juni 2007)	2,49%	10,56%	1,11%	2,76%	2,08%	5,42%	5,15%	3,51%
MSCI World Index (Abgesichert gegen den EURO)	-1,03	16,79	1,96	8,00	5,99	9,76	5,80	3,71
MSCI World Index (in Euro)	-0,76	7,51	0,12	-1,22	3,20	10,65	8,62	5,30

\* Die Wertentwicklung wird annualisiert und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung der Teilfonds entspricht der von der Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten «Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen». **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.**

† Vor dem 17. Mai 2004 lautete der Teilfonds auf USD, und seine Anlagen wurden gegen USD-Schwankungen gesichert. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds in EUR geändert, und seine Anlagen wurden gegen EUR-Schwankungen gesichert. Die Zahlen zur Wertentwicklung im Kalenderjahr 2004 und annualisierten 15-Jahres-Wertentwicklung sowie zur Wertentwicklung seit der Auflegung basieren auf dem Anstieg des Wertes in % und USD zum 16. Mai 2004 und auf dem Anstieg des Wertes in % und EUR seitdem. Dementsprechend stellen die Zahlen zur Wertentwicklung nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Wertes der Anteile des Teilfonds über den gesamten Betrachtungszeitraum dar. Als Referenzindizes werden der verbundene MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) und der verbundene MSCI EAFE Index (in USD/EUR) gezeigt, welche die Wertentwicklung des gegen den USD für den Zeitraum zum 16. Mai 2004 und gegen den EUR für den Zeitraum ab 17. Mai 2004 abgesicherten MSCI EAFE Index darstellen.

## Die Portfolios der Teilfonds

Bitte beachten Sie, dass die einzelnen hier angesprochenen Unternehmen im Halbjahr zum 31. März 2018 von mindestens einem der vier Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen vier Teilfonds gehalten wurden.

Obwohl unsere Teilfonds das Halbjahr mit einem positiven absoluten Ergebnis beendeten, war unser relatives Ergebnis gemischt und wurde durch unseren gesunden Vorrat an Zahlungsmittelrücklagen, unsere Untergewichtung in japanischen und US-Aktien und unser bescheidenes Engagement in Hochtechnologie-, insbesondere in FAANG-Aktien, etwas beeinträchtigt. Preisgünstige Aktien waren insbesondere in diesen Bereichen schwer zu finden. Wertorientierte Anlagestrategien befanden sich gegenüber wachstumsorientierten Strategien auch deshalb erheblich im Nachteil, weil die Kursdynamik der Aktienmärkte zunahm. Ende Januar dieses Jahres, als die Märkte unruhig wurden, verbesserte sich das relative Ergebnis unserer Teilfonds erwartungsgemäss, und bis April lagen alle vier Teilfonds für das laufende Jahr über ihrem jeweiligen Referenzindex.

Zu unserem Ergebnis im Halbjahr zum 31. März 2018 trug insbesondere eine Reihe unserer Engagements aus folgenden Branchen bei: Finanzen, Nicht-Basisgüter und Technologie, darunter ein starkes Ergebnis bei Banken und Versicherungen wie etwa DBS Group, United Overseas Bank (UOB), Berkshire Hathaway, CNP Assurances und Zürich Versicherung; bei Nicht-Basisgütern wie etwa dem Autohersteller Honda Motor; beim Autoindustrie-Zulieferer AutoZone; und beim deutschen Medienkonzern Axel Springer; sowie bei zweien unserer Technologie-Unternehmen, Cisco and Alphabet (vormals als Google bekannt). Die beiden Bankengagements aus Singapur, DBS und UOB, entwickelten sich stark, getrieben von steigenden Nettozinsspannen und einem sich verbessernden wirtschaftlichen Umfeld. Axel Springer, ein seit langem bestehendes deutsches Medienholdingunternehmen, passt sich weiterhin ausserordentlich gut an die sich schnell verändernde Medienlandschaft an. Auch Cisco entwickelte sich genauso wie Alphabet (das einzige FAANG-Engagement unserer Teilfonds), dessen Bewertung zwar höher lag, aber unserer Ansicht nach nicht zu hoch, da sein zusammengesetzter innerer Wert höher ist. Ein sehr solides Ergebnis erbrachten auch Conoco, Royal Dutch und Total, da die Ölpreise tendenziell steigen, vor allem aufgrund der steigenden Nachfrage nach Öl und Gas, der Abnahme des Vorratsüberhangs, der fortgesetzten Zurückhaltung der OPEC und der Furcht vor einer potenziellen Angebotsstörung wegen der zunehmenden Spannungen in den Beziehungen zwischen den USA und Iran.

Enttäuscht waren wir im Berichtszeitraum von der schwachen Kursentwicklung bei der Hyundai Motor Group, die weiterhin ihre Fahrzeugpalette anpasst und an ihrer betrieblichen Effizienz arbeitet. Gegen Ende des ersten Quartals dieses Jahres gab die Hyundai Motor Group einen Restrukturierungsplan bekannt in dem Bemühen, seine komplizierte Eigentümerstruktur auf Druck der südkoreanischen Regierung zu verschlanken, die an einer Reform der mächtigen «Chaebols» (familieneigenen Mischkonzerne) arbeitet. Der Plan besteht aus einer Reihe komplizierter Transaktionen, welche die beherrschenden Beteiligungen der Eigentümerfamilie neu ordnen. Wir erörtern zurzeit mit dem Hyundai-Konzern die geplanten Transaktionen und bewerten die damit verbundenen Auswirkungen auf den unserem Engagement zugrunde liegenden Wert. Hyundai bleibt unserer Ansicht nach im Wesentlichen weiter preisgünstig und finanziell stark, so dass der Konzern langfristig von seinen qualitätsbezogen hohen Bewertungen, seinen innovativen neuen Angeboten, darunter SUV und Crossovers, und seiner Stärke in Schwellenländern profitieren muss und daher gegenüber seiner heutigen, niedrigen Bewertung erhebliches Aufwärtspotenzial zu haben scheint. Die Aktienkurse von mehreren unserer Markenartikelunternehmen aus der Branche Basisgüter sowie einiger unserer Engagements in Pharmaunternehmen blieben unter Druck, darunter Nestlé, Unilever, Philip Morris, Imperial Brands sowie die Schweizer Pharmaunternehmen Roche und Novartis. Im April wies Philip Morris einen höher als erwartet ausfallenden Rückgang bei den Zigaretten aus, darunter ein schlechtes Ergebnis der neuen Hybridzigaretten (Stichwort: «heat not burn»), die sich zuvor in Japan gut entwickelt hatten. Wir zogen in den letzten Jahren stetig Vorteile aus den Kursgelegenheiten und verringerten unser Engagement in der Tabakbranche. Schwäche zeigten auch einige Industrieengagements, darunter Siemens, BAE Systems und G4S, sowie eines unserer neuesten Engagements, die global tätige Werbeagentur WPP.

Die Portfoliotätigkeit für das Halbjahr zum 31. März 2018 blieb recht gering. Seit wir Ihnen unseren Bericht vom Herbst 2017 übersandten, profitierten wir von Kursgelegenheiten, um eine Reihe unserer Engagements zu verkaufen bzw. zurückzufahren, darunter AGCO, Axel Springer, Cisco, Halliburton, Henkel, Novartis und Philip Morris.

Dass die Aktienbewertung im laufenden Jahr weiter stiegen, beschränkte die Zahl der wesentlichen Neuerwerbe; jedoch vergrösserten wir unsere Beteiligungen an Roche, Lookers und AutoZone, dem Autoindustrie-Zulieferer mit Sitz in den USA, den wir in unserem Jahresbericht im Herbst ausführlich erörterten, und gingen zwei neue Engagements in Unternehmen mit Sitz in Grossbritannien ein: in Inchcape, einen Automobilhändler, und in WPP, die grösste Werbeagentur der Welt. Inchcape ist ein Autohändler mit Sitz in Grossbritannien, der von seiner Kapitalisierung (4 Milliarden USD) her ein kleines bis mittleres Unternehmen im Einzelhandel ist, das wie ein Franchisenehmer bzw. «Outsourced Country Manager» funktioniert, so dass grosse Automobilhersteller effizient Zugang zu kleineren Märkten wie Peru, Griechenland, Singapur oder sogar Hongkong erhalten, die für OEM (Original Equipment Manufacturers) kein ausreichendes Verkaufsvolumen erzielen, um diese Märkte direkt zu bedienen. In dieser Vermittlerrolle hat Inchcape Exklusivrechte zum Verkauf einer bestimmten Marke und des entsprechenden Zubehörs in einem bestimmten Land, so dass das Unternehmen den Vertrieb kontrolliert und das Händlernetz in dem jeweiligen Land auswählt und führt. Es ist eine betriebskapitalarme Geschäftstätigkeit, die deswegen eine hohe Kapitalrendite erzielt. Beim Kauf notierte das Unternehmen etwa mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10, einem Unternehmenswert («Enterprise Value»; EV) von 7 bis 8 im Verhältnis zum Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibung (EBITA), war sehr wenig verschuldet und hatte eine Dividendenrendite von 3,6 %.

WPP, das grösste Werbeagentur-Holdingunternehmen der Welt, erbringt traditionelle Dienstleistungen in der Werbung, ist aber auch im digitalen Marketing, in der Kommunikationsplanung und im Medienkauf sowie in Public Relations und anderen Marketingdiensten tätig. WPP ist Eigentümer mehrerer hoch renommierter global tätiger Werbeagenturen wie Ogilvy & Mather, Young and Rubicam (Y&R), J. Walter Thomson und Grey. Zu seinen Kunden gehören P&G, Ford, Colgate, Unilever und zahlreiche weitere multinationale Unternehmen. Im letzten Jahr sind die Wachstumsraten des Unternehmens gesunken, was auf geringere Aufwendungen mehrerer

Unternehmen in der Basisgüterbranche mit global verkauften Marken zurückzuführen ist, von denen einige von Aktivisten zur Kostensenkung gedrängt werden, damit sie profitabler werden. Ausserdem besteht die Befürchtung, dass Technologieriesen wie Facebook und Google möglicherweise in Bezug auf die Werbebranche eine Disintermediation einleiten. Unserer Ansicht nach ist die Befürchtung, dass die Technologieunternehmen das Geschäft stören, übertrieben, so dass die kurzfristige Wachstumsverlangsamung vorübergeht. Obwohl das Wachstum von WPP im letzten Jahr stagnierte, ging der Aktienkurs um über 30 % zurück, was unserer Ansicht nach eine Gelegenheit zum Kauf darstellte. Beim Kauf notierte das Unternehmen mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis im einstelligen Bereich und erbrachte eine Dividendenrendite von über 4 %. Zum Zeitpunkt dieses Schreibens hatte Martin Sorrell, CEO des Unternehmens und einer der bekanntesten und renommiertesten Wirtschaftsführer Grossbritanniens, gerade bekanntgegeben, er trete als CEO von WPP zurück. Einige Wochen zuvor hatte der Aufsichtsrat des Unternehmen Ermittlungen gegen Sorrell wegen persönlichen Fehlverhaltens eingeleitet. Der Aufsichtsrat betonte, die mit den Beschuldigungen verbundene finanzielle Haftung sei nicht wesentlich, und Sorrell hat die Beschuldigungen uneingeschränkt zurückgewiesen. Wir beobachten die Situation weiterhin genau, aber es ist möglich, dass diese Intrige des Aufsichtsrates zu Änderungen führt, die den Aktionären zugutekommen, wie etwa die Verschlinkung des Unternehmens und der Ausstieg aus bestimmten Nicht-Kernbereichen. Die Situation bleibt im Fluss. Der «Tod der Werbeagentur» wird seit langem vorhergesagt, aber langfristig florieren diese Unternehmen in Zeiten der Veränderung. Wir haben keine eindeutigen Beweise, dass es jetzt anders ist. Diese Unternehmen passen sich ausserordentlich gut an das neue, mehr digital ausgerichtete betriebliche Umfeld an, und wir sind der Meinung, dass sie über Jahre hinaus weiter florieren werden.

Unsere Gelegenheiten zum Kauf im Falle von AutoZone und WPP ergaben sich grösstenteils aus der Angst vor einer möglichen durch Technologie verursachten Störung ihrer Branchen durch Technologie-Unternehmen wie Amazon bei AutoZone sowie Alphabet und Facebook bei WPP. Nach intensiver Untersuchung und Analyse kamen wir zu dem Schluss, dass die Angst übertrieben ist und sich die Verlangsamung des Wachstums beider Unternehmen eher auf zyklische Faktoren zurückführen lässt. Zu diesen Faktoren gehören im Falle von AutoZone die milden Winter 2016 und 2017 (woraus sich ein geringerer Bedarf an Wartung und Ersatzteilen ableitete) und der Rückgang der Anzahl von Autos im Alter von sechs bis zehn Jahren auf den Strassen (die Hauptzeitspanne für das Ersatzteilgeschäft von AutoZone). Diese Verringerung älterer Autos ist auf den Rückgang des Automobil-Umsatzes während der Finanzkrise zurückzuführen. Im Falle von WPP zählen zu diesen Faktoren die Verringerung der Werbeaufwendungen bei vielen Grossunternehmen in der Basisgüterbranche. Ein zunehmend wichtiger Teil der Wertpapieranalyse bei Tweedy, Browne ist dieser Tage das Verständnis dafür, wie das jeweilige Geschäftsmodell unserer voraussichtlichen und bestehenden Engagements durch technologische Innovation gestört werden kann. Vorbei sind die Zeiten, in denen wertorientierte Anleger die Auswirkungen schneller technologischer Veränderungen ignorieren konnten, indem sie Technologie-Aktien einfach unter «zu schwierig» ablegten.

In einem früheren Schreiben sprachen wir darüber, wie wir das Konzept der «Gewinnrendite» bei unserer Bewertung einsetzen, wenn wir den inneren Wert eines Unternehmens ermitteln. Wie Sie sich vielleicht erinnern, wird die Gewinnrendite des Eigentümers berechnet, indem der Betriebsgewinn nach Steuern durch den Unternehmenswert des Unternehmens geteilt wird. Wenn sich daraus eine Gewinnrendite des Eigentümers von 8 bis 10 % ergibt, ist das Unternehmen nach unserem Ermessen in unserer «Komfortzone» und damit eine Kaufmöglichkeit. Die in den letzten Jahren ausserhalb der USA sinkenden Unternehmenssteuern erhöhten zusammen mit der Senkung der Unternehmenssteuer in den USA Ende letzten Jahres die Profitabilität der Unternehmen nach Steuern weltweit, wodurch wiederum die jeweilige Gewinnrendite der Eigentümer anstieg. Die Senkung der Unternehmenssteuer veranlasste uns auch, die Kennzahl Verhältnis von EV zu Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) und EBITA leicht zu erhöhen, die von uns zur Bewertung der Unternehmen eingesetzt wird, die von der Steuersenkung profitiert haben.



## ***Market Timing, ein gefährlicher Impuls***

In seinem Buch *When: The Scientific Secrets of Perfect Timing* spielt Daniel H. Pink auf ein Zitat von Miles Davis an, «timing isn't the main thing, it's everything» [Timing ist nicht die Hauptsache, es ist alles]. Das mag natürlich im Jazz zutreffen, ist aber am Aktienmarkt nur sehr begrenzt richtig. Trotz aller Verlockung erweist sich der Versuch, den Ein- und Ausstieg aus dem Aktienmarkt optimal zu timen, immer wieder als zum Scheitern verurteilt. Dennoch ist es angesichts der kürzlichen Erschütterungen im Aktienmarkt nicht verwunderlich, dass einige, wenn auch nicht viele Anleger sich darüber Gedanken machen, wie sie den profitablen Ausstieg aus ihren Aktienportfolios schaffen. Unserer Ansicht nach ist das ein kapitaler Fehler.

Unser verstorbener Partner Chris Browne verglich Market Timing mit dem Fahrstil eines Autofahrers, der auf der Autobahn bei starkem Verkehr ständig die Spur wechselt. Er ist offensichtlich der Meinung, dass er sich die Spur aussuchen kann, auf der es besonders schnell geht. Das funktioniert natürlich nicht, wie Chris Browne auch anmerkte. Zwei Kilometer weiter wird er unweigerlich von dem Fahrer, der in seiner Spur bleibt, überholt. Dasselbe passiert beim Market Timing. Empirische Studien im Investmentbereich zeigen immer wieder auf, dass die Ansicht, ein Anleger könne erfolgreich Märkte timen, ein Trugschluss ist. Sogar Peter Lynch, der legendäre Fidelity-Anleger, der einen der sich am besten entwickelnden Investmentfonds aller Zeiten, den Fidelity Magellan Fund, verwaltete, soll bemerkt haben, dass über die Hälfte der Anleger in seinem Fonds Geld verloren. Beim Versuch, Ein- und Ausstieg zu timen, werden Anleger in Zeiten guter Ergebnisse angelockt und nach einigen Quartalen schlechter Ergebnisse hinausgedrängt. Der mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnete William F. Sharpe kam in seiner oft zitierten Studie *Likely Gains From Market Timing* [Die Wahrscheinlichkeit eines Gewinns aus Market Timing] von 1975 zu dem Ergebnis, dass ein «Market Timer», was völlig unwahrscheinlich ist, über 70 % der Zeit recht haben muss, damit er das Ergebnis der einfachen Strategie des Kaufens und Haltens erzielt. In einer internen Studie kamen wir 1992 zu einem ähnlichen Ergebnis, als wir feststellten, dass ein Grossteil des Ergebnisses von Anlegern in Aktien häufig in einer sehr kurzen Zeitspanne zustande kam. Eine der von uns zitierten Studien von Nicholas-Applegate Capital Management zum Zeitraum von 1983 bis 1992 kam zu dem Ergebnis, dass über einen Zehnjahreszeitraum mit 2 526 Börsenhandelstagen das Ergebnis der vierzig besten Tage in diesem Zeitraum für 78 % des Ergebnisses eines Anlegers verantwortlich war. Das heisst, an etwa 98,4 % der Handelstage in dieser Studie passierte nicht viel. Der Versuch, eine Anlage zeitlich so zu berechnen, dass sie nur an diesen vierzig Tagen besteht, ist eine Wette, die unserer Ansicht nach kein Mensch gewinnen kann. Oder um es mit den Worten eines unserer Partner zu sagen: «Man muss dabei sein, um zu gewinnen.»

Obwohl wir gelegentlich einige zusätzliche Zahlungsmittelrücklagen anlegen, sind wir mit unseren Teilfonds nie vollständig aus dem Markt heraus. Wir hatten auch Glück, dass wir eine Kategorie von Anlegern anziehen konnten, die in der Regel nicht unbeständig sind, sondern durch dick und dünn zu uns halten. Aufgrund dessen konnten diejenigen Anleger, die durchhielten, die Ergebnisse mitnehmen, die unsere Teilfonds tatsächlich erbrachten, statt nur einen Bruchteil davon. Wir hoffen, dass diese Darlegungen Ihnen eine sinnvolle Perspektive aufzeigen, so dass es Ihnen leichter fallen wird, standhaft zu bleiben, wenn in der Anlageumgebung wieder Turbulenzen auftreten, was unvermeidlich geschehen wird.

## ***Gute Treuhänderschaft ist das Wichtigste***

*Wir stehen in jeder Minute, an jedem Tag an einer Wegkreuzung und treffen Entscheidungen. Wir entscheiden über die Gedanken, die wir uns selbst zu denken gestatten, über die Leidenschaften, die wir uns selbst zu fühlen gestatten, und über die Handlungen, die wir uns selbst vorzunehmen gestatten. Jede Entscheidung wird im Kontext des Wertesystems getroffen, das wir für unser Leben ausgewählt haben. Bei der Auswahl dieses Wertesystems treffen wir wahrhaftig die wichtigste Entscheidung, die wir je treffen werden.*

- Benjamin Franklin, *Die Kunst der Tugend*

Seit Jahr und Tag arbeiten wir ohne Unterlass hart daran, für unsere Anleger das Richtige zu tun, wobei wir nach und nach ein Wertesystem zur Reife entwickelt haben, dass seit Jahrzehnten als Grundlage einer erfolgreichen Treuhänderschaft dient. Angesichts der Tatsache, dass das aktive Management unter Beschuss geraten ist und enorm viel Geld manchmal gedankenlos und nur von Algorithmen geleitet in Aktien und eine Vielzahl anderer passiver Anlageprodukte fließt, von denen viele stark gehebelt sind, halten wir es für angebracht, hier noch einmal die Grundsätze zu wiederholen, nach denen wir unser Unternehmen führen und Ihr (sowie unser) Geld verwalten.

*1. Zuallererst einmal behandeln wir unsere Kunden so, wie wir selbst gern behandelt würden, wären die Rollen vertauscht.*

Diese Haltung ist für uns selbstverständlich, weil wir für unsere Kunden in nichts investieren, das wir nicht auch selbst gerne unser Eigen nennen würden. Wir «essen, was wir gekocht haben», und das war schon immer so. Wir tun auch seit je unser Bestes, um bei unserer Geschäftsführung die Interessen der Kunden vorrangig zu behandeln. So schlossen wir 2005 unser Unternehmen für jegliche Art von Neugeschäften und öffneten es erst 2008 erneut. Wir schlossen nochmals in geringerem Umfang (Vermögensverwaltungskonten) 2013 und verzichteten damit auf zusätzliche Kommissions- und Gebühreneinnahmen, statt die Anlagemöglichkeiten unserer bestehenden Kunden durch die Eröffnung neuer Konten zu einem Zeitpunkt zu verwässern, zu dem preisgünstige Wertpapiere unserer Ansicht nach selten geworden waren. Wir fühlten uns vorrangig unseren bestehenden Kunden verpflichtet. Und schliesslich haben wir auch immer versucht, in unserem Verhalten Integrität und Ehrlichkeit zu leben. Wie wir es in einem unserer Schreiben an unsere Anteilsinhaber vor mehreren Jahren ausdrückten, vergeben die Kunden Fehler, aber keine Lügen. Im Wesentlichen sind wir immer davon ausgegangen, dass das, was für Kunden gut ist, letztlich auch unserem Unternehmen dient.

*2. Wir orientieren uns langfristig und vergessen nie, dass erfolgreiches Anlegen ein Marathonlauf und kein Sprint ist.*

Indem wir längerfristig denken, so unsere Überzeugung, können wir gezielter und sorgfältiger vorgehen und sind damit letztlich in der Lage, in unserer Geschäftsführung und der Verwaltung Ihres Geldes rationaler und vernünftiger zu handeln als bei einem kurzfristigen Horizont. Ben Graham sagte einmal, dass «der Markt kurzfristig einer Addiermaschine gleicht, [die aufaddiert, welche Unternehmen populär sind und welche unpopulär,] aber langfristig einer Waage ähnelt[, die das Unternehmen in seiner Substanz wiegt]». Dieser Ansicht schliessen wir uns vollkommen an. Der Versuch, das kurzfristige Verhalten von Anlegern vorherzusagen, ist mit Schwierigkeiten behaftet, und die Belohnung dafür ist häufig sehr gering, sodass einige Anleger ihre Anlagen hebeln, um ihre Renditen zu erhöhen. Ein Grossteil der letzten Finanzkrise von 2008 bis 2009 lässt sich darauf zurückführen, dass die Wall Street mehr an kurzfristigen Gewinnen interessiert war und zur Überwindung der kurzfristigen Variabilität des Marktes komplexe, stark gehebelte Investmentstrategien einsetzte. Sicherheit ist an Kapitalmärkten schwer zu erreichen, da sie von Menschen bestimmt werden, und Menschen sind nun einmal «verlässlich unzuverlässig».

Indem wir langfristiger vorgehen, gelingt es uns auch, den Umschlag in unseren Teilfondsportfolios gering zu halten, so dass er selten über 35 % pro Jahr und sehr viel häufiger bei 10 % bis 20 %, d. h. bei einer Haltedauer von durchschnittlich fünf bis zehn Jahren, liegt. In den letzten zwölf Monaten lag der Portfolioumschlag für unsere vier Teilfonds bei: 6 % (Tweedy, Browne Value Fund (USD)), 6 % (Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)), 3 % (Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)) und 3 % (Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund). Der niedrige Portfolioumschlag, zusammen mit einer attraktiven Handelsmethode, ermöglicht es uns, im Rahmen unserer Teilfonds Geschäfte zu tätigen und dabei die mit der «Marktauswirkung» verbundenen Kosten zu minimieren. Studien zeigen, dass die Gesamthandelskosten, z. B. Provisionen und Marktauswirkungen, häufig zu versteckten Kosten führen, die höher liegen als die Gesamtkostenquote eines Teilfonds.

Zuletzt sei noch gesagt, dass Generationen von Tweedy, Browne-Partnern, darunter unsere derzeitige Geschäftsführung, bei ihrer Geschäftstätigkeit schon immer langfristig ausgerichtet waren. Innerhalb unseres Unternehmens wird das häufig «Tweedy-Zeit» genannt.

### *3. Wir investieren von Natur aus ganz besonders vorsichtig.*

Man sollte nur einmal reich werden müssen (das Leben ist für einen zweiten Versuch wahrscheinlich nicht lang genug), und mit diesem Ziel tun wir als Treuhänder Ihres Kapitals alles in unserer Macht Stehende, um einen unwiederbringlichen Kapitalverlust auf lange Sicht zu vermeiden. Wir verlangen bei jeder Aktienanlage in Ihrem Auftrag eine erhebliche «Sicherheitsmarge». Ausserdem gehen wir bei der Einschätzung von Unternehmen konservativ vor, und wir diversifizieren normalerweise, und zwar nach Emissionen, Branchen, Ländern und Marktkapitalisierung. Wir benutzen auf Portfolioebene keine Hebelung und vermeiden es in der Regel, stark gehebelte Unternehmen als Einzelanlagen unserer Kundenkonten zu kaufen. Wir beobachten häufig die Kennzahlen, die in tatsächlichen Fusionen, Buyouts und Abwicklungen zur Anwendung kommen, und nehmen sie als Referenzwert dafür, wie ein Unternehmen zu bewerten ist. Jedoch können auch diese Bewertungen hin und wieder von einer irrationalen Boomstimmung erfasst werden und uns unhaltbar erscheinende Höhen erreichen. Wir nehmen bei dieser Art von Bewertung häufig einen Sicherheitsabschlag vor und setzen einen unserer Ansicht nach vorsichtigeren und nachhaltigeren inneren Wert für das Unternehmen an, das wir an der Börse recherchieren. (Bereits einfaches Nachrechnen bringt einen häufig zu dem Ergebnis, dass ein Preis zu hoch ist.) Aber selbst bei dieser relativ konservativen Bewertung setzen wir noch einen erheblichen Abschlag an, bevor wir das Wertpapier als geeignete Anlage in Erwägung ziehen. Unserer Ansicht nach unterscheidet uns diese recht konservative Methode der Unternehmensschätzung von einer Reihe unserer Mitbewerber, selbst von denen aus dem wertorientierten Lager. In Zeiten von Marktexzessen und hohen Aktienbewertungen bauen unsere Teilfonds häufig Zahlungsmittelrücklagen auf, weil immer weniger Unternehmen unseren strengen Bewertungskriterien standhalten. Natürlich können die Renditen unserer Teilfonds schwanken, das wissen wir aus Erfahrung. Nichtsdestoweniger haben unsere Teilfonds in den meisten Baissemärkten seit ihrer jeweiligen Auflegung ihren jeweiligen Referenzindex übertroffen. *(Bitte beachten Sie aber, dass Vergangenheitswerte keine Garantie für zukünftige Ergebnisse sind.)*

### *4. Wir sind uns im Klaren darüber, dass Underperformance gegenüber einem Index während 30 % bis 40 % der Zeit ein normaler Bestandteil langfristiger Anlageerfolge ist.*

Unsere eigene Anlagebilanz und verschiedene empirische Studien der Anlageeigenschaften, die in der Vergangenheit attraktive Renditen erwirtschaftet haben, legen nahe, dass man die Früchte einer Wertstrategie eher erntet, wenn man ihr durch gute und nicht so gute Zeiten über einen langen Zeitraum hinweg folgt. Empirische Studien zu erfolgreichen langfristigen Anlageergebnissen zeigen, dass es für erfolgreiche Anlageverwalter nicht ungewöhnlich ist, während 30 % bis 40 % der Zeit mit ihren Ergebnissen unter dem S&P 500 bzw. einem vergleichbaren Index zu liegen. In der Tat scheint es völlig normal zu sein. Anleger, die dies verstehen, bleiben auch in den unvermeidlichen und unserer Ansicht nach normalen, durch unterdurchschnittliches Abschneiden charakterisierten Zeiten eher einer durchaus soliden langfristigen Anlagestrategie treu. Im Geschäft des Anlegens ist es nur zu menschlich, die letzten Ergebnisse, die keine statistische Signifikanz besitzen, hochzurechnen, anstatt die langfristigen Chancen und empirischen Daten zu betonen. Ihre eigene Psychologie und die Fähigkeit, mit der emotionalen Berg- und Talfahrt des Anlegens fertig zu werden, bestimmen zum grossen Teil ihren langfristigen Anlageerfolg. Unsere Anteilhaber müssen wissen, dass das Anlageergebnis normal ist, wenn es ungleichmässig verläuft.

### *5. Wir lassen uns niemals zum Verkauf zwingen und vermeiden eine Hebelung – sowohl bei der Geschäftstätigkeit als auch in den Portfolios.*

Während der Finanzkrise von 2008 bis 2009 hatten viele Finanzinstitute, die es hätten besser wissen müssen, ein Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital von über 30 zu 1, so dass bei einer Verringerung ihrer Bilanzsumme um mehr als 3 % die effektive Zahlungsunfähigkeit einsetzte. Das Problem war, dass ihre Modelle sie in Sicherheit wiegten, da angeblich nur ein «Hundertjahressturm» sie würde ins Wanken bringen können, obwohl die jüngste Geschichte uns lehrte, dass diese «Hundertjahresstürme» etwa alle zehn Jahre auftraten, wie

sich anhand des Einbruchs der Internetaktienkurse Anfang der 2000er, der Insolvenz von Long Term Capital Management 1998 und des Portfolioversicherungsdebakels der späten 1980er Jahre belegen liess. Um einen unserer Freunde im Anleihenmanagement zu zitieren: «Man muss sich wegen 1 % der Zeit Sorgen machen ... 99 % sind kein Problem.» Im Gegensatz zu den quantitativen Finanzanalysten machen wir uns jedoch grosse Sorgen über den Ernst der Lage oder das «1%-Risiko». Zwar besteht ein inhärentes Verlustrisiko bei allen Aktienanlagen, doch ist es für uns kaum möglich, eine potenzielle Anlage rational zu begründen, die unserer Ansicht nach zum unwiederbringlichen Verlust des Kapitals führen kann. Das Aramäische hat ein Wort, das ausdrückt, was wir von der Hebelung halten. Im Aramäischen ist nämlich das Wort für Verschuldung und Sünde dasselbe: «hobha». Wir waren immer der Ansicht, dass eine zu starke Fremdverschuldung eine Schlitterbahn Richtung Finanzhölle darstellt.

#### *6. Wir halten an unserer Anlagedisziplin fest.*

Um erfolgreich zu sein, müssen Wertinvestoren in ihrem Verhalten den Versuchungen widerstehen können, welche die meisten Anleger in die Irre führen. Für den Grossteil von uns bedeutet das, auf unsere Disziplin zu vertrauen – etwas, das uns möglicherweise leichter fällt als anderen. Bei Tweedy, Browne haben wir das grosse Glück, von einem Rahmen zu profitieren, den uns Benjamin Graham vor über einem halben Jahrhundert vorgab. Graham, der seine berufliche Laufbahn während der Weltwirtschaftskrise begann, tendierte dazu, sich auf das zu konzentrieren, was bei einer Anlage schiefgehen kann. Er investierte in genau demselben Stil in Aktien, in dem ein vorsichtiger Versicherungsvertreter eine Police schrieb. Er suchte den Markt von vorne bis hinten nach Aktien ab, die gegenüber ihrem inneren Wert mit einem hohen Abschlag notieren und eine quantifizierbare Sicherheitsmarge aufweisen. Dazu kam, dass er die Aktien breit streute, um vom «Gesetz der grossen Zahl» zu profitieren, denn Graham war überzeugt, dass der Gewinn sich von selbst einstellen würde, sobald man nur sorgfältig genug die Grundlage dafür schuf. Dieser Ansatz beruht nicht auf einem Urteil von fast absoluter Sicherheit, auf welche eine stark gehebelte Wette abgeschlossen wird, sondern auf der Überzeugung, dass Unfälle, Zufälle und Bewertungsfehler möglich sind, so dass man vorbauen muss. Der Ansatz konzentriert sich auf die Schwierigkeiten und die mit enttäuschten Erwartungen verbundenen Folgen und nicht nur auf die Wahrscheinlichkeit. So sieht im Wesentlichen der Rahmen aus, in dem wir bei Tweedy, Browne heute noch tätig sind.

Im Übrigen fühlen wir uns an die Zeit vor dem Platzen der Technologieblase im Jahr 2000 erinnert. Über einen Zeitraum von fast zwei Jahren liessen sowohl Anleger als auch Profis ihre Bewertungsmodelle fallen und trieben den Kurs von Technologietiteln in Höhen, die völlig unhaltbar waren. Unser striktes Festhalten an Grahams Modell bewahrte uns und unsere Kunden vor einem Grossteil des Unglücks, das eintrat, als die Technologieblase Anfang 2000 platzte. Es ist möglich, dass heute wieder ein ähnliches Fehlverhalten herrscht, wie sich teilweise an der Bewertung der FAANG-Aktien und der blinden Spekulation mit Kryptowährungen (zum Beispiel Bitcoins) erkennen lässt.

#### *7. Wir denken wie ein Eigentümer.*

Von Zeit zu Zeit und vorzugsweise in freundschaftlicher Manier haben wir wertsteigernde Massnahmen auf Seiten der Unternehmen angeregt, an denen wir beteiligt sind. Wir haben auch bei Gelegenheit widersprochen, wenn wir das Gefühl hatten, dass wir als Aktionäre schlecht behandelt wurden. Wir sind wirklich nicht an öffentlichen Auseinandersetzungen interessiert, und es wäre übertrieben, uns als aktivistische Anleger zu bezeichnen, aber wir müssen unseres Erachtens als Teil unserer treuhänderischen Verantwortung unseren Standpunkt darlegen, wenn die Geschäftsführung unserer Ansicht nach nicht im Interesse der Aktionäre handelt. Wer von Ihnen schon lange bei uns investiert, kennt zweifellos Fälle, in denen wir im Auftrag unserer Kunden unter anderem bei Unternehmen wie Bayer, Hollinger International, Volkswagen und zuletzt Akzo Nobel interveniert haben.

8. *Wir lassen die Gelegenheiten den Investmentumfang bestimmen, und wir widerstehen den Verlockungen der Marktprognosen.*

Weiter vorne in diesem Bericht erwähnten wir eine Studie, die zeigt, dass das Ergebnis von Anlegern in Aktien sich grösstenteils auf eine sehr kurze Zeitspanne bezieht. Während der übrigen Zeit sind die Renditen der Aktien nur gering. Bei Aktien muss man «zur rechten Zeit dabei sein, um zu gewinnen». Darüber hinaus erzielen wertorientierte Aktien mit extremen Anlageeigenschaften langfristig bessere Renditen als angelegtes Bargeld. Unseres Erachtens heisst das: Die langfristigen Chancen, dass ein Portfolio Überschussrenditen abwirft, werden umso grösser, wenn man so umfangreich investiert bleibt wie möglich. Dessen ungeachtet kann es sehr schwierig werden, unterbewertete Aktien zu finden, wie etwa in den Jahren 2005 bis Mitte 2007 und wieder von Ende 2013 bis heute. Wir sind entschlossen, kein Kundenkapital einzusetzen, wenn wir keine Aktien finden können, die unseren Kriterien entsprechen und einen überzeugenden Wert bieten. Dadurch halten unsere Teilfonds von Zeit zu Zeit Zahlungsmittelrücklagen, die in den letzten zehn Jahren von nur 5 % bis 20 bis 25 % des Gesamtvermögens eines Teilfonds reichten.

9. *Wir halten uns an die goldene Regel des Anlegens: Nie für die Kunden in etwas investieren, in das man nicht auch selbst anlegen würde.*

Das ist das absolute Wahrheitsbekenntnis, an das wir uns übrigens auch wirklich leicht halten können, denn das, was wir kochen, das essen wir auch selbst. Und wir hätten kein Verständnis für einen Investmentprofi, der sich anders verhalten sollte. Mit Stand vom 31. März 2018 sind die *Managing Directors* und im Ruhestand befindlichen Partner, deren Familien sowie die Mitarbeitenden von Tweedy, Browne Eigentümer von Anteilen im Wert von etwa 1,2 Milliarden USD an Portfolios, die mit Kundenportfolios kombiniert oder diesen ähnlich sind, wovon etwa 110 Millionen USD in die vier Teilfonds investiert sind.

10. *Wir bleiben an unserem Thema dran – beharrlich und unerschütterlich!*

Die Aufmerksamkeit von Tweedy, Browne gilt ausschliesslich der wertorientierten Anlage. Wir betrachten unsere sämtlichen Portfolios durch die gleiche wertorientierte Linse. Die *Managing Directors* und viele unserer Mitarbeiter investieren einen wesentlichen Teil ihres liquiden Nettovermögens gemäss diesem Prinzip. Wir verwalten keine Anleihen oder sonstigen Investmentkategorien. Wir sind keine Fondsfamilie mit einer Vielzahl unterschiedlicher Stile und Investment-«Produkte». Im Verlauf des Wachstums unseres Unternehmens sind wir stets bestrebt gewesen, im Sinne unserer Kunden und Anteilsinhaber möglichst wenig Zeit für nicht mit Investment verbundene Tätigkeiten aufzuwenden. Wir versuchen, so einfach wie möglich vorzugehen und uns auf unseren unserer Ansicht nach bewährten Ansatz bei der Vermögensbildung zu konzentrieren.

Zusammenfassend gesagt ist Tweedy, Browne nach wie vor eine kundenorientierte Investmentorganisation, d. h. nicht eine Organisation, die sich auf die eigene Vermögensbildung konzentriert, sondern eine, die sich intensiv mit der Erwirtschaftung attraktiver absoluter und relativer risikobereinigter Erträge befasst. Unsere Motivation war immer die wahre Haltung des Anlegers, wie sie uns durch unsere besondere Verbindung mit dem legendären Benjamin Graham und den «Superinvestoren», die ihm folgten, unter ihnen Warren Buffett, Tom Knapp und Walter Schloss, vermittelt wurde. Es ist ein Ansatz, der prozessorientiert ist und nicht auf der Weisheit eines Einzelnen bei Tweedy, Browne beruht, sondern auf der Kompetenz eines ungewöhnlich stabilen Teams mit langjähriger Erfahrung und Beschäftigungsdauer. Wir sind stolz darauf, dass drei unserer vier Teilfondsportfolios zum 30. April 2018 seit ihrer Auflegung abzüglich Gebühren mit ihrem Ergebnis ihren Referenzindex übertroffen haben, und wir streben unermüdlich danach, unsere Anteilsinhaber mit schriftlichen Materialien und Mitteilungen einzubinden, so dass sie die Erträge mit dem von uns erfreulicherweise erwirtschafteten Mehrwert auch tatsächlich erlangen können. Wir haben einen institutionellen Partner, die Affiliated Managers Group (AMG), die diese Werte zutiefst verinnerlicht hat und die langfristig methodisch die nahtlose Übertragung der Verantwortung an jeweils

nachfolgende Mitarbeiter und Partner sicherstellt. Wir freuen uns auf unsere 100. Geburtstag im Jahr 2020 und ein weiteres Jahr in Ihren Diensten.

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

Mit freundlichen Grüßen

TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC

William H. Browne

Thomas H. Shrager

John D. Spears

Robert Q. Wyckoff, Jr.

*Managing Directors*

April 2018

**Endnoten:**

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

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

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

Derzeitige und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Aktien und Anleihen sind unterschiedlichen Risiken ausgesetzt. In der Regel unterliegen Aktien grösseren Preisschwankungen und höherer Volatilität als Anleihen und können als Reaktion auf Beeinträchtigungen bei den Emittenten, in der Politik, im Aufsichtsrecht, am Markt oder in der Wirtschaft im Wert erheblich zurückgehen. Im Gegensatz zu Aktien liefern Anleihen, wenn man sie bis zur Endfälligkeit hält, in der Regel einen festen Renditesatz und eine feste Kapitalsumme. Anleihen unterliegen dem Zinsrisiko (mit dem Steigen der Zinsen fallen in der Regel die Anleihenpreise), dem Emittentenausfallrisiko, dem Emittentenbonitätsrisiko und dem Inflationsrisiko, obwohl die US-Schatzpapiere durch die absolute Vertrauens- und Kreditwürdigkeit der US-Bundesregierung gesichert sind. Anlagen in ausländischen Wertpapieren beinhalten zusätzliche Risiken wie etwa Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Standards der Rechnungslegung und Finanzberichterstattung, unterschiedliche Aufsichtsrechte und unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in diversen Ländern. Zudem sind die Wertpapiere kleinerer Unternehmen tendenziell volatiliter als die Wertpapiere grösserer Unternehmen. Das Wertanlegen beinhaltet das Risiko, dass der Markt den inneren Wert eines Wertpapiers lange Zeit nicht erkennt oder dass ein Wertpapier, welches als unterbewertet betrachtet wird, tatsächlich beim Kauf richtig gepreist ist. Dividenden werden nicht garantiert, und ein Unternehmen, das zurzeit Dividenden zahlt, kann diese Zahlungen jederzeit einstellen. Eine Risikostreuung garantiert keinen Gewinn und schützt in einem allgemein einbrechenden Markt nicht vor Verlusten. Bitte lesen Sie im Prospekt des Fonds die Beschreibung der Risikofaktoren, die mit Anlagen in Wertpapieren verbunden sind, die von den Teilfonds eventuell gehalten werden.

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

Das **Kurs-Gewinn-Verhältnis (bzw. KGV)** ist ein Vergleich des Schlusskurses der Aktien eines Unternehmens und seines Gewinns je Aktie in den letzten zwölf Monaten davor. Der **Unternehmenswert (bzw. EV)** ist eine Kennzahl, die den Gesamtwert eines Unternehmens anzeigt (Börsenwert der Stammaktien + beizulegender Zeitwert der Vorzugsaktien + beizulegender Zeitwert der Schulden + Minderheitsbeteiligung - Zahlungsmittel und Anlagen). **Erträge vor Zinsen und Steuern (bzw. EBIT)** bezeichnet eine Kennzahl, welche die Ertragsfähigkeit eines Unternehmens anzeigt, die aus Umsatzerlös abzüglich Aufwendungen ohne Steuern und Zinsen berechnet wird. **Erträge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (bzw. EBITA)** steht für eine Kennzahl (Erträge vor Steuern + Zinsaufwand + Abschreibungsaufwand), welche der Einschätzung der betrieblichen Ertragsfähigkeit eines Unternehmens dient.

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

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