

Bericht des Investmentmanagers an die Anteilsinhaber (ungeprüft)

*Mache Ordnung, wo Durcheinander herrscht. Finde zum Gleichgewicht aus der Zwietracht.
In allen Schwierigkeiten liegen immer auch Möglichkeiten.*

- Albert Einstein

Es bestehen kaum Zweifel, dass die Bewertung als Massstab für Anlageentscheidungen in den letzten Jahren hinter anderen Faktoren zurückgetreten ist. Erklärungen dafür gibt es viele, und einige wurden in den früheren Schreiben erwähnt. Hier eine keineswegs vollständige Liste der Ursachen: Die Anleihekäufe von Zentralbanken (Stichwort: quantitative Lockerung), die dafür gesorgt haben, dass die Zinsen auf ein bisher nie dagewesenes Niedrigniveau fallen, was wiederum den Reiz von Stammaktien erhöht – eine Strategie, welche die Europäische Zentralbank und die Bank of Japan immer noch verfolgen; Aktienrückkäufe im Wert von über 2 Billionen USD allein in den USA in den letzten fünf Jahren; die fast übernatürlich optimistische Stimmung an der Wall Street; die massive Verlagerung von Mitteln in passive Indexfonds, die ihrer Struktur gemäss fast 100 % ihres Vermögens investieren, was eine wachsende Nachfrage nach Aktien schürt; und die explosive Vermehrung von Daten sowie der zu ihrer Nutzung konstruierten Algorithmen, was unserer Ansicht nach das Element der Unsicherheit reduziert und so eventuell zu den «rasanten» Anlageentscheidungen führt, welche die heutigen Märkte bestimmen.

Wir gelangen langsam zu der Ansicht, dass die unmittelbare Verfügbarkeit von Daten möglicherweise den Punkt erreicht hat, ab dem die Erträge sinken. Es ist kein Axiom, dass mehr Daten unbedingt zu einem besseren Urteilsvermögen führen; eventuell bringen sie nur die Verzerrung im Bewusstsein der Anleger zum Ausdruck, was die Art ihrer Entscheidungsfindung verschleiert und zu verzerrten Bewertungen führt. Zum Beispiel hat der zurzeit grösste börsennotierte Fonds, der SPDR S&P 500 ETF, mit einem Vermögen von etwa 240 Milliarden USD einen täglichen Umschlag von Anteilen, der regelmässig etwa 5 bis 10 % der in Umlauf befindlichen Anteile beträgt. Das bedeutet, dass er pro Monat mehr als 100 % seiner Anteile umschlägt. Vielleicht ist diese Zahl das Ergebnis der besseren Verfügbarkeit von Daten, und alle gewinnen dabei, aber wir sind noch nicht davon überzeugt. Menschen – auch Anleger (die von ihrer ganzen Art her mutmasslich Zahlenmenschen sind) – unterliegen kognitiven Verzerrungen, insbesondere wenn es um den Gewinn oder Verlust von Geld geht; und die Verzerrung des Bewusstseins zugunsten der Jagd nach kurzfristigen Ergebnissen kann bei den Umschlagsdaten dieses börsennotierten Fonds (den wir, um unser Argument festzumachen, nur stellvertretend für die Branche erwähnen) durchaus zum Tragen kommen. Die Geschichte der Märkte ist eine Geschichte der Veränderung von Verzerrungen im Bewusstsein und Marktklimata, häufig auf dramatische und unvorhersehbare Weise. Zurzeit scheint sich die Verzerrung des Bewusstseins des durchschnittlichen Anlegers auf die Teilnahme am Markt zu richten, obwohl eine Vielzahl wachsender Risiken bestehen, von denen die hohen Bewertungen nicht das Geringste sind. Wiederum nur stellvertretend für die Branche steht, um unser Argument festzumachen, der Vanguard 500 Index Fund mit einem Vermögen von 310 Milliarden USD, der laut Bloomberg mit Stand vom 31. März 2017 ein durchschnittliches KGV von 24 hat, was in etwa einer Ertragsrendite von 4 % entspricht. Wir wenden uns diesem Thema hier zu einem späteren Zeitpunkt noch einmal zu.

Wie Sie inzwischen sicher wissen, besteht unser Geschäftszweck darin, uns über Aktienkäufe an Unternehmen zu beteiligen, wenn wir der Ansicht sind, dass die Bewertungen von einigen relativ einfachen Berechnungen unterstützt werden, und wenn wir über die zukünftigen Aussichten der Unternehmen einigermaßen sicher (aber niemals ganz sicher) sind. In einer Branche wie unserer, in der zwei bis drei Jahre sich wie ein ganzes Leben anfühlen, kann das Leben manchmal sehr kurz sein; und in einem Umfeld wie unserem jetzigen, das von Anlegervertrauen geprägt ist, sind wir bei der Wertentwicklung häufig unter den Nachzüglern. Aber das haben wir schon öfters erlebt, und die jüngere Generation hier bei Tweedy erlebt es zweifellos auch

wieder. Die in unseren Rahmen eingebaute intellektuelle und emotionale Disziplin, gepaart mit der Wahrscheinlichkeit, dass man öfter recht als unrecht hat, ist unserer Ansicht nach immer noch überzeugend.

Wenden wir uns jetzt der jüngsten Vergangenheit zu. 2016 erwies sich als ein Jahr der Schocks und Einschüchterungen in der globalen Politik und, auf etwas niedrigerer Ebene, auch an den Aktienmärkten. Wer hätte erwartet, dass die überraschende Entscheidung von Grossbritannien, sich aus der Europäischen Union zurückzuziehen, einen weltweiten Aufschwung am Aktienmarkt auslösen würde, der sich nach der unerwarteten Wahl von Donald J. Trump unvermindert ins neue Jahr hinein fortsetzen würde? Vielleicht schlägt ein Blitz tatsächlich tendenziell zweimal ein. Wieder einmal haben die Kommentatoren, Meinungsforscher und Wettbüros völlig falsch gelegen. Nach gängiger Meinung verabscheuen die Aktienmärkte Überraschungen, aber an dem, was zuletzt passiert ist, ist auch nichts Gängiges.

Wie sind wir nun aber bis dahin gekommen, wo wir heute stehen? Die Aktienmärkte in aller Welt, die Anfang 2016 einen tückischen Start hinlegten, begannen sich im Zeitraum unmittelbar vor der Brexit-Entscheidung (Juni) zu erholen, aber die weitere Entwicklung verlief durchwachsen. Vor der Brexit-Entscheidung und einige Tage danach verhielten sich die Märkte recht volatil, doch dann ging das Rennen wieder weiter, als die Märkte sich erholten und die Kurse anstiegen. In der Zeit vor der US-Wahl im November schienen die Märkte sich durch die Aussicht auf einen Sieg Clintons ermutigt und durch die Aussicht auf einen Sieg Trumps herausgefordert zu fühlen. Wie bei der Brexit-Entscheidung schossen die Märkte nach Trumps Wahl überraschend nach oben, wobei sie anscheinend durch das Versprechen eines Konjunkturprogramms motiviert wurden, welches das von den Zentralbanken ausgeschüttete Füllhorn finanzieller Anreize ersetzen würde, das zumindest in den USA leer geworden zu sein schien. Zuletzt deuteten einige Analysten an, der Markt klettere nur eine «Wand der Sorgen» oder, in den Worten von Jim Grant, eine «Wand des Abscheus» hoch.

Wie immer sich das auch verhalten mag, in Bezug auf die Wertentwicklung von Anlagen folgte auf ein relativ mieses erstes Halbjahr 2016 ein aggressiver Aufschwung, der am 31. März 2017 immer noch anhielt. Wie Sie wahrscheinlich angesichts unseres wertorientierten Ansatzes bereits vermuten, lagen alle unsere Teilfonds im durchwachsenen ersten Kalenderhalbjahr 2016 durch die Bank über dem Schnitt und im zweiten Halbjahr trotz solider absoluter Ergebnisse darunter. Die Teilfonds International Value (CHF) und International Value (Euro) lagen im ersten Quartal 2017 über ihrem Vergleichsindex, während die Teilfonds Value (USD) und Global High Dividend Value (EUR) darunter lagen. Insgesamt erzielten unsere Teilfonds in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahrs trotz der Volatilität der Märkte mehr als nur zufriedenstellende finanzielle Fortschritte, während sie Bargeldreserven in Höhe von zwischen 7 % und 14 % hielten.

Was die Zukunft den Anlegern bringt, ist nicht absehbar, und trotz der jüngst – nach der Messung des VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) – niedrigen Volatilität freuen wir uns über volatile Phasen, wie sie in den Aktienmärkten in den letzten 18 Monaten gelegentlich auftraten, und die Tatsache, dass sich die Gelegenheiten, wenn auch nur grenzwertig, für Anleger wie uns verbessern. Dennoch: Angesichts des überraschenden Aufschwungs der Aktienmärkte nach der Wahl sind die Bewertungen, die bereits zuvor hoch waren, jetzt weltweit grösstenteils noch höher, und so müsste man trotz des herrschenden Enthusiasmus schon «alternative Fakten» konstruieren, um daraus zu schliessen, dass es an den Aktienmärkten eine grosse Anzahl von Schnäppchen gibt. Nichtsdestotrotz sehen wir den Beginn des Zusammenbruchs der Korrelationen, und wir vermuten, dass, wenn in den kommenden Wochen und Monaten die Realität in die Wahrnehmung einbricht, die Kurse wiederum ins Schwanken geraten, was in der Regel Anlegern wie uns in die Hände spielt. In der Zwischenzeit beabsichtigen wir, hart daran zu arbeiten, in einem sehr kurzfristig gesehen für die Schnäppchenjagd zunehmend schwierigen Umfeld Unterbewertungen aufzuspüren; für den Verkauf von Aktien, die etwa bei unserer Schätzung ihres zugrunde liegenden Unternehmenswerts oder darüber notieren, ist das Umfeld jedoch recht gut geeignet.

Anlageentwicklung

Nachstehend sehen Sie die Ergebnisse der Teilfonds in verschiedenen Zeiträumen bis einschliesslich 31. März 2017 und die Ergebnisse ihrer jeweiligen Vergleichsindexe. In diesem Bericht präsentieren wir den Bericht des Investmentmanagers für die vier Teilfonds, einschliesslich der Einzelheiten der Wertentwicklung und unserer Stellungnahmen dazu, sowie den jeweiligen Abschluss der einzelnen Teilfonds.*

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

<i>Annualisierte Ergebnisse* zum 31. März 2017</i>			
	<i>Tweedy, Browne Value Fund (USD) (in %)</i>	<i>MSCI World (in USD) (in %)</i>	<i>S&P 500 Index(in %)</i>
6 Monate	8,50	8,35	10,12
1 Jahr	13,73	14,77	17,17
3 Jahre	0,10	5,52	10,37
5 Jahre	5,50	9,37	13,30
10 Jahre	3,43	4,21	7,51
Seit Auflegung	5,62	6,12	8,11

* 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 des Tweedy, Browne Value Fund (USD) entspricht der von der Swiss Funds & Assets Association (SFAMA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten «Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen». Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.

Tweedy, Browne International Value Fund (EUR)

<i>Annualisierte Ergebnisse* zum 31. März 2017</i>			
	<i>Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)[†] (in %)</i>	<i>MSCI EAFE (USD/EUR-kursgesichert) (in %)</i>	<i>MSCI EAFE (in USD/EUR) (in%)</i>
6 Monate	8,77	11,77	11,88
1 Jahr	14,65	17,14	18,98
3 Jahre	5,46	6,82	9,36
5 Jahre	8,15	10,09	10,57
10 Jahre	4,97	1,91	3,29
Seit Auflegung (31.10.96)	8,53	5,02	5,16

* 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 des Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) entspricht der von der Swiss Funds & Assets 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 seit Auflegung erzielte Wertentwicklung basiert auf dem prozentualen Wertanstieg der Anteile in USD bis zum 17. Mai 2004 sowie dem prozentualen Anstieg in EUR seitdem. Dementsprechend stellen die Zahlen zur Wertentwicklung nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Werts der Anteile des Teilfonds über den gesamten Betrachtungszeitraum dar.

Zum Vergleich der Wertentwicklung wird die Entwicklung des jeweiligen Vergleichsindex MSCI EAFE (USD/EUR-kursgesichert) und MSCI EAFE (USD/ EUR) aufgeführt und zeigt die Wertentwicklung des Index im jeweiligen Berichtszeitraum. Zum Vergleich der Wertentwicklung wurden die Indizes MSCI EAFE (USD-kursgesichert) und MSCI EAFE (in USD) für den Zeitraum vor dem 17. Mai 2004 sowie die Indizes MSCI EAFE (EUR-kursgesichert) und MSCI EAFE (EUR) für die Zeit danach herangezogen.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Annualisierte Ergebnisse* zum 31. März 2017

	Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) (in %)	MSCI EAFE (CHF-kursgesichert) (in %)	MSCI EAFE (in CHF) (in %)
6 Monate	8.16%	11.43%	9.95%
1 Jahr	15.85	16.54	16.72
3 Jahre	3.34	5.97	4.77
5 Jahre	6.87	9.49	8.01
10 Jahre	2.89	1.35	-0.74
Seit Auflegung (10/31/96)	6.92	3.78	3.33

* 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 des Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) entspricht der von der Swiss Funds & Assets Association (SFAMA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten «Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen». Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Annualisierte Ergebnisse* zum 31. März 2017

	Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund (in%)	MSCI World (EUR-kursgesichert)(in %)	MSCI World (in EUR)(in %)
6 Monate	10,38	9,87	13,85
1 Jahr	18,43	15,97	22,28
3 Jahre	6,13	7,76	14,82
5 Jahre	7,61	10,80	14,27
Seit Auflegung (1.6.07)	3,59	3,28	5,98

* 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 des Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund entspricht der von der Swiss Funds & Assets Association (SFAMA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten «Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen». Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.

Die Portfolios unserer Teilfonds

Bitte beachten Sie, dass die nachstehend erwähnten einzelnen Unternehmen im Berichtszeitraum zum 31. März 2017 in mindestens einem unserer Teilfonds, aber nicht unbedingt in allen vier Teilfonds gehalten wurden.

In der Regel erbringen in Zeiten mit durchwachsenen Ergebnissen für Aktien wie im letzten Jahr, insbesondere im kalendarischen ersten Halbjahr, die stetigeren Engagements in unserem Teilfonds, d. h. Konsumgüter- und Pharmaunternehmen, die besten Ergebnisse, und kurzfristig war es auch so. Aber als die Märkte sich nach der Brexit-Entscheidung wieder gefangen hatten und sich nach der US-Wahl neue Dynamik entfaltete, waren es die wirtschaftlich empfindlicheren, konjunkturabhängigen Engagements der Fondsportfolios, d. h. finanzdienstleistungs-, fertigungsindustrie- und energiebezogene Bestände, die das Ergebnis bestimmten. Diversifizierung hat ihre Stärken.

Einige unserer besten Ergebnisse in unseren Teilfonds über den Berichtszeitraum hinweg wurden von unseren Bank- und Versicherungsengagements erzielt, deren Kurse teilweise aufgrund der Aussicht auf weniger Regulierung durch die neue Trump-Regierung und teilweise aufgrund der Aussicht auf weitere Zinserhöhungen in Verbindung mit der Straffung durch die Federal Reserve anstiegen. Höhere Zinsen können zu höheren Nettozinsmargen für Banken und generell besseren Anlageergebnissen für unsere Versicherungsengagements führen, was wiederum zu grösserer Ertragsfähigkeit führen kann. Zusammen mit der möglichen Lockerung

einiger Regulierungen aus dem Dodd-Frank-Gesetz wirkt sich das insbesondere auf die Aktienkurse unserer in den USA ansässigen Banken aus, darunter auf diejenigen der Bank of New York Mellon und sogar Wells Fargo, wobei die Kurse der letzteren sich trotz ihres kürzlichen Phantomkontoskandals erholt haben. Auch die Kurse unserer zwei in Grossbritannien ansässigen Banken, Standard Chartered und HSBC, erholten sich recht gut, wobei beide vom Standpunkt des Geschäftsmix überwiegend asiatische Banken sind. Von seinem jüngsten Tiefpunkt am 11. Februar 2016 stieg der Kurs von Standard Chartered bis zum 31. März 2017 um etwa 97 %. Es scheint wirklich so, als ob Bill Winters und sein neues Team echte Fortschritte erzielt haben, um Standard Chartered ertragsfähiger zu machen. Wir erzielten auch solide Ergebnisse mit unseren in Singapur ansässigen Banken, DBS Group und United Overseas Bank. Trotz dieser wunderbaren Ergebnisse bleiben unsere Bankengagements grösstenteils angemessen bewertet, sind in relativ schnell wachsenden Teilen der Welt gut positioniert und erbringen, mit Ausnahme von Standard Chartered, zurzeit auch attraktive Dividendenrenditen.

Das Gleiche gilt im Wesentlichen für unsere Versicherungsengagements, die sich im Berichtszeitraum recht gut entwickelten. Drei unserer langfristigen Versicherungsengagements, CNP Assurances, SCOR und Zurich Insurance Group, erbrachten ein solides zweistelliges Ergebnis. Berkshire Hathaway, ein weiteres langfristiges Engagement, das vom «Orakel von Omaha» geleitet wird, erbringt weiterhin ein ausgezeichnetes Ergebnis. Trotz der mit der Nachfolge von Warren Buffett und Charlie Munger verbundenen Unsicherheit sind wir der Ansicht, dass der grundsätzliche Wert von Berkshire weiterhin sehr solide ist und die derzeitige Wertung stark unterstützt, ohne dass ein merklicher «Buffet-Aufschlag» darin eingepreist ist.

Wir wurden im vergangenen Jahr häufig gefragt, warum wir uns gegen eine Investition in eine Reihe von Banken der Eurozone entschieden haben, die statistisch betrachtet sehr preisgünstig scheinen. Deutsche Bank, BNP Paribas, Societ  Generale, Banco Santander und viele andere notierten gelegentlich während des Jahres mit einem erheblichen Abschlag gegenüber ihrem Buchwert. Zweifellos war das teilweise auf die Unsicherheit um die Brexit-Entscheidung, auf Bedenken hinsichtlich der Kapitaladäquanz und auf den Druck zurückzuführen, der auf ihrer Ertragsfähigkeit lastet, teilweise aufgrund der Aussicht auf weiterhin niedrige bis negative Leitzinsen in Europa. Wir betrachteten sie genau, hatten aber das Gefühl, dass wir für die damit verbundenen Risiken nicht ausreichend entschädigt wurden, und sortierten sie unter «zu kompliziert» ein. Bei der Anlage in Banken, die im Grunde hebelfinanzierte Unternehmen sind, tendieren wir zu konservativem Denken. Wir favorisieren Banken, die finanziell stark sind, d. h. über eine hohe Eigenkapitalquote und ein konservatives Darlehenswachstum verfuguen sowie sich auf einlagenbasierte Finanzierung und mehrere Ertragsquellen stützen, darunter auf Gebühren basierendes Einkommen, und die im Verhältnis zu ihrem Gewinn bzw. ihrem Buchwert zu niedrigen Kursen notieren. Während die Aktienkurse vieler dieser Banken im Vergleich zu ihrem Buchwert statistisch preisgünstig erscheinen, erfüllen sie eine Reihe anderer Kriterien nicht. Einige sind unterkapitalisiert bzw. ihr Darlehensbestand wächst aggressiv; andere stützen sich bei einem Grossteil ihrer Finanzierung auf den Interbanken-Tagesgeldmarkt oder halten Vermögenswerte niedrigerer Qualität. Die Kurse der Aktien dieser statistisch preisgünstigen Banken können sich gut entwickeln, und sie haben sich zuletzt sicherlich gut erholt, aber wir können damit nicht warm werden.

Unsere Engagements in der Öl- und Gasbranche verzeichneten ebenfalls eine solide Kursentwicklung und erholten sich dank des Anstiegs der Ölpreise stark; jedoch gehen, während wir dies schreiben, die Aktienkurse aufgrund der jüngsten Nachrichten über steigende Ölvorräte und einen daher sinkenden Ölpreis leicht zurück. OPEC gab Ende September bekannt, man ziehe Produktionseinschnitte in Erwägung, und diese wurden zusammen mit Nicht-OPEC-Ländern wie Russland schliesslich Anfang Dezember beschlossen. Dadurch wurde ein Anstieg der Ölpreise gefördert, der zu einem noch andauernden Aufschwung der Kurse unserer Öl- und Gas-Engagements führte, darunter bei Halliburton, MRC, Devon Energy, Royal Dutch und Total. Obwohl die derzeitige Preisvolatilität unserer Engagements zweifellos andauern wird, da das Klima sich kurzfristig ändert, je nachdem, ob Bedenken über die hohen Vorratsbestände und den Anstieg der Nachfrage von über einer Million Barrel pro Tag oder aber über die relativ niedrigen Uberschusskapazitaten im Vordergrund stehen, sind wir der Ansicht, dass die Zukunft unserer Öl- und Gas-Engagements weiterhin positiv ist. Insbesondere trifft das zu,

wenn OPEC weiterhin seine Produktion beschränkt, um die Ölmärkte möglichst im Gleichgewicht zu halten. Wir fühlen uns diesbezüglich durch unsere Annahme ermutigt, dass die Saudi-Araber sich ein konstruktives Ölpreisumfeld wünschen, wenn sie ihre nationale Ölgesellschaft, Saudi Aramco, 2018 an die Börse bringen.

Es gibt auch interessante Hinweise darauf, dass die Ölschieferproduzenten ihre Kosten durch technischen Fortschritt erheblich senken können, so dass sie in einem ausserordentlich schwierigen preislichen Umfeld ihre Probe- und Produktionsbohrungen intensivieren können. Das kann bedeuten, dass Ölschieferproduzenten, selbst wenn die Ölpreise im Laufe des Jahres etwas sinken, im Ölbereich aktiv bleiben können. Sowohl MRC als auch Halliburton sind der Ansicht, dass ihre US-Onshore-Unternehmen die Talsohle durchschritten haben, und gehen von einem erheblichen Anstieg der Bohrtätigkeit im kommenden Jahr aus. MRC gewann in der Zeit des Einbruchs der Ölpreise einen erheblichen Marktanteil, weil einige seiner Wettbewerber ihre Geschäftstätigkeit einstellten und das Unternehmen auch seine Nettoverschuldung erheblich verringerte. Es besteht kein Zweifel, dass sich diese positive Prognose bis zu einem gewissen (eventuell hohen) Grad in den aktuellen Aktienkursen von MRC und Halliburton widerspiegelt.

Wir erzielten auch einige recht gute Ergebnisse mit unseren Engagements in der Konsumgüterbranche (Embotelladora Andina, Henkel, Unilever, Philip Morris International), in der Fertigungsindustrie (G4S, Ebara, BAE, Safran, Teleperformance) und im Gesundheitswesen (GlaxoSmithKline, Johnson & Johnson, Novartis, Roche) sowie mit unserem einzigen Engagement im Bergbau, dem Kupferbergbauunternehmen Antofagasta, das sich recht gut erholte, nachdem die Kupferpreise gegen Ende des letzten Jahres angestiegen waren. Zudem ist es interessant und vielleicht überraschend, dass der höchste Ertrag eines Landes in unseren Portfolios aus Grossbritannien kam. Politische und wirtschaftliche Gegenströmungen führten wieder einmal zu Volatilität in einer Reihe der Hauptwährungen, darunter im britischen Pfund und dem japanischen Yen. Die Währungssicherungsgeschäfte der Teilfonds Value (USD) und International Value (CHF) schützten die Anteilsinhaber bis zu einem gewissen Grad vor der Renditeminderung durch sich abschwächende Währungen im Berichtszeitraum. Die Teilfonds, die den Euro als funktionelle Währung haben, profitierten von den Sicherungsgeschäften nicht, da der Euro sich im Berichtszeitraum gegenüber den meisten Währungen abschwächte.

Die meisten unserer Engagements in unseren Teilfondsportfolios entwickelten sich im Berichtszeitraum recht gut, doch es gab auch einige enttäuschende Kursentwicklungen, darunter bei Verizon, dem grössten US-Mobilfunkunternehmen. Obwohl Verizon über das qualitativ hochwertigste Mobilfunknetz in den USA verfügt, sieht sich das Unternehmen kurzfristigem Druck von zweien seiner Hauptwettbewerbern Sprint und T-Mobile ausgesetzt, und daher konnte es die Erwartungen in Bezug auf Gewinnwachstum nicht erfüllen. Dennoch notiert das Unternehmen mit einem KGV von etwas über 12, bezogen auf seinen für 2017 geschätzten Gewinn pro Aktie, und erwirtschaftet für uns zurzeit eine Dividendenrendite von 5 %, während wir auf die Anerkennung seines Werts im Aktienkurs warten.

Wie Sie seit etwa einem Jahr vielleicht bemerkt haben, haben wir Positionen in mehreren Unternehmen in Südkorea aufgebaut, insbesondere in den südkoreanischen Automobil-Herstellern Hyundai Motor und Kia sowie in Hyundai Mobis, einem Automobilindustrie-Zulieferer, der beide Unternehmen beliefert. Kurzfristig verlief die Kursentwicklung dieser Unternehmen gemischt, da sich das Wachstum an den Hauptmärkten verlangsamte, und zwar teilweise auch weil, ihre Produktlinie etwas ausser Mode geraten war, d. h. sie boten in der Phase der niedrigen Ölpreise keine zureichende Modellpalette von SUV an. Der Aktienkurs von KIA scheint auch von Trump beeinträchtigt, da das Unternehmen plant, seine Produktion in Mexiko für den Export in die USA auszuweiten. Südkoreanische Aktien litten im letzten Jahr auch unter der höheren Volatilität aufgrund des jüngsten Korruptionsskandals wegen angeblicher Zahlungen, die von «Chaebol»-Vorständen an einen Freund der (inzwischen abgesetzten) südkoreanischen Präsidentin geleistet wurden, wodurch Befürchtungen über politische Instabilität entstanden. In der Folge erhielten wir ungewöhnlich attraktive Einstiegskurse von unter einem KGV von 6 bis 7 und etwa 60 % des Buchwerts (abzgl. immaterieller Vermögenswerte) für die Aktien dieser

Unternehmen, deren Dividendenrendite zurzeit bei fast 3 % liegt. Bewertungen wie diese veranlassen uns, «vor Gier zu zittern», insbesondere da beide Unternehmen zurzeit dabei sind, ihre Produktlinie um weitere SUV-Modelle zu erweitern. Darüber hinaus erarbeiteten sich diese Unternehmen über einen längeren Zeitraum hinweg globale Marktanteile, da ihre Qualitäts- und ihre Kundenzufriedenheitsbewertungen steil angestiegen sind, und sie haben die Grösse, um sich technisch so zu entwickeln, dass sie als Wettbewerber auftreten können, wenn die verschiedenen Selbstfahr- und Elektroauto-Applikationen Serienreife erreichen. Natürlich weiss man es nie genau, aber unserer Ansicht nach kann man in einem diversifizierten, global ausgerichteten Portfolio begründet auf diese Unternehmen setzen.

Danach begründeten wir noch eine Position in einem weiteren südkoreanischen Unternehmen, der LG Corp., einer Holdinggesellschaft, die Beteiligungen an Unternehmen in den Branchen Chemie, Kosmetik, Telekommunikation und Elektronik hält. In letzter Zeit erlebte das Unternehmen bei einigen seiner wichtigsten verbundenen Unternehmen Schwierigkeiten. LG Electronics hatte Schwierigkeiten mit seinem Smartphone-Angebot; LG Chem sieht sich im petrochemischen Zyklus dem Gegenwind ausgesetzt; und LG Household muss Probleme mit seinem Kosmetikgeschäft in China bewältigen. Zusammen mit den Vergeltungsmassnahmen der chinesischen Regierung aufgrund der Zustimmung Südkoreas zur Zusammenarbeit mit den USA bei der Einrichtung eines Raketenabwehrsystems gab uns diese Konstellation eine Abschlussgelegenheit bei der LG Corp. zu einem unserer Ansicht nach attraktiven Einstiegskurs. Trotz der kurzfristigen Unsicherheit glauben wir, dass die geschäftlichen und politischen Probleme lösbar sind. Beim Kauf notierten diese Anteile mit einem KGV von 9, d. h. zu etwa 76 % des Buchwerts und zu etwa 60 % der konservativen Schätzung des inneren Werts des Unternehmens.

Wir bauten auch Positionen in mehreren anderen Unternehmen, darunter Williams-Sonoma, einen in den USA ansässigen Fachhändler mit einem umfangreichen Online-Geschäft, und Berendsen, einem in Grossbritannien ansässigen Textil-Leasing-Unternehmen. Wir kauften die Beteiligungen an Williams-Sonoma (WSM) und Berendsen vor allem im Rahmen unserer Strategie, hohe Dividendenrenditen anzustreben. WSM ist ein führender Omni-Channel-Fachhändler für Wohndekor, der über acht verschiedene Marken tätig ist, von denen die grössten Pottery Barn, Williams-Sonoma und West Elm sind. WSM verfügt über eine der höchsten E-Commerce-Marktdurchdringungen im Einzelhandel und über solide Margen in seinem Direct-to-Consumer-Geschäft. Seine starken Marken und riesige Kundenkartei ermöglichen dem Unternehmen eine marktübergreifende Vermarktung zu niedrigen Kosten, womit es nachhaltige Wettbewerbsvorteile hat und im letzten Jahrzehnt seinen inneren Wert um über 8 % steigern konnte. Beim Kauf notierte es mit einem Abschlag von 20 % auf unsere konservative Schätzung seines inneren Werts, erbrachte eine Dividendenrendite von etwa 3 % und erreicht aufgrund möglicher Aktienrückkäufe ein zusätzliches Wertsteigerungspotenzial von 4 %, d. h. es erbringt eine geschätzte Aktionärsrendite von 7 %.

Berendsen ist ein in ganz Europa tätiges, in Grossbritannien ansässiges Textil-Leasing-Unternehmen. Das Geschäftsmodell des Textil-Leasings kennen wir gut, da wir eine erfolgreiche langfristige Anlage in UniFirst gehalten haben, einem Unternehmen mit Sitz in den USA. Ähnlich wie viele in den USA ansässige Uniform-Leasing-Unternehmen hat Berendsen einen hohen wiederkehrenden Umsatz, mehrjährige Verträge, einen grossen Kundenstamm, der seine Verträge regelmässig verlängert, keine wesentliche Kundenkonzentration und eine gute langfristige Bilanz der Steigerung seines inneren Werts. Es hält oder erhöht seine Dividenden seit 1990 jedes Jahr, und seine Dividendenrendite beträgt zurzeit etwa 4 %, während es eine Ausschüttungsquote von etwa 50 % hält. Darüber hinaus wurde die Aktie in letzter Zeit von Insidern gekauft. Beim Kauf notierte Berendsen bei einem KGV von etwa 13 und einem Verhältnis von Unternehmenswert zu Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibung («EBITA») von etwa 11. Unser Kauf erfolgte mit einem Abschlag von etwa 15 % von unserer konservativen Schätzung seines inneren Werts, die auf beobachtbaren Kennzahlen vergleichbarer Übernahmen in Europa und den dafür gezahlten Preisen basiert.

Schliesslich tätigten wir unsere erste Anlage in einem im chinesischen Inland tätigen Unternehmen, Baidu, der beherrschenden Suchmaschine in China mit einem Marktanteil von 80 % und einer fast 50%igen Betriebsergebnismarge bei der Suche. Das hoch profitable Suchgeschäft von Baidu wird zurzeit durch mehrere Verluste schreibende Tochtergesellschaften von Baidu verschleiert. Diese Tatsache, zusammen mit Bedenken über das sich zuletzt verlangsamende Umsatzwachstum (teilweise aufgrund eines medizinischen Skandals 2016, der sich auf sein Suchgeschäft auswirkte) und dem Verlust einiger Marktanteile im Online-Werbesegment an Tencent und Alibaba, hat uns zu dieser preislich attraktiven Gelegenheit zum Kauf der Aktien verholfen. Dennoch wies das Kerngeschäft des Unternehmens, die Suchmaschine, historisch immer eine Marge von fast 50 % aus, es bestehen relativ hohe Hindernisse für den Markteintritt, und es sollte weiterhin vom expandierenden chinesischen Markt für Online-Werbung profitieren, der Erwartungen zufolge um 20 % pro Jahr wächst. Auf der Grundlage einer konservativen Schätzung des Werts der nicht zum Kerngeschäft zählenden Unternehmen von Baidu zahlen wir einen auf den EBITA 2017 bezogenen KGV von 9 für ihre verbleibenden Kern-Suchmaschinen-Geschäfte. Unserer Ansicht nach liegen dadurch erhebliche Möglichkeiten in den nicht zur Suchmaschine zählenden Geschäftsbereichen, von denen mehrere in wichtigen Sektoren wie Online-Reisen und Online-Video wichtige Marktführer sind.

Angesichts niedriger Zinsen in aller Welt und der Überzeugung, dass die Konjunktur wächst, sind Unternehmen mehr zu Übernahmen geneigt. Wir erleben das in unseren Teilfondsportfolios. Dies ist nicht überraschend, da Unternehmen mit einer festen Wertgrundlage häufig Übernahmekandidaten werden oder selbst Übernahmen vollziehen. Unilever, Safran und Akzo Nobel, drei langfristige Engagements, wurden in den letzten Monaten zum Gegenstand von Fusions- und Übernahmegesprächen. Unilever und Akzo erhielten beide im ersten Quartal 2017 Kaufangebote; beide wiesen diese Angebote – von Kraft Heinz im Falle von Unilever und PPG im Falle von Akzo – jedoch zurück. Wir sprachen mit den Geschäftsleitungen von PPG und Akzo und ermutigten sie zu einer weiteren Auslotung der Möglichkeit einer Vereinigung, da unserer Ansicht nach für das zusammengeschlossene Unternehmen bessere Wachstumsmöglichkeiten bestehen. Bis dato weigerte sich Akzo, mit PPG zu verhandeln, und obwohl sein Kurs gestiegen ist, liegt er weit unter dem von PPG angebotenen Preis. Beide Übernahmeziele, Akzo und Unilever, haben neue Wertsteigerungsstrategien vorgeschlagen, um ihre jeweiligen Aktionäre möglichst günstig zu stimmen.

Safran, der französische Flugzeugtriebwerk-Hersteller und ein weiteres unserer Kernengagements, gab seine Absicht bekannt, Zodiac, ein französisches Luftfahrtunternehmen, zu übernehmen, das Sicherheitssysteme sowie Innenausstattung wie Sitze, Toiletten und Bordküchen für Flugzeuge fertigt. Wir sind der Ansicht, dass diese Übernahme unüberlegt ist, und haben unsere Ansichten dem Vorstand des Unternehmens direkt mitgeteilt. Wir meinen, dass der hohe Preis, den Safran für dieses Unternehmen zahlt, das kürzlich Schwierigkeiten hatte, besser für die Erhöhung seiner Dividende und opportunistische Aktienrückkäufe verwendet werden sollte. Wir sind der Ansicht, dass Safran sich auf sein Ersatzteilgeschäft konzentrieren sollte, das wir für ein aussergewöhnlich gutes Geschäft halten.

Gelegentlich haben wir Sie in diesen Schreiben auf Aspekte unseres Wertansatzes und Prozesses aufmerksam gemacht, von denen wir dachten, dass sie Sie interessieren könnten. Nachstehend erläutern wir Ihnen die Auswirkungen der sinkenden Körperschaftssteuersätze und der steigenden Kennzahlen für Übernahmen auf unsere Berechnungen des inneren Werts und die von uns darauf angewandten Abschläge.

Niedrigere Körperschaftssteuersätze und die Auswirkungen auf die Bewertung

Neue Anlageideen holen wir uns unter anderem hauptsächlich durch den Einsatz von quantitativen Filtern, wodurch wir Unternehmen finden, die statistisch gesehen preisgünstig sind. Wir nutzen eine Vielzahl von verschiedenen Bewertungsfiltern, darunter das Kurs-Buchwert-Verhältnis («KBV»), das Verhältnis von Kurs und Gewinn nach Steuern je Anteil («KGV») und den Unternehmenswert geteilt durch den Gewinn vor Zinsen und Steuern («EBIT»). Es gibt Vorteile und Nachteile für jede Bewertungskennzahl, die wir zur Filterung potenzieller

Anlagekandidaten einsetzen. Ein Hauptnachteil des KGV ist zum Beispiel, dass es keinen Vergleich von Unternehmen mit erheblichen Unterschieden in der Kapitalstruktur (z. B. Verschuldungsgrad und in der Bilanz erfasste Zahlungsmittel) erlaubt. Andererseits erlaubt zwar das Verhältnis von Unternehmenswert zu EBIT den Vergleich von Unternehmen mit unterschiedlicher Kapitalstruktur, aber die Kennzahl berücksichtigt keine Unterschiede beim Körperschaftssteuersatz. Bei ansonsten gleichen Bedingungen führt ein niedrigerer Steuersatz pro jeden als EBIT erzielten Cent zu einem höheren Gewinn nach Steuern (und freiem Cashflow). Daher wählen wir, wenn wir uns zwischen zwei in jeder Hinsicht ausser dem Steuersatz identischen Unternehmen entscheiden müssen, im Zweifelsfall das Unternehmen mit dem niedrigeren Steuersatz.

Im letzten Jahrzehnt entwickelte sich weltweit ein Trend zu niedrigeren Körperschaftssteuern, vor allem in Europa. Die politischen Kommentare in mehreren Ländern deuten darauf hin, dass dieser Trend sich fortsetzt, weil die Regierungen ihre jeweilige Volkswirtschaft ankurbeln wollen. Zum Beispiel scheint es, als ob sich nach der US-Wahl die US-Bundeskörperschaftsteuer wesentlich von zurzeit 35 % auf vielleicht 15 % oder 20 % verringert. Grossbritannien entschied sich für eine Senkung der Körperschaftsteuer von 20 % auf 19 % ab dem 1. April 2017. Italien gab Pläne bekannt, 2017 seinen Körperschaftssteuersatz von 27,5 % auf 24,0 % verringern zu wollen. Somit scheinen für die vorhersehbare Zukunft Körperschaftssteuern zurückzugehen.

Da die Körperschaftssteuern weltweit sinken, bemühen wir uns stärker um eine entsprechende Filterung von Unternehmen anhand einer Kennzahl, die wir als *Owner Earnings Yield* bezeichnen. Der *Owner Earnings Yield* wird berechnet, indem man das Nettobetriebsergebnis nach Steuern durch den Unternehmenswert teilt. Das Nettobetriebsergebnis nach Steuern wird als $EBIT \times (1 - \text{effektiver Steuersatz})$ definiert. Zwar ist keine Kennzahl perfekt, doch sind wir der Ansicht, dass der *Owner Earnings Yield* es uns ermöglicht, Unternehmen mit unterschiedlicher Kapitalstruktur (anders als beim KGV) und Unternehmen mit unterschiedlicher Steuerbelastung (anders als beim Verhältnis von Unternehmenswert zu EBIT) miteinander zu vergleichen.

Vor mehreren Jahren berechnete einer unserer *Managing Directors* den *Owner Earnings Yield* eines neuen Vorschlags routinemässig, um neue Anlagekandidaten mit vorherigen Kaufentscheidungen zu vergleichen. Der Bereich des «Glücksgefühls» in Bezug auf den annehmbaren Kaufpreis war ein *Owner Earnings Yield* von etwa 8 % bis 10 %, was umgekehrt einem schuldenfreien KGV von zwischen 12,5 und 10 pro Anteil entspricht. Dieser Ertrag nach Steuern nimmt sich im Vergleich zum heute in risikofreien Titeln verfügbaren sehr günstig aus.

Natürlich stützt sich die Wirksamkeit dieser Technik auf die Nachhaltigkeit niedriger Körperschaftssteuersätze. Darüber hinaus ist der *Owner Earnings Yield* nur eines von vielen Werkzeugen, mit denen wir potenziell unterbewertete Wertpapiere finden.

Nochmals zum Streit betreffend aktives versus passives Management

Eine Reihe weiterer Kommentatoren haben diesen Streit in den letzten Monaten ausgetragen, darunter Warren Buffett, vielleicht der grösste «aktive» Anleger aller Zeiten. In seinem jüngsten Jahresbericht für Berkshire Hathaway stellt er die These auf, dass abzgl. einer sehr niedrigen Gebühr eine durchschnittliche Rendite zu erzielen wahrscheinlich das Beste ist, was ein durchschnittlicher Anleger erwarten kann – und ein Ergebnis, das die meisten aktiven Manager nicht erreichen oder übertreffen können, da sie höhere Gebühren abziehen müssen. Er gab zu, dass er in all den Jahren etwa zehn professionelle Anleger getroffen hatte, die abzgl. ihrer Gebühren den S&P 500 langfristig übertreffen konnten, und dass zweifellos hunderte, wenn nicht tausende anderer, die er nicht getroffen hatte, eventuell auch im Verhältnis zum S&P 500 einen höheren Wert erzielt hatten. Jedoch wies er auch darauf hin, dass, weil die Outperformance zum Wachstum des verwalteten Vermögens führt, was als Anker für zukünftige Anlagerenditen dienen kann, der durchschnittliche Anleger wahrscheinlich mit einem niedrige Kosten berechnenden Indexfonds am besten bedient ist.

Auch wenn Warren Buffetts Standpunkt von vielen Fachleuten geteilt wird, insbesondere im Lichte der Underperformance aktiver Manager in den letzten Jahren, so weist eine Reihe von bekannten Anlegern doch darauf hin, dass sich in passiven Anlagestrategien eventuell eine Blase entwickelt, darunter im Bereich der sogenannten «Smart Beta»- bzw. «faktorbasierten» Strategien. Schliesslich gibt es in passiven Indexanlageformen kaum ein Kurs-Research, und neue Indizes werden einfach auf der Grundlage der Marktkapitalisierung ihrer jeweiligen Komponenten zugewiesen. Und dennoch strömt das Geld weiter in diese Anlageformen. Zum Beispiel flossen laut Morningstar 2016 etwa 340 Milliarden USD aus in den USA ansässigen aktiv gemanagten Fonds, während fast 505 Milliarden USD in in den USA ansässige passiv gemanagte Anlageformen flossen. Viele, wenn nicht die meisten der zugrunde liegenden Aktienkomponenten von in den USA ansässigen passiv gemanagten Fonds werden jetzt auf der Grundlage hoher Bewertungen gehandelt. Seth Klarman, der hoch respektierte Hedgefondsanleger, wies in seinem jüngsten *Investment Letter* darauf hin, dass die massiven Zuflüsse in passive «markteffiziente» Strategien ironischerweise zu Preisverzerrungen und stärkerer Marktineffizienz geführt haben, die von aktiven Anlegern ausgenutzt werden können. Selbst Rob Arnott, der von vielen als einer der Begründer des Smart-Beta-Anlegens betrachtet wird, warnte kürzlich vor aufgeblähten Bewertungen von Smart-Beta-Index- und ETF-Anlageformen und hat sogar eine neue dynamische Multifaktor-Strategie aufgelegt, die teureren Faktoren eine geringere Bedeutung zumisst.

Jetzt, wo wir vermehrt nachdenken über die zunehmende Popularität von statistischem, faktorbasiertem Anlegen (Smart Beta), erinnern wir uns einer Redewendung von Charles Munger (dem Partner Warren Buffetts bei Berkshire), dem «Mann mit dem Hammersyndrom». Er bezog sich in einer Ansprache an der University of California 2003 auf dieses Syndrom, und zwar im Zusammenhang mit der «fatalen Bezugslosigkeit akademischer Fächer im Bereich der Wirtschaftswissenschaften», wie er es nannte. Die Redewendung stammt offenbar von einem Sprichwort, wonach ein Mann, der nur einen Hammer hat, jedes Problem als Nagel betrachtet. Im Folgenden ein Auszug aus Mungers Rede:

Eine andere Version dieses Mannes mit dem Hammersyndrom – das sich nicht nur in den Wirtschaftswissenschaften, sondern praktisch überall, auch im Geschäftsleben (besonders im Geschäftsleben), schrecklich auswirkt – ist, dass man ein komplexes System hat, das einem eine Menge wunderbarer Zahlen beschert, die es einem ermöglichen, einige Faktoren zu messen. Es gibt jedoch andere Faktoren, die auch sehr wichtig sind. Diese Faktoren lassen sich in dem Zahlenwerk nicht genau einordnen. Man weiss, dass sie wichtig sind, aber man hat keine Zahlen dafür. Praktisch jeder übergewichtet dann die Faktoren, die sich in Zahlen ausdrücken lassen, weil sie statistischen Methoden zugänglich sind, die an Universitäten wie dieser hier gelehrt werden, vermischt sie dann aber nicht mit den schwer zu messenden Faktoren, die vielleicht sogar noch wichtiger sind. Das ist ein Fehler, den ich Zeit meines Lebens zu vermeiden versucht habe, und das bedaure ich nicht.

Die Wertpapieranalyse ist ein so komplexes System, wie es nur wenige gibt. Unserer Ansicht nach kann sie nicht auf ein Dutzend Zahlen reduziert werden – stattdessen umfasst sie eine Vielzahl von Inputs, sowohl weiche (qualitative) als auch harte (quantitative). Wie Munger in seiner Rede warnte, bringt einem diese Gier nach physikalischer Berechenbarkeit nur Ärger. Wenn mehr und mehr Geld in diese faktorbasierten Strategien fliesst und sich so die Bewertungen verzerren, dann kann dies die Effizienz der Faktoren gefährden, was die Methode zu einem Spiel von «Whack-a Mole» werden lässt. Obwohl wir die Praktiker des Smart-Beta-Anlegens sehr respektieren, glauben wir nicht, dass faktorbasiertes Anlegen ein wirklich umfassender Ansatz ist, um die beängstigende Komplexität zu bewältigen, die mit der Anlageentscheidungsfindung verbunden ist. Wie Einstein es ausdrückte: «Mache die Dinge so einfach wie möglich – aber nicht einfacher.»

Denjenigen unter Ihnen, die sich gründlich mit diesem Thema befassen möchten, legen wir nicht nur die Ansprache von Munger ans Herz, sondern auch eine relativ neue Studie des CFA Institute mit dem Titel «Facts about Formulaic Value Investing» [Fakten zum formelhaften Wertanlegen], worin U-Wen Kok, Jason Ribando

und Richard Sloan feststellen, dass «es kaum zwingende Belege dafür gibt, dass eine Strategie, mit der man US-Aktien kauft, die im Lichte des Verhältnisses von Eckwerten zum Kurs unterbewertet erscheinen, eine bessere Wertentwicklung der Anlage bedeutet». Darüber hinaus schliessen die Autoren, dass «quantitative Anlagestrategien, die auf diesen Kennzahlen basieren, keinen guten Ersatz für Wertanlagestrategien bilden, die bei der Suche nach unterbewerteten Wertpapieren einen umfassenden Ansatz verfolgen».

Wir fanden im Februar eine weitere interessante Studie von DALBAR, dem bekannten Marktforschungsunternehmen für Finanzdienstleistungen. DALBAR fand heraus, dass das Anlegerverhalten, das sich in Entscheidungen darüber ausdrückt, «wann und wie man wie viel investiert oder wie viel von seinen Anlagen zurücknehmen lässt», sich langfristig wesentlich auf die Rendite auswirkt, die Anleger tatsächlich erzielen. Zum Beispiel erleben Anleger verschiedene Renditen, je nachdem, wann sie ihre Beteiligung an einem Fonds kaufen und wann sie sie verkaufen. Die Berechnung der «Anlegerrendite» durch DALBAR misst die durchschnittlich erzielte Rendite aller Anleger in einem Fonds über einen bestimmten Zeitraum unter Berücksichtigung ihrer Neuanlagen und Rückzüge. Man kann sich das als USD-gewichtete Rendite im Gegensatz zu einer zeitgewichteten Rendite vorstellen. Da viele Anleger sich zu ungünstigen Zeiten durch Gefühle zur Anlage in einem Fonds oder zum Rückzug daraus verleiten lassen, unterscheiden sich diese sogenannten «Anlegerrenditen» von Anleger zu Anleger stark und sind im Durchschnitt unvermeidlich niedriger als die veröffentlichten Realrenditen der US-Investmentfonds, und zwar unabhängig davon, ob sie aktiv oder passiv gemanagt werden.

Da in den letzten 15 Jahren eine erhebliche Verlagerung zugunsten des passiven Anlegens stattfand, entschied sich DALBAR für eine Studie der «Anlegerrenditen» von US-Indexfonds im Vergleich zu den Anlegerrenditen von aktiv gemanagten Fonds in diesem Zeitraum. Das Ergebnis war interessant. Während die Realrenditen von Indexfonds durchschnittlich über diejenigen aktiv gemanagter Fonds lagen, lagen die «Anlegerrenditen» von aktiv gemanagten Fonds im Zeitraum zum 31. Dezember 2016 über denen von Indexfonds. DALBAR schloss daraus, dass längerfristig der historische Wertentwicklungsvorteil passiver Anlagen durch Einflüsse aus dem Verhalten der Marktteilnehmer zunichte gemacht wird. Über Zeiträume von mehr als fünf Jahren erbrachten aktiv gemanagte Fonds Anlegerrenditen, die über denen von Indexfonds lagen. Über Zeiträume unter fünf Jahren lagen Indexfonds vorne.

Als «aktiver» Finanzberater kann man also doch so ziemlich beruhigt sein, wenn man aus irgendeinem Grund über lange Messperioden unter einem Indexfonds bleibt. Wenn man langfristig imstande ist, seine Anleger als Anleger zu halten – wie wir sagen «bei der Stange zu halten» –, dann weisen die DALBAR-Daten darauf hin, dass man seinen Anteilinhabern höchstwahrscheinlich im Vergleich zu der Rendite, die sie unabhängig durch Neuanlage und Rückzug bei einem Indexfonds erhalten hätten, einen Renditevorteil verschaffen konnte.

Wie wir in unserem Jahresschreiben an die Anteilinhaber im Herbst letzten Jahres argumentierten, kann eine Bilanz, die dem Index überlegen ist, insbesondere wenn diese Überlegenheit lange anhält, aufgrund der Zinseszinsrechnung zu Vermögenssteigerungen führen, die stark über den von Indizes erwirtschafteten Vermögenszuwachs hinausgehen. Der Teilfonds International Value (CHF), der grösste Teilfonds bei Tweedy, Browne (etwa 322 Millionen USD), hat seit seiner Auflage vor über zwanzig Jahren eine durchschnittliche Jahresrendite erzielt, die um 314 Basispunkte (3,14 %) über der Rendite des MSCI EAFE Index (gesichert gegen CHF-Schwankungen) und 359 Basispunkte (3,59 %) über demselben ungesicherten Index liegt. Ein Anleger, der zum Zeitpunkt seiner Auflegung bis zum 31. März 2017 die Summe von 10 000 USD in den Teilfonds International Value (CHF) investierte, hätte etwa 39.171 CHF erwirtschaftet, d. h. fast das Doppelte von den 21.314 CHF, die sich aus einer Anlage im gesicherten MSCI EAFE Index (gesichert gegen CHF-Schwankungen) ergeben. Natürlich garantieren Vergangenheitswerte keine zukünftigen Ergebnisse, und ein Anleger kann nicht unmittelbar in einen Index investieren.

Obwohl wir Menschen wie Jack Bogle und Warren Buffett sehr bewundern und vielleicht derselben Ansicht sind, wonach aktives Management in Bezug auf «Realrenditen» für die meisten ein Verlustspiel darstellt, ist es dennoch kein Verlustspiel für alle. In einem kürzlich bei Bloomberg erschienen Interview kam Larry Fink, der Gründer und Vorsitzende von BlackRock, zu einem ähnlichen Ergebnis:

Ich bin wirklich auch der Meinung, dass es beim Anlegen nicht viel anders zugeht als beim Baseball. Sagen wir, es gibt tausend Baseballspieler. Die Mehrheit hat einen Batting Average von 0,250. Es gibt 45 mit einem Batting Average von 0,300 und 10 bis 15, die durchgehend über 0,300 schlagen. Ich glaube nicht, dass das Anlegen sich so stark davon unterscheidet ...

Die Erfolgsbilanzen vieler Anleger, die über die Jahre ausschliesslich dem wertbasierten Ansatz von Benjamin Graham gefolgt sind, belegen diese Aussage. Im Grossen und Ganzen fühlen wir uns wohl, was unsere Beteiligungen, die von uns übernommenen Risiken und die für unsere Anteilsinhaber erwirtschafteten Renditen angeht, und deswegen können wir durchhalten – was vielleicht das Wichtigste ist, wenn man Vermögen aufbauen möchte. Obwohl es im Anlagegeschäft keine Garantien gibt, bleiben wir optimistisch und sind voll mit im Boot, denn wir haben über einer Milliarde USD unseres eigenen Geldes – des Geldes unserer derzeitigen und pensionierten *Managing Directors*, unserer Mitarbeiter und von deren Familien – in Portfolios investiert, die mit denen unserer Anteilsinhaber kombiniert oder ihnen ähnlich sind, darunter über 120 Millionen USD in unseren eigenen Teilfonds.

Umwelt-, soziale und Unternehmensführungsfaktoren

Viele institutionelle Kunden, Anteilsinhaber und Berater fragen sich zunehmend, inwieweit Umwelt-, soziale und Unternehmensführungsfaktoren bei unseren Anlageentscheidungen eine Rolle spielen. Wir nehmen an, dass diese Fragen grossteils inspiriert sind von dem gut gemeinten Wunsch, ethisches und verantwortliches Unternehmensverhalten zu belohnen, und von der gutgläubigen Meinung, dass diese Faktoren langfristig die Wertentwicklung beeinflussen werden.

Natürlich begrüssen wir den Geist der Umwelt-, sozialen und Unternehmensführungsgrundsätze, doch sind wir der Ansicht, dass wir uns primär auf die Erwirtschaftung attraktiver risikobereinigter Renditen für unsere Kunden konzentrieren müssen. Angesichts der Tatsache, dass wir über einen allumfassenden Research-Prozess verfügen, ist gutes wie schlechtes Unternehmensverhalten einer der Vielzahl von Faktoren, die wir überprüfen, wenn wir den inneren Wert und die zukünftigen Aussichten einer möglichen Anlage abzuschätzen versuchen. Insoweit, als sich aufgrund unseres Research herausstellt, dass die Nichteinhaltung von Umwelt-, sozialen oder Unternehmensführungsfaktoren wahrscheinlich das Geschäftsmodell des Unternehmens und damit die zukünftigen Bewertungsaussichten beeinträchtigt, kann diese Beobachtung bestimmend für unsere Entscheidung sein, ob wir das Wertpapier kaufen oder halten.

Wenn auch Umwelt- und soziale Bedenken in unserem Prozess eine relativ geringe Rolle spielen, wirkten sich Unternehmensführungsbedenken über die Jahre gelegentlich erheblich auf unsere Anlageentscheidungen aus. Obwohl wir nicht darauf aus sind, so genannte «aktivistische» Manager zu werden, zögern wir bei Bedarf nicht, die Interessen unserer Anteilsinhaber zu verteidigen. Diese Verteidigung umfasst unter anderem Probleme wie die verantwortliche und kluge Kapitalallokation, die Vergütung der Geschäftsführung, die Zusammensetzung des Verwaltungsrats, Fusionen und Übernahmen sowie Stimmrechtsbeschränkungen.

Prognose

Es kann als ziemlich wahr gelten, dass die Anlage sich auf Vergangenheitswerte bezieht, während die Spekulation vor allem die Zukunft im Blick hat, aber diese Aussage ist bei weitem nicht vollständig. Sowohl das Investment als auch die Spekulation muss den Test der Zukunft bestehen; beide sind ihren Wechselfällen ausgesetzt und unterliegen ihrem Urteil. Aber was bereits über den Analysten und die Zukunft gesagt wurde, gilt genauso für das Konzept des Investments. Für das Investment ist die Zukunft im Wesentlichen etwas, wogegen man sich wappnet, und nicht etwas, wovon man profitiert. Wenn die Zukunft eine Wertsteigerung bringt, umso besser; aber Investment als solches kann nicht in irgendeinem hohen Masse in der Erwartung einer Wertsteigerung begründet sein. Die Spekulation hingegen begründet und rechtfertigt sich richtig – und häufig solide – aus möglichen Entwicklungen, die sich von der Wertentwicklung der Vergangenheit unterscheiden.

- Benjamin Graham, Security Analysis [Wertpapieranalyse]

Wir befinden uns jetzt laut Aktienmarktbeobachtern seit acht Jahren im zweitlängsten Aufschwung der Geschichte. Der S&P 500 Index hat sich seit seinem Tiefpunkt im März 2009 mehr als verdreifacht. Aktienbewertungen in aller Welt, die im Aufschwung vor der US-Wahl bereits hoch waren, sind seitdem grösstenteils weiter gestiegen und scheinen für die Zukunft ein ausserordentlich günstiges Umfeld für die Ertragskraft der Unternehmen einzupreisen. Angesichts der Tatsache, dass Marktindizes (S&P 500, EAFE und World) jetzt bei einem KGV von über 21 notieren, erhalten Anleger zurzeit eine Ertragsrendite von etwa 4,7 % auf den Kurs, den sie marktgerecht zahlen. Im Vergleich erwirtschaftet eine AAA-Anleihe in Form einer 10-Jahres-US-Treasury-Note heute einen Ertrag von etwa 2,3 %, aber dieser Ertrag kann durchaus kurzfristig steigen, da die Federal Reserve die Leitzinsen im Vergleich zu den anomal niedrigen Sätzen der letzten Jahre weiter normalisiert. Auf der Unternehmensseite erwirtschaftet eine mit AAA bewertete 10-Jahres-Anleihe von Johnson & Johnson heute einen Ertrag von etwas über 3 %. Der Unterschied zwischen der heutigen Aktienrendite und den steigenden Erträgen aus risikofreien Anleihen ist nicht die Spanne bzw. «Sicherheitsmarge», die Ben Graham verlockend gefunden hätte, noch lässt sie den Schluss zu, dass die zukünftigen Renditen so hoch sein werden wie die während dieser Hausse erzielten. Wenn sich die Zinsen in den nächsten Jahren wirklich normalisieren und der KGV auf dem heutigen Niveau bleibt, dann wird diese bescheidene Spanne praktisch verschwinden. Wie erklärte es doch Graham in seinem umfänglichen Werk *Security Analysis* [Wertpapieranalyse] vor Jahren: Anleger «kaufen Ertragskraft, die nicht viel höher ist als der Zinssatz für Anleihen, ohne den besonderen Schutz, der durch einen vorrangigen Anspruch besteht».

Die durch die Erwartung staatlicher Massnahmen zur Senkung von Unternehmens- und Einkommenssteuern, Rücknahme von Verordnungen und Steigerung der Infrastrukturausgaben ausgelöste Spekulation über den Anstieg zukünftiger Ertragskraft kann sich durchaus als richtig erweisen, aber es bleibt zurzeit eben nur eine Spekulation. Mit dem Anstieg der Lebensgeister seit der Wahl und dem Aufschwung der Aktienkurse scheint es tatsächlich möglich, dass der Korken aus der Champagnerflasche fliegt. Zum Beweis brauchen wir uns nur den kürzlich erfolgten Börsengang des Unternehmens Snap Inc. (SNAP) anzusehen, des Eigentümers von Snapchat, der populären Social Media-Anwendung. Mit seinem Angebotskurs von 17 USD hatte SNAP einen Wert von 24 Milliarden USD, obwohl das Unternehmen letztes Jahr über 500 Millionen USD verloren hat. Ihren ersten Handelstag schloss die Aktie mit einem Wert je Aktie von 24,48 USD und einem Gesamtwert von mehr als 34 Milliarden USD ab, d. h. mit einer Kurssteigerung um 44 % gegenüber ihrem ursprünglichen Angebotskurs. Natürlich hatten wir ähnliche Bedenken bei der Bewertung von Facebook, als das Unternehmen vor Jahren an die Börse ging, und diese Bedenken haben sich im Nachhinein als ungerechtfertigt erwiesen. Es ist unmöglich, vorher zu wissen, ob SNAP eine ähnliche Erfolgsgeschichte schreiben wird; jedoch wissen wir, dass die Aktie nicht zu unserer kursorientierten Anlagestrategie passt.

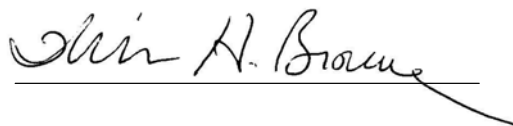
Die Erweckung der Lebensgeister hat jedoch die Jagd nach Schnäppchen schwierig gemacht. Wenn wir heute nach neuen Wertpapieren suchen und dabei Bewertungsmaßstäbe anlegen, die wir für angemessen und zuverlässig halten, finden wir die geringste Anzahl von in Frage kommenden Aktien seit über einem Jahrzehnt, und diejenigen, die uns als quantitativ reizvoll ins Auge fallen, kommen generell aus Branchen mit langfristigen Problemen und hoher Unsicherheit wie Einzelhandel (Amazon-Risiko), börsennotierte Vermögensverwalter, Automobilindustrie-Zulieferer, Wohnungsbau, Fluggesellschaften und Edelmetalle.

Die Argumente zugunsten von Aktien betonen zurzeit unweigerlich die relativen Bewertungen, und es herrscht ein fröhlicher Konsens bezüglich des zukünftigen Wachstums der Unternehmensgewinne. Man hört ständig, Aktien seien im Vergleich zu Anleihen mit niedrigen Erträgen preiswert und der Kauf von Aktien mit irgendeiner Dividendenrendite sei besser als das Horten von Bargeldreserven mit keinem oder geringem Ertrag. Und das trotz der Tatsache, dass bei einer Betrachtung vom Standpunkt des KGV aus Aktien zurzeit mit einem KGV von 21 und Anleihen mit einem KGV von 40 notieren. Das Wort «alternativlos» wird manchmal als Begründung für die Flucht in Aktien verwendet.

Im Gegensatz zu diesem aktuellen Denken in Relationen setzen wir auf eine Strategie absoluter Bewertungen und haben der Versuchung widerstanden, unsere Bewertungskennzahlen im Lichte künstlich niedriger Zinsen aufzublähen, die wir für ein vergängliches und kein dauerhaftes Phänomen halten. Wir sind gerne bereit, auf Gelegenheiten zu warten, statt Wertpapiere zu kaufen, die unserer Ansicht nach keine ausreichende «Sicherheitsmarge» haben. Trotz der beschriebenen Entwicklung scheint sich das Rad in Bezug auf Marktführerschaft, wenn auch sehr langsam, in unsere Richtung zu drehen. In den letzten anderthalb Jahren gab es mehrere volatile Phasen, in denen die Korrelationen zusammenzubrechen begannen und Anleger so nervös wurden, dass eine ungünstige Schlagzeile, eine Gewinnmeldung oder eine Änderung der Attitüde der Aufsichtsbehörde sie verstören konnte. Dadurch konnten wir von Kaufgelegenheiten profitieren und langsam einige unserer Bargeldrücklagen in bestehende Engagements und einige neue Ideen investieren. Ihre Kristallkugel ist zweifellos so gut wie unsere oder besser, aber es ist möglich, dass wir uns angesichts der Bereitschaft der Federal Reserve zu weiteren Erhöhungen der Leitzinsen und zunehmender Erwartungen von Inflation einem Wendepunkt am Markt nähern, der eventuell dazu führt, dass in den kommenden Wochen und Monaten die Volatilität zunimmt; und wenn das zutrifft, dann hoffen wir die Kursgelegenheiten, die sich aus diesen Turbulenzen ergeben, voll ausnutzen zu können. In der Zwischenzeit tröstet es uns, dass die Aktien in unseren Fondsportfolios, wenn sie auch nicht billig sind, zu angesichts ihrer Wertsteigerungsaussichten und Barerträge angemessenen Unternehmensbewertungen notieren. Zudem sind unsere Fondsportfolios grösstenteils gut nach Emission, Branche und Land diversifiziert und halten in der Regel eine solide Portion Bargeldreserven, was es uns ermöglicht, sinnvoll von den unvermeidlichen Schlaglöchern auf dem Weg zu profitieren.

Vielen Dank, dass Sie bei uns investieren und uns weiter Ihr Vertrauen schenken. Wir arbeiten hart dafür, uns Ihr Vertrauen zu verdienen und es auch zu halten, was, wie wir wissen, für unseren beiderseitigen Erfolg entscheidend ist.

Mit freundlichen Grüßen



TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC
Thomas H. Shrager
John D. Spears
Robert Q. Wyckoff, Jr.
Managing Directors

Fussnoten:

Die hier ausgedrückten Ansichten entsprechen der Auffassung von Tweedy, Browne Company LLC mit Stand vom Datum dieses Schreibens und sind nicht als Prognose oder Garantie zukünftiger Ergebnisse gedacht, und Änderungen bleiben vorbehalten.

Dieses Schreiben enthält Auffassungen und Aussagen über Anlagetechniken, die 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.

Derzeitige und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Die Anlage in ausländischen Wertpapieren beinhaltet zusätzliche Risiken, darunter Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Grundsätze der Bilanzierung und Bewertung, unterschiedliche aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen sowie unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in den verschiedenen Ländern. Zudem können die Wertpapiere kleiner, weniger bekannter Unternehmen sich volatiler verhalten als diejenigen 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 sind nicht garantiert, und ein Unternehmen, das zurzeit Dividenden zahlt, kann die Dividenden jederzeit streichen. Diversifikation bedeutet keine Garantie auf Erfolg und schützt nicht vor Verlusten in einem rückläufigen Markt. Bitte lesen Sie im Prospekt des Fonds die Beschreibung der Risikofaktoren nach, die mit Anlagen in Wertpapieren verbunden sind, die von den Teilfonds eventuell gehalten werden.

Auch wenn die von den Teilfonds eingesetzte Praxis der Wechselkurssicherungsgeschäfte das Verlustrisiko aus Wechselkursänderungen verringert, so verringert sie ebenso 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.

Diesen Ausführungen muss ein Prospekt des Tweedy, Browne Value Funds vorhergehen oder beiliegen.