Dies sind schwierige Zeiten für die Seelen der Menschen [Wertanleger].
- Thomas Paine

Nichts, nicht die Wucht der Natur, nicht die Drohung Nordkoreas mit nuklearer Vergeltung, nicht das zunehmend zerstrittene politische Umfeld, nicht die steigende Bedrohung durch den Terrorismus und auch nicht die Aussicht auf koordinierte Geldverknappung seitens der Zentralbanken in den USA, Grossbritannien und Europa, hat bisher die Überzeugung der Anleger in den letzten Quartalen zu erschüttern vermocht. Weltweit setzten die Aktienmärkte ihren Höhenflug fort. All dies zeigt, wie unverwüstlich die inzwischen am zweitlängsten in der modernen Finanzgeschichte anhaltende Hausse ist. Warum sprechen wir also von «schwierigen Zeiten»? Sollten wir nicht einfach feiern? Ganz klar, doch das müssen wir näher erklären.

Zwar haben unsere Teilfonds, wie aus den Ergebnissen des letzten Jahres ersichtlich, in erheblichem Masse von dieser langen Hausse profitiert, dennoch trieb der unnachgiebige Druck der an unseren Kapitalmärkten herrschenden «Vitalität» die Bewertungen am Aktienmarkt auf eine Höhe, die ohne zunehmende Stützung durch Fundamentaldaten kaum auf lange Zeit zu halten ist.

Wie Sie wissen, haben wir in der Vergangenheit öfter angemerkt, dass die Wall Street eine an sich gute Entwicklung häufig so lange verfolgt, bis sie sich zum Schlechten wendet. Tritt dieser Fall ein, dann kann man die Zentralbanken in aller Welt als Komplizen der Wall Street betrachten. Unglücklicherweise hatte ihr langjähriges Experiment mit einer extremen, einige Leute meinen «radikalen», monetären Politik (wie gut es auch immer gemeint war) einige unbeabsichtigte Folgen, die unserer Ansicht nach die Extreme verursachen, die wir in letzter Zeit in unseren Märkten und unserer Politik sehen – Extreme, die die Nachhaltigkeit dieser langen Hausse bedrohen.

Kaum jemand bezweifelt, dass monetäre Anreize direkt nach der Finanzkrise erforderlich waren, «um den Patienten wieder auf die Beine zu bringen», und die Zentralbanken spielten eine entscheidende Rolle bei dieser erfolgreichen Wiederbelebung. Jedoch waren sie danach nicht in der Lage, der sich erholenden Wirtschaft die lindernde Infusion zu entziehen, so dass teilweise überzogene Bewertungen entstanden, die Wirtschaft nur langsam wuchs, die Preisfindung an unseren Kapitalmärkten zunehmend fehlte und die Kapitalallokation gefährdet war. Zudem trug der übermässige monetäre Anreiz mittelbar zur Ungleichheit in Einkommen und Vermögen bei. Dies führte zusammen mit zunehmenden durch die Globalisierung und Technisierung verursachten Störungen zu einem Erstarken des Populismus, das sich in den USA in der Wahl von Präsident Trump manifestierte, und von nationalistischen Bewegungen in Europa, deren wichtigste den bevorstehenden Bruch Grossbritanniens mit der Europäischen Union provoziert hat.

Diese unbeabsichtigten Folgen verbargen sich zumindest bisher hinter starken Renditen aus praktisch allen Anlageklassen und hinter einer noch nie dagewesenen Ruhe an unseren Finanzmärkten, wie sie der VIX (der Chicago Board Options Exchange Volatility Index) gemessen hat. Es ist kein Wunder, dass die Anleger alle Vorsicht vergessen, wenn es darum geht, Risiken einzugehen. Wir raten in aller Bescheidenheit von solchem Verhalten ab.

Brett Ryder schrieb kürzlich in einem Artikel im *Economist*:

> *Selten verbreiteten so viele Anlageklassen – von Aktien über Anleihen und Immobilien bis hin zu Bitcoins – ein solches Gefühl der Unverwundbarkeit (…); selten verlangten Gläubiger so wenige Sicherheiten gegen Kreditausfälle, selbst bei den riskantesten «Junk»-Anleihen. Und selten bewegten sich die Immobilienpreise in aller Welt auf einem so hohen Niveau (…); legt man noch das verrückte Verlangen nach Exotischem wie Kryptowährungen hinzu – dann ist die Welt wirklich umfassend in einer Hausse gefangen.*

Da die kurzfristigen Zinsen immer sich noch nahe Null bewegen bzw. in vielen Ländern der Welt sogar negativ sind, ist Geld sehr billig, wenn nicht sogar im Wesentlichen kostenlos zu haben, und das kann theoretisch zu fast unbegrenzten Bewertungen finanzieller Vermögenswerte führen. Angesichts ihrer aussergewöhnlich niedrigen Renditen wiesen die Zehnjahres-Staatsanleihen mit Stand vom 30. September gegenüber ihrem jeweiligen Jahreszinssatz einen impliziten KGV von 43 (USA), 73 (Grossbritannien), 216 (Deutschland) bzw. 1 667 (Japan) auf. Im Jahr zum 30. September 2017 notierten die Indizes S&P 500, MSCI World und MSCI Europe alle bei einem KGV von über 21, gemessen am Jahresergebnis. Diese Kennzahlen beinhalten eine Gewinnrendite von etwa 5 %. Wenn Sie der Ansicht sind, dass die Zinsen auf Jahre hinaus auf diesem niedrigen Niveau bleiben werden, dann erscheinen diese Bewertungen vermutlich gar nicht so extrem. Wenn Sie jedoch wie wir der Ansicht sind, dass diese niedrigen Zinsen nicht ewig «in Mode bleiben» werden, dann müssen die heutigen Bewertungen als überzogen gelten. Zudem liegt die Kennzahl Shiller Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE) zurzeit bei etwa 31, verglichen mit ihrem historischen Durchschnitt von 17, und Branchenquellen lassen verlauten, dass der «Buffett-Indikator», der das Verhältnis der Aktienmarktkapitalisierung der USA insgesamt zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) misst, zurzeit bei 138 % liegt, d. h. bei fast dem Doppelten seines langfristigen Durchschnitts und schon fast auf seiner Rekordhöhe, die er während der Technologieblase Anfang 2000 erreichte. Aber nicht nur diese Bewertungen sind auf rekordverdächtiger Höhe, sondern auch die «margin debt» (d. h. die Höhe der Schulden, die Anleger bei Brokern zum Kauf

von Wertpapieren aufgenommen haben). Diese lag laut den Daten der NYSE mit Stand vom 30. September 2017 bei 560 Milliarden USD, d. h. mehr als 46 % über ihrem Stand vom Juli 2007, ihrem letzten Spitzenwert vor Beginn der Finanzkrise. Laut dem Washington Service, einem führenden Anbieter von Börsendaten, -nachrichten und -analysen für Insider, ging das Verhältnis von Unternehmen, an denen Insider Beteiligungen übernahmen, zu Unternehmen, bei denen sie ihre Beteiligungen verkauften, im Monat Oktober auf den niedrigsten Wert seit Beginn der Datenerhebungen zum Insiderhandel 1988 zurück.

Wie berichtet wurde, haben Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google (die als FAANG bekannten Unternehmen), die man wohl als die Aushängeschilder dieser langen Hausse bezeichnen kann, seit der Finanzkrise ihre gemeinsame Marktkapitalisierung um fast 2,2 Billionen USD steigern können. (Bitte beachten Sie, dass unser Value Fund (USD), International Value Fund (Euro) und International Fund (CHF) schon lange Anteile an Google halten, das inzwischen Alphabet heisst.) Mit Stand von Ende Oktober notierten diese Unternehmen bei einem auf das Jahresergebnis bezogenen KGV von 35 (Facebook), 280 (Amazon), 19 (Apple), 198 (Netflix) bzw. 31 (Google). Bei Amazon und Netflix benötigt der Anleger zweihundert Jahre, damit er mit den aktuellen Gewinnen seine Anlage in diese Unternehmen wieder hereinholt. Bei der Überlegung, ob solche Bewertungskennzahlen nachhaltig sind, fällt einem Cisco ein, das Vorzeigeunternehmen der technischen, Medien- und Telekommunikationsblase der späten 1990er Jahre. Anfang 2000 wurde Cisco mit einem Spitzen-KGV von 230 zum wertvollsten Unternehmen der Welt. Wir sollten dabei aber nicht unerwähnt lassen, dass in den folgenden zehn Jahren der KGV von Cisco dann jedoch auf etwa 10 fiel, so dass selbst Wertanleger wie wir eine Beteiligung erwerben konnten. Wir halten auch weiterhin Cisco-Aktien in drei der vier Teilfonds, und das KGV des Unternehmens liegt zurzeit bei etwa 16. Die Bewertungen solcher Unternehmen können in schwindelerregende Höhen steigen, aber ihre glänzende technische Zukunft ist auch zutiefst unsicher und der Wandel ist fast garantiert. Wenn die Bewertungen sich kurzfristig völlig losgelöst von den zugrundeliegenden Fundamentaldaten entwickeln, wie das unserer Ansicht nach bei den FAANG wie Amazon und Netflix der Fall ist, dann steigt das Risiko eines möglicherweise dauerhaften Kapitalverlustes sprunghaft an. Wenn diese Loslösung in praktisch allen Anlageklassen vorkommt, werden die Kapitalmärkte dadurch immer brüchiger. Zu Amazon äussern wir uns noch nachstehend.

Während die Kurse der sogenannten FAANG-Aktien sehr schnell angestiegen sind, lässt sich Dasselbe nicht über die Weltwirtschaft als Ganzes sagen. Die wirtschaftliche Erholung seit der Finanzkrise verlief bis vor Kurzem ziemlich stockend. Laut den Daten der Weltbank und des Weltwirtschaftsforums ist das BIP in den USA während der letzten acht bis neun Jahre nur sehr bescheiden – im Durchschnitt um 1 % bis 2 % pro Jahr – angestiegen. Das Gesamtwachstum in Europa verlief in diesem Zeitraum knapp positiv, und das Wachstum in China hat sich gegenüber den hohen Wachstumsraten des Landes vor der Finanzkrise dramatisch verlangsamt. Die Renditen am Aktienmarkt sind seit der Finanzkrise grossenteils auf die Bereitschaft der Anleger zurückzuführen, erheblich höhere Preise pro USD Gewinn zu zahlen, und nicht wirklich auf ein Wachstum dieser Gewinne. Im Gegenteil finden die meisten Unternehmen es zurzeit schwierig, organische Gewinne zu erwirtschaften. Stattdessen erwirtschaften sie ihre Gewinne über Umstrukturierungen, Aktienrückkäufe und eine wachsende Verschmelzungs- und Übernahmetätigkeit. Obwohl die meisten Beobachter inzwischen der Ansicht sind, dass das Wirtschaftswachstum steigt und kurzfristig kaum die Möglichkeit einer weltweiten Rezession besteht, warnen wir vor dieser Selbstzufriedenheit, insbesondere angesichts der Aussichten auf eine koordinierte Geldverknappung seitens der Zentralbanken weltweit.

Eine problematische Nebenwirkung der monetären Grosszügigkeit der Zentralbanken über die letzten Jahre ist das zunehmende Fehlen einer Preisfindung in unseren Anleihe- und Aktienmärkten. Die genaue Bedeutung dieses Problems liegt darin, dass Zinsen, wie wir in unserem letzten Bericht erwähnt haben, im Wesentlichen Preise sind, von denen der Wert von Finanzanlagen unmittelbar oder mittelbar abhängt. Ein Rückgang des Zinssatzes senkt den Abzinsungssatz, der auf zukünftige Zahlungsströme aus einer Anleihe oder einem Aktienwert angewandt wird, und korreliert mit höheren Bewertungen dafür. Ein Anstieg der Zinsen wirkt sich genau umgekehrt aus. Welche Bewertung gibt man dann einem Wertpapier, dessen zukünftige Gewinne um fast Null oder gar um einen Negativzinssatz abgezinst werden? Dafür einen beizulegenden Zeitwert zu finden, kann sich als sehr schwierig erweisen. Und dennoch fliesst das Anlagekapital weiterhin aggressiv in risikoreichere, aber zunehmend renditeschwächere Vermögenswerte. An den Aktienmärkten führte diese Entwicklung zu massiven Zuflüssen neuen Kapitals in preisgünstige passiv verwaltete Indexfonds und ETF, die in den letzten fünf Jahren Neuanlagen in Höhe von über einer Billion USD verzeichneten.

Dieser Geldstrom in passiv verwaltete Produkte wurde grösstenteils ohne weitere Finanzanalyse der Fundamentaldaten auf der Grundlage ihrer anteiligen Marktkapitalisierung unterschiedslos in Indexkomponenten angelegt. Wenn ansonsten keine Unterschiede bestehen, steigen nur aufgrund dieses zunehmenden anteiligen und nicht hinterfragten Geldstroms in viele der grösseren, besser wirtschaftenden Index-Teilnehmer deren Bewertungen noch weiter an, wodurch die Preise vieler der am höchsten bewerteten Unternehmen im Index stetig zulegen. Das geht nur eine gewisse Zeit lang gut.

Laut der Fachzeitschrift *Grant's Interest Rate Observer* vom 5. Mai 2017 gehören «etwa 21 Billionen USD des zurzeit investierten Kapitals (…) wertindifferenten Eigentümern». Dazu zählen Zentralbanken, die Anleihen kaufen, Indexfonds und ETF. Jim Grant warnte bereits mehrfach: «Kurse enthalten Informationen. Verzerrte Kurse enthalten Fehlinformationen.» Ohne eine rationale Preisfindung können Anlageblasen gedeihen und knappe Finanzressourcen wahrscheinlich irrational zugewiesen werden. Wenn der sprichwörtliche schwarze Schwan irgendwann erscheint, fehlt

preisunbewussten Anlegern in Indexfonds und ETF der sich aus Fundamentaldaten ergebende Anker, so dass das Geld aus diesen Anlagen möglicherweise noch schneller abfliesst, als es zugeflossen ist.

Was ergibt sich für Sie als Anleger in unseren Teilfonds aus diesen Überlegungen? Der Meisteranleger in hochrenditefähigen Papieren, Howard Marks, stellte kürzlich fest: «Wir leben in einer renditeschwachen, hochriskanten Welt.» Dem stimmen wir zu. Obwohl wir als Anteilsinhaber über viele Jahre lang in erheblichem Masse von unseren starken Aktienmärkten profitiert haben, hat der unvermeidliche Anstieg der Bewertungen in den letzten Jahren den disziplinierten, preisbewussten Wertanlegern «schwierige Zeiten» beschert. Die uns verfügbaren Gelegenheiten sind dramatisch zusammengeschmolzen. Neue preisgünstige Abschlüsse, die den Grundstein für zukünftige Renditen legen, sind zunehmend schwierig zu finden, und die verbleibenden Bargeldreserven in den einzelnen Teilfonds machen am Ende des Geschäftsjahrs etwa zwischen 8 % und 15 % des Gesamtvermögens der einzelnen Teilfonds aus. Obwohl wir den Rosengarten unserer Anlagen sorgfältig beschnitten haben und die aktuelle Struktur unserer Teilfondsportfolios uns zufriedenstellt, ist das Kurs-Buchwert-Verhältnis für viele, wenn nicht die meisten unserer Portfolioengagements fast erreicht. Falls die Hausse in den kommenden Wochen und Monaten weitergeht, werden wir uns natürlich daran beteiligen, aber wir werden wahrscheinlich unsere Referenzwerte für vollständige Investition nicht erreichen. Wenn unsere Märkte jedoch einen Rückschlag erleiden, was unserer Ansicht nach zunehmend wahrscheinlich ist, dann haben wir trockenes Pulver in Form unserer Bargeldreserven, so dass wir dann hoffentlich einen sinnvollen Vorteil aus günstigen Kursentwicklungen ziehen können. Inzwischen möchten wir unseren Anteilsinhabern zurufen: «Seid vorsichtig da draussen!»

Wertentwicklung

Alle vier Teilfonds haben in den letzten zwölf Monaten finanziell gesehen Fortschritte erzielt, und alle vier sind hinter ihren jeweiligen Vergleichsindizes zurückgeblieben, die zurzeit fast jeden Tag neue Rekorde aufstellen. In den letzten zwölf Monaten erbrachten alle vier Teilfonds zweistellige Renditen, die abzgl. Gebühren von 12,18 % (Global High Dividend Value Fund) bis 16,57 % (Value Fund (USD)) reichten. Diese guten absoluten Renditen wurden trotz der Tatsache erzielt, dass die Teilfonds in den letzten zwölf Monaten Zahlungsmittelrücklagen von durchschnittlich 10,7 % bis 12,4 % hatten.

In Abwesenheit renditefähiger Alternativen bleibt der Enthusiasmus für Aktien ungewöhnlich hoch, die Bewertungen sind aufgeblasen, und preisgünstige Abschlüsse sind weltweit schwierig zu erreichen. Es ist kein Vergnügen, ein Schwarzseher zu sein, und das bisherige Klima war in Bezug auf Aktien sehr solide, aber im bestmöglichen Fall müssen Anleger auf dem gegenwärtigen Kursniveau ihre Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Renditen zurückschrauben.

Nachstehend sehen Sie die Ergebnisse der Teilfonds in verschiedenen Zeiträumen bis einschliesslich 30. September 2017, auch im Vergleich mit ihren jeweiligen Referenzindizes.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

Im Berichtszeitraum zum 30. September 2017			
	Tweedy, Browne Value Fund (USD)* *(in %)*	***MSCI World (in USD)*** *(in %)*	***S&P 500 Index*** *(in %)*
6 Monate	7,44	9,06	7,71
1 Jahr	16,57	18,17	18,61
3 Jahre*	2,50	7,69	10,81
5 Jahre*	6,58	10,99	14,22
10 Jahre*	3,68	4,22	7,44
Seit Auflegung *(31.10.96)**	5,84	6,40	8,29

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Im Berichtszeitraum zum 30. September 2017			
	***Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)**†** *(in)%*	***MSCI EAFE (USD/EUR- kursgesichert)*** *(in %)*	***MSCI EAFE (in USD/EUR)*** *(in %)*
6 Monate	4,38	5,88	1,20
1 Jahr	13,54	18,34	13,22
3 Jahre*	4,74	7,37	7,38
5 Jahre*	7,86	11,68	10,23
10 Jahre*	5,14	2,15	3,23
Seit Auflegung *(31.10.96)**	8,54	5,18	5,09

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Im Berichtszeitraum zum 30. September 2017			
	Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)* *(in %)*	***MSCI EAFE (CHF-kursgesichert)*** *(in %)*	***MSCI EAFE (in CHF)*** *(in %)*
6 Monate	4,13	5,66	8,13
1 Jahr	12,64	17,74	18,88
3 Jahre*	3,41	6,48	5,48
5 Jahre*	6,76	11,06	9,01
10 Jahre*	3,04	1,64	-0,55
Seit Auflegung *(31.10.96)**	6,95	3,96	3,63

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Im Berichtszeitraum zum 30. September 2017			
	Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund* *(in %)*	***MSCI World (EUR-kursgesichert)*** *(in %)*	***MSCI World (in EUR)*** *(in %)*
6 Monate	1,63	5,92	-1,33
1 Jahr	12,18	16,38	12,33
3 Jahre*	4,62	8,00	10,10
5 Jahre*	6,91	11,97	12,88
10 Jahre*	3,85	3,96	6,16
Seit Auflegung *(01.06.07)**	3,57	3,69	5,55

** Die Wertentwicklung wird für Berichtszeiträume von über einem Jahr annualisiert. 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) publizierten «Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen». **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

† Vor dem 17. Mai 2004 lautete der International Value Fund (Euro) 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 der 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.

Der gemischte (USD/EUR-kursgesicherte) MSCI EAFE Index bildet die Wertentwicklung des (USD-kursgesicherten) MSCI EAFE Index für den Zeitraum zum 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des (EUR-kursgesicherten) MSCI EAFE Index für den Zeitraum ab dem 17. Mai 2004 ab – dies aufgrund der Verknüpfung beider Indizes durch Tweedy, Browne. Der gemischte MSCI EAFE Index (in USD/EUR) bildet die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in USD) für den Zeitraum zum 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in EUR) für den Zeitraum ab dem 17. Mai 2004 ab – dies aufgrund der Verknüpfung beider Indizes durch Tweedy, Browne. Das Ergebnis für das Kalenderjahr 2004 bildet die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (USD-kursgesichert) vom 1. Januar 2004 bis zum 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (EUR-kursgesichert) vom 17. Mai 2004 bis zum 31. Dezember 2004 ab.

Die Portfolios unserer Teilfonds

Bitte beachten Sie, dass die Aktien der nachstehend erwähnten einzelnen Unternehmen im Geschäftsjahr zum 30. September 2017 in mindestens einem unserer Teilfonds, aber nicht unbedingt in allen vier Teilfonds gehalten wurden.

Attribution

Wie bereits aus der Einführung in diesen Bericht ersichtlich, entwickelten sich die meisten Länder, Sektoren, Branchen und ihre Komponenten in unseren Teilfondsportfolios in den letzten sechs bis zwölf Monaten im Ganzen sehr gut. Unsere Engagements in die europäischen und Schwellenländer trugen erheblich zur Rendite bei, und zwar grossteils aufgrund einer stark verbesserten Prognose für kurzfristiges Wirtschaftswachstum.

Mit Ausnahme negativer Ergebnisse in mehreren Automobilindustrie-, Medien- und Tabakengagements und einigen wenigen Öl- und Gasbeteiligungen lag das Ergebnis fast aller anderen Sektoren und Branchengruppen in unseren Teilfondsportfolios im Geschäftsjahr eindeutig im positiven Bereich. Am meisten trug eine Reihe unserer Engagements in den Branchen Nahrungsmittel und Getränke, Finanzdienstleistungen, Industrie und Internet-Technologie zum Ergebnis bei,

wobei sich besonders Markenproduktunternehmen wie Diageo, Heineken, Nestlé und Unilever, auf Asien konzentrierte Banken wie DBS Group und HSBC, Industrieunternehmen wie Safran und Teleperformance sowie unsere beiden Suchmaschinenunternehmen, Alphabet (Google) und sein chinesisches Gegenstück Baidu, hervortaten. Der Zeitpunkt unserer Anlage in Baidu war besonders glücklich gewählt, da das Unternehmen kurz nach dem Kauf einen positiven Gewinnbericht herausgab, der die sich verbessernden Aussichten für ihre Suchmaschine bestätigte und die Einrichtung von Kostenkontrollen für neue geschäftliche Initiativen bekräftigte. Dadurch wurde das Anlegervertrauen gestärkt, was wiederum den Kurs ankurbelte. Der Triebwerks- und Ersatzteilhersteller sowie Wartungsspezialist Safran, an dem wir seit mehreren Jahren beteiligt sind, erwirtschaftet mit einer von uns vor Jahren bereits prognostizierten, seine Ertragsfähigkeit steigernden, laufend zunehmenden Anzahl von Triebswerkswartungsaufträgen ein stetiges Wachstum. Ein solides Ergebnis erzielten unter anderem auch unsere Beteiligung am chilenischen Kupferbergbauunternehmen Antofagasta, unsere langjährige Beteiligung am Pharmaunternehmen Novartis, eine unserer in Hongkong getätigten Hotelinvestitionen, die wir teilweise verkauften, und unsere Beteiligung an AGCO, dem Hersteller landwirtschaftlicher Maschinen mit Sitz in den USA.

Enttäuscht waren wir über die kurzfristige Kursentwicklung unserer beiden in Korea ansässigen Automobilhersteller, Hyundai Motor und Kia, deren Aktienkurse aufgrund von Besorgnissen über ihr aktuelles Sortiment (weniger SUV) und Branchenüberkapazitäten sowie längerfristigen Bedenken über die Konkurrenz von Elektroautos nachgaben. Hyundai kann unserer Ansicht nach gar nicht anders, als langfristig von seinem qualitativ hochwertigen Rating, seinen innovativen neuen Angeboten, einschliesslich neuer SUV und Geländewagen, sowie seiner Stärke in den Schwellenländern zu profitieren, so dass sein Aufwärtspotenzial gegenüber den heutigen Bewertungen erheblich ist. Der Teilfonds verkaufte im Berichtszeitraum sein gesamtes Engagement in Kia. Die Aktienkurse von mehreren unserer Medien- und Tabakengagements – darunter Tamedia, der in Grossbritannien ansässige Verleger Daily Mail, Philip Morris International und Imperial Brands – gerieten ebenfalls unter Druck. Zudem erlebte Provident Financial einen erheblichen Rückgang, dies teilweise aufgrund seiner unklugen Versuche, ein bewährtes Geschäftsmodell durch technische Effizienz anzureichern. Da wir mögliche zukünftige Finanzierungslücken befürchteten, verkauften wir unsere verbleibende Beteiligung.

Die Rendite des Global High Dividend Value Fund wurde teilweise durch solide Ergebnisse von Unternehmen wie Michelin, Diageo, Royal Dutch, Novartis und Cisco angetrieben, während die Kurse von GlaxoSmithKline und IBM unter Druck waren. Das Portfolioengagement mit der weitaus besten Wertentwicklung war Berendsen, das in Grossbritannien ansässige Unternehmen für Uniformen und Logistik, welches ziemlich genau am Ende des Berichtszeitraums zum Gegenstand eines Buyout seitens des in Frankreich ansässigen Unternehmens Elis wurde, wobei der Kaufpreis einen etwa 50%igen Aufschlag gegenüber unseren Anschaffungskosten bedeutete.

Die Engagements der Teilfonds in Öl- und Gasunternehmen erzielten in den letzten zwölf Monaten ein zwiespältiges Ergebnis, da die Nachricht über ansteigende Vorräte die Ölpreise absinken liess, was wiederum die Aktienkurse mehrerer Beteiligungen, unter anderem Devon Energy, Halliburton und MRC, beeinträchtigte. Conoco Phillips, Royal Dutch und Phillips 66 erzielten zum Ende des Berichtszeitraums recht positive Ergebnisse, während Total nur leicht zurückging. Wie wir in früheren Schreiben erwähnten, sind wir zwar der Ansicht, dass die Aussichten für unsere Öl- und Gasengagements weiterhin gut sind, gehen jedoch auch davon aus, dass kurzfristig vor dem Hintergrund relativ niedriger Überkapazitäten Kursschwankungen wahrscheinlich sind, denn einerseits herrschen Bedenken angesichts hoher Vorräte und andererseits gibt es Aussichten auf einen Nachfrageanstieg. Wir sind weiterhin der Ansicht, dass angesichts allgemeiner Überlegungen zu Angebot und Nachfrage, der Aussicht auf weitere Zurückhaltung seitens Saudi-Arabien und weiterer Rationalisierungen der Investitionsausgaben durch die Öl-Grossunternehmen die Ölpreise längerfristig steigen werden. In der Zwischenzeit zahlen Unternehmen wie Total und Royal Dutch Shell, an denen wir hauptsächlich beteiligt sind, weiterhin erhebliche Dividenden, die momentan anscheinend sicher sind, so dass wir die Werteinpreisung in ihre Aktienkurse in Ruhe abwarten können. Darüber hinaus sind diese zwei vollständig integrierten Ölunternehmen teilweise durch ihre nachgelagerten Raffinerie- und Chemieunternehmen abgesichert, die von niedrigeren Ölpreisen profitieren. Anfang November stiegen die Ölpreise auf über 60 USD pro Barrel für Rohöl der Sorte Brent, was teilweise auf die weltweit steigende Nachfrage und teilweise auf die relativ niedrigen Überschusskapazitäten, zahlreiche Konflikte, wachsende Zuversicht, dass die OPEC über den März 2018 an der Drosselung ihrer Produktion festhalten wird, und wachsende Kapitaldisziplin seitens der US-Explorations- und Produktionsunternehmen zurückzuführen war.

Noch eine letzte Bemerkung zur Attribution: Wir werden häufig gefragt, warum wir in japanischen Aktien ziemlich stark untergewichtet sind. Wie Sie vermutlich wissen, verfügt Japan über eine erhebliche Gewichtung im MSCI EAFE Index (23 %) und im MSCI World Index (9 %), so dass starke Kursauf- und -abschwünge in Japan sich wesentlich auf

unser relatives Ergebnis auswirken. Der japanische Aktienmarkt hat sich in den letzten Jahren solide entwickelt, und unsere niedrige Gewichtung hat insofern unser relatives Ergebnis beeinträchtigt. Die Untergewichtung ist einfach eine Folge unseres auf Einzelunternehmen fokussierten (Bottom-up-)Ansatzes bei der Aktienauswahl und keine aktive Wette gegen das Land. Japan war bei uns kaum vertreten, als die japanischen Aktienkurse vor einigen Jahren einen Aufschwung erlebten, und insgesamt haben wir aufgrund der Tatsache, dass sich die Bewertungslücke zwischen Japan und der übrigen Welt geschlossen hat, in den letzten Jahren mehr verkauft als gekauft. Zurzeit ist Japan in unseren Teilfondsportfolios mit unter 2 % vertreten. Gelegenheiten, unser Engagement aufzustocken, wurden auf der Grundlage einzelner Unternehmen geprüft, doch beschränkten sie sich zuletzt auf den Zukauf einiger Unternehmen von geringerer Kapitalisierung und Liquidität.

Trotz deren geringfügiger Gewichtung verwenden wir ziemlich viel Zeit auf die Analyse japanischer Unternehmen. Olivier Berlage, einer unserer Senior Analysten, der einen Master von der Universität Tokio hat und fliessend Japanisch spricht, bearbeitet bei uns seit fünfzehn Jahren den Bereich. Er reist häufig nach Ostasien auf der Suche nach preisgünstigen Abschlüssen. Obwohl wir über die japanische Wettbewerbsfähigkeit immer noch begeistert sind, sieht sich das Land einer Reihe makroökonomischer Schwierigkeiten gegenüber, darunter einer alternden Bevölkerung, die bezüglich Anzahl und Produktivität zurückgeht. Japan ächzt auch unter seiner Schuldenlast, die bei 250 % des BIP liegt. Jedoch teilen wir die Hoffnung anderer Anleger, dass die politischen Initiativen von Ministerpräsident Abe zu den stark benötigten Reformen der in Japan stagnierenden Wirtschaft führen. Seien Sie versichert, dass wir auf jeden Fall eine Beteiligung eingehen werden, wenn wir japanische Unternehmen finden, die unsere strengen Bewertungsanforderungen erfüllen und eindeutig ihren Aktionären Respekt zollen (Dividenden, Aktienrückkäufe usw.).

Portfoliotätigkeit

Angesichts des fortgesetzten Kursanstiegs am Markt tätigten die Portfolios im Berichtszeitraum relativ wenige Abschlüsse. Grösstenteils wurde mehr verkauft als gekauft; jedoch engagierten wir uns über den International Value Fund (Euro) in zwei koreanischen Unternehmen mit geringerer Kapitalisierung und über den Value Fund (USD) im in den USA ansässigen Automobilersatzteilhändler AutoZone. Näheres zu AutoZone folgt weiter hinten in diesem Bericht.

Die Positionierung des Portfolios

In Bezug auf die Positionierung des Portfolios bleiben die Teilfonds nach Emissionen, Branchen und Ländern breit gestreut. Obwohl alle vier Teilfonds sich schon seit vielen Jahren zu höheren Kapitalisierungen hin orientieren, bleiben sie Anlageformen für Kapitalisierungen aller Art, und gerade in letzter Zeit haben wir, auf die Kapitalisierung bezogen, uns an mehreren kleineren und mittleren Unternehmen beteiligt. Die Teilfonds konzentrieren sich weiterhin hauptsächlich auf Anlagegelegenheiten in Industrieländern und stärker industrialisierten Schwellenländern. Zu den bedeutenderen Positionen in Schwellenländern gehören Baidu, der koreanische Automobilhersteller Hyundai Motor zusammen mit dem mit ihm verbundenen Ersatzteilhändler Hyundai Mobis, LG Corp, ein koreanischer Mischkonzern, Antofagasta, ein in Chile ansässiges Kupferbergbauunternehmen, Bangkok Bank, eine thailändische Grossbank, und Embotelladora Andina, ein chilenischer Coca-Cola-Abfüller. Zusammen vertreten die Papiere dieser Unternehmen und einige andere geringere Engagements etwa 9 % des Gesamtvermögens des Value Fund (USD), 7 % des International Value Fund (Euro) und 10 % des International Value Fund (CHF).

Alle vier Teilfonds sind relativ stark in Europa engagiert, wo die meisten Marktbeobachter für das kommende Jahr ein robustes Ergebniswachstum sehen. In Finanzmagazinen wird seit Kurzem gebetsmühlenartig wiederholt, europäische Aktien seien attraktiv bewertet; aber unserer Ansicht nach ist das im besten Fall nur relativ wahr. Unserer Analyse nach entspricht die Bewertung europäischer Aktien grösstenteils fast ihrem vollen Wert. Kürzlich betrachteten wir US- und europäische Indizes nur nach dem Kurs-Gewinn-Verhältnis und kamen zum Ergebnis, dass sowohl US-Aktien (gemessen anhand des S&P500) und europäische Aktien (gemessen anhand des MSCI Europe Index[1]) in Bezug auf ihr Jahresergebnis bei etwa 21 notierten. Nur wenn man die Aktienkurse im Verhältnis zum voraussichtlichen Gewinn betrachtet, erscheint Europa im Verhältnis attraktiver. Zum Beispiel notiert der europäische Index, bezogen auf das geschätzte Ergebnis 2017, bei 16 im Vergleich zu 19 für die USA. Absolut gesehen, scheinen uns diese KGV hoch und lassen in uns nicht die Gier erwachen.

---

[1] *Der MSCI Europe Index ist so konzipiert, dass er die Wertentwicklung von Large- und Mid-Cap-Aktien in 15 europäischen Industrieländern nachbildet.*

Unser Fazit: Von der Bewertung aus gesehen sind preisgünstige Abschlüsse kaum in Sicht. Unsere auf quantitativer Basis erstellten Wertfilter ergeben die niedrigste Anzahl sich qualifizierender Wertpapiere seit zehn Jahren. Davon einmal abgesehen sind wir zufrieden mit dem, was die Teilfonds zurzeit halten. Zum Quartalsende hatten die 25 grössten Engagements jedes der vier Teilfonds ein anhand der geschätzten Gewinne von 2017 errechnetes gewichtetes durchschnittliches KGV von zwischen 16.8 (Global High Dividend Value Fund) und 19.7 (International Value Fund (Euro)) und eine gezahlte Dividendenrendite von zwischen 2,7 % (Value Fund (USD)) und 3,7 % (Global High Dividend Value Fund). (*Es ist zu beachten, dass das vorstehend erwähnte Spektrum der gewichteten durchschnittlichen Dividendenrenditen weder der Rendite eines Teilfonds noch seiner Wertentwicklung entspricht. Die Zahlen beziehen sich ausschliesslich auf das Spektrum der gewichteten durchschnittlichen Dividendenrenditen der in den Portfolios der Teilfonds gehaltenen fünfundzwanzig Top-Aktien.)* Die einzelnen Teilfonds verfügten auch zum Quartalsende über Bargeldrücklagen von etwa 8,0 % bis 15 % des Gesamtvermögens der jeweiligen Portfolios. Zur Erinnerung: Bargeldrücklagen sind einfach ein Überbleibsel unseres Anlageprozesses. Sie steigen oder sinken, je nach den Gelegenheiten, die uns an den Aktienmärkten zur Verfügung stehen.

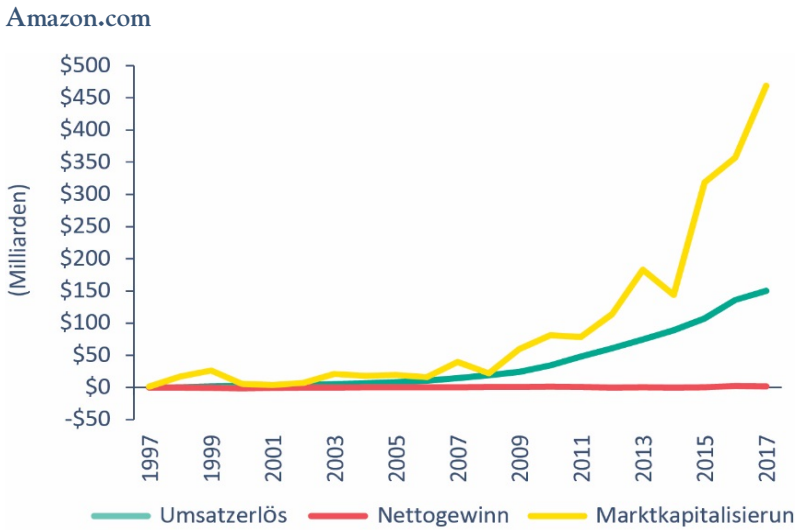
Amazon, der «Feind vor den Toren»

> *Amazon ist, soweit ich das beurteilen kann, eine Wohltätigkeitsorganisation, die von bestimmten Gruppen der Investmentbranche zum Vorteil der Verbraucher geführt wird.*
>
> - Matthew Yglesias

Wir haben in unseren Berichten schon öfter darauf hingewiesen, dass preisgünstige Abschlüsse häufig einem Klima der Angst zu verdanken sind. Man kann sogar sagen, dass preisgünstige Abschlüsse in einem Klima ohne Angst schwer zu erreichen sind. In einer Zeit, in der wichtige Börsenindizes regelmässig ihre eigenen Rekorde noch übertreffen und in der die Volatilität, wie von VIX gemessen, auf einem Rekordtiefststand ist, gibt es keine sicherere Methode, um Anleger in Angst und Schrecken zu versetzen, als «Amazon kommt!» zu rufen. Die Angst hat sich als berechtigt erwiesen. Amazon ist der schrecklichste Wettbewerber, den ein Unternehmen haben kann, weil für Amazon die Erwirtschaftung einer angemessenen Kapitalrendite gegenüber dem Erreichen von Grössenvorteilen, Marktführerschaft und Umsatzwachstum zweitrangig ist. Von Wall-Street-Analysten und Anlegern hat Amazon im Wesentlichen einen Freifahrschein erhalten. Scott Galloway, Professor für Marketing an der Stern School of Business der New York University und Verfasser von *The Four: The Hidden DNA of Amazon, Apple, Facebook, and Google*, erklärt:

> *Erstens hat Amazon im Gegensatz zu anderen Unternehmen seiner Grösse das stillschweigende Grundübereinkommen mit den Finanzmärkten geändert. Das Unternehmen hat die Gewinnerwartung durch die Konzentration auf Zukunftsvisionen und Wachstum ersetzt, d. h. es führt seine Geschäfte, so dass es die Gewinnschwelle erreicht, während Anleger seinen Aktienkurs in die Höhe treiben.*

Seit Amazon 1997 an die Börse ging, erzielten seine Aktien eine kumulative Rendite von 73.585 % bzw. eine durchschnittliche Jahresrendite von 38 % für die Anleger, und zurzeit beläuft sich seine Marktkapitalisierung auf etwas über 500 Milliarden USD, womit es das sechstgrösste Unternehmen der Welt ist. Was seine Ertragsfähigkeit angeht, sieht die Sache ganz anders aus, wie sich der folgenden Grafik entnehmen lässt. Kleine Gewinne bedeuten, dass das Unternehmen nur eine geringfügige Steuerpflicht hat. Galloway weist darauf hin, dass «Wal-Mart seit 2008 Bundesertragssteuern in Höhe von 64 Milliarden USD entrichtet hat, während Amazon nur 1,4 Milliarden USD zahlte». Die Kehrseite ist natürlich, dass fast alles bei Amazon zu ungewöhnlich niedrigen Preisen zu haben ist und dass die Zustellung für Amazon-Prime-Kunden kostenlos ist.



Stand: 24. Oktober 2017

Die Bereitschaft von Amazon zum Verzicht auf Gewinne zugunsten der Vorherrschaft im Einzelhandel ist allgemein bekannt. Ein Anlageberater, die Bespoke Investment Group, hat sogar einen Index «Death By Amazon» [Tod durch Amazon] als Methode entwickelt, um die Leistung von Einzelhändlern zu verfolgen, die vom Aufstieg von Amazon am meisten betroffen sind. Aber Amazon ist nicht mehr einfach nur Einzelhändler. Lina Kahn weist in einer Anmerkung im *Yale Law Journal* mit dem Titel «Amazon's Antitrust Paradox» [das Kartellparadoxon von Amazon] darauf hin, dass Amazon auch «eine Marketingplattform, ein Liefer- und Logistiknetz, ein Zahlungsanbieter, ein Kreditgeber, ein Aktionshaus, ein wichtiger Verlag, ein Produzent von Fernsehserien und Filmen, ein Modeschöpfer, ein Hardware-Hersteller und ein führender Anbieter von Cloud-Speicherplatz und Rechenleistung» ist. Und die Liste wird laufend länger.

Tatsächlich veröffentlichte Morgan Stanley kürzlich einen Bericht mit dem Unheil verkündenden Titel «Which Industries Could Be Safe from Amazon?» [Welche Branchen können sich noch vor Amazon sicher fühlen?], anstatt hervorzuheben, welche Unternehmen [von Amazon] angegriffen werden. Laut der *Washington Post* betrachten so unterschiedliche Unternehmen wie Google, Wal-Mart, Oracle und UPS Amazon alle als ihre grösste Bedrohung.

Verständlicherweise starrt die Presse wie gebannt vor allem auf Branchen, in denen Amazon am Wettbewerb teilnimmt oder vielleicht bald teilnehmen wird. Laut CNBC ist Amazon inzwischen so allgegenwärtig, dass 15 % der Finanzergebnis-Konferenzgespräche der S&P 500 das Unternehmen im zweiten Quartal namentlich erwähnen. Wenn börsennotierte Unternehmen, die gegen Amazon im Wettbewerb stehen, Anzeichen von Umsatzschwäche zeigen, ist es ein Leichtes, einfach zu schreiben, Amazon sei dafür verantwortlich und diese Unternehmen seien dauerhaft bedroht. Wie kann ein Unternehmen seine Ertragsfähigkeit gegen einen Wettbewerber aufrechterhalten, dessen Ergebnis nicht nach dem gleichen Standard bewertet wird? Obwohl wir das Potenzial für langfristige Störungen erkennen, gibt es unserer Ansicht nach einige ausgewählte Möglichkeiten, um die von Amazon erzeugte Angst auszunutzen.

Ein Beispiel ist unsere Beteiligung am Unternehmen AutoZone, Inc., die wir kürzlich für den Value Fund (USD) erwarben. AutoZone ist, am Umsatz gemessen, der grösste Automobilersatzteilhändler im US-Anschlussmarkt. Börsennotierte Unternehmen erlebten in dieser Branche kürzlich einen Abschwung, der die Angst vor dem Verlust von Marktanteilen an Amazon schürt, das hauptsächlich über niedrigere Preise konkurriert. Unserer Ansicht nach sind diese Ängste übertrieben. Der Anschlussmarkt für Automobilersatzteile richtet sich an zwei Kernkundensegmente: die «Heimwerker» («Do-it-yourself» bzw. DIY) und die als Auftragnehmer tätigen («Do-it-for-me» bzw. DIFM) Techniker. Über 50 % der DIY-Einkäufe erfolgen in bar, und der durchschnittliche Einkauf liegt bei etwa 25 USD. Der Bedarf an Ersatzteilen ist normalerweise nicht geplant und tritt plötzlich ein. Wenn ein Kunde ein Auto reparieren muss, um zur Arbeit zu kommen, ist der sofortige Zugriff auf Ersatzteile wichtiger als der Preis. Darüber hinaus ist es schwierig für Amazon, im Hinblick auf Bequemlichkeit (85 % der US-Bevölkerung lebt im Radius von 8 km um eine AutoZone-Filiale herum) oder im Hinblick auf den Bedarf nach einer Werkstatt zum Einbau dieser Ersatzteile zu konkurrieren. DIY-Kunden benötigen häufig, um nicht zu sagen meistens, Hilfe bei der Diagnose des Problems, bei der Suche nach den richtigen Teilen und eventuell auch beim Einbau, wozu auch der Verleih von Werkzeugen zählt (ein erheblicher Teil der von AutoZone verkauften Teile kann von einem im Unternehmen angestellten Ersatzteiltechniker gratis installiert werden). Die Anzahl von Produktretouren ist hoch, weil die Kunden die Art des Problems nicht im Voraus genau identifiziert haben.

Obwohl die Möglichkeit des Verlusts von Marktanteilen bei Kunden besteht, die genau wissen, welches Produkt sie brauchen, und die sich die Wartezeit für einen geringeren Preis leisten, braucht die Mehrheit der DIY-Kunden die Teile und Hilfe sofort. Das Kundensegment DIFM, das den Verkauf und die Lieferung an gewerbliche Werkstätten umfasst, ist unserer Ansicht nach sogar noch stärker geschützt. Verfügbarkeit und Schnelligkeit der Lieferung sind die wichtigsten Punkte. Selbst eine Lieferung innerhalb von zwei Stunden ist nicht ausreichend; die normale Erwartung liegt bei 30 Minuten. Die Werkstatt wählt das Teil aus und gibt den Preis des Teils (plus Aufschlag) an den Endverbraucher weiter. Die Zeit zur Fertigstellung der Reparatur (wie schnell ist die Hebebühne wieder frei für das nächste Fahrzeug) ist wichtiger als das Erzielen des geringsten Preises.

Das Unternehmen AutoZone kann in Bezug auf die Steigerung seines inneren Werts eine fabelhafte Bilanz vorweisen, hat eine hohe Kapitalrendite und hat sein Kapital langfristig intelligent verteilt, so dass seine Aktienanzahl in den letzten zwanzig Jahren um 80 % gesunken ist. Der Anschlussmarkt für Automobilersatzteile bleibt fragmentiert, und der Weg zum zukünftigen Wachstum in dieser Branche ist klar erkennbar. Zum Zeitpunkt des Kaufs notierte AutoZone bei einem KGV von 12 und einem Verhältnis von Unternehmenswert zu EBIT von 9. Jüngst kam es zu einem vergleichbaren Erwerb bei einem Verhältnis von Unternehmenswert zu EBIT von 12. Unserer Ansicht nach zahlten wir etwa 70 % der konservativen Schätzung des Privatmarktwerts.

Zukunftsprognose

Vor einigen Wochen gewann Richard Thaler, der bekannte Wirtschaftswissenschaftler von der University of Chicago, den Nobelpreis in Wirtschaftswissenschaften für seine lebenslange Forschung auf dem Gebiet der Verhaltensökonomik. Thaler trug zusammen mit seinen beiden früheren Kollegen und Mitverfassern Amos Tversky und Daniel Kahneman (die den Nobelpreis 2002 erhielten) dazu bei, die Wirtschaftswissenschaft umzukehren, indem er nachwies, dass Menschen sich tendenziell auf eine Weise verhalten, die im Gegensatz zu der von der traditionellen Wirtschaftstheorie angenommenen Rationalität steht. Er zeigte, dass Menschen sich vielmehr häufig auf vorhersagbar irrationale Weise verhalten und dass sie, wenn man dieses Verhalten erforscht, durch «Anstupsen» (*Nudging*) zu einem rationaleren Verhalten bewogen werden können.

Es ist nicht uninteressant, dass Thaler seine Forschung an der University of Chicago betrieb, der akademischen Heimat legendärer Professoren wie Eugene Fama und Kenneth French, die zur Entwicklung und Verfeinerung der Markteffizienzhypothese beitrugen, die letztlich zu dem Ergebnis kam, dass die Preise an den Kapitalmärkten alle verfügbaren Informationen beinhalten und daher richtig bzw. vollkommen sind. Niemand kann einen Informationsvorsprung erwerben, weil der Preis bereits alle Informationen enthält. Diese Theorie geht natürlich von der Annahme aus, dass der Anleger rationale Entscheidungen trifft. Die Forschungen dieser modernen Portfoliotheoretiker führten schliesslich dazu, dass Indexfonds so populär wurden, und bilden die theoretische Grundlage für das Investieren in mehreren Anlageklassen (*Multi-Asset*) und Stilen (*Multi-Style*), das die Welt der Anlageverwaltung bis heute prägt.

In den 1970er und 1980er Jahren betrat dann eine Fünf-Sigma-Anomalie die Bühne, welche die akademischen Theorien ad absurdum führte, Warren Buffett. Buffett war durch eine aus der Lehre von Benjamin Graham abgeleitete wertorientierte Anlagemethode einer der reichsten Männer der Welt geworden. 1984 führte Buffet anlässlich der Feier zum fünfzigsten Jahrestag des Erscheinens der Abhandlung *Security Analysis* (1934) von Benjamin Graham und David Dodd an der Columbia University eine öffentliche Diskussion mit Michael Jensen, einem Professor der University of Rochester, der ein entschiedener Befürworter der Markteffizienzhypothese war. Jensen vertrat die These, Vermögensverwalter könnten in einer Welt vollkommener Preise keinen Mehrwert erzielen. Buffett vertrat natürlich die Gegenthese und wies aufgrund der über dem Marktdurchschnitt liegenden Bilanz einer Reihe von Vermögensverwaltern und Instituten, die von Graham beeinflusst waren, nach, dass der Markt Wertpapiere fehlbewerten kann und dass diese Fehlbewertungen unter Anwendung von Grahams Theorie des wertorientierten Anlegens ausgenutzt werden können. Buffetts Bemerkungen auf der Jubiläumsfeier bilden die Grundlage für den in *Hermes*, der Zeitschrift der Columbia Business School, unter dem Titel *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville* (1984) erschienenen Artikel.

Eine Reihe von Forschern kam nach und nach aus Fächern wie der Psychologie hinzu, um eine Erklärung der Buffet-Anomalie zu liefern. Universitätsprofessoren wie Richard Thaler, Amos Tversky, Daniel Kahneman, Richard Haugen, Werner De Bondt und Terry O'Dean erhielten Zulauf. Diese Forscher entdeckten, dass die Anleger vielleicht doch nicht so rational sind, wie die moderne Portfoliotheorie annahm. Dass Menschen tatsächlich, wenn sie sich komplizierten Entscheidungen gegenübersehen, Abkürzungen nehmen, die häufig eine tief verwurzelte kognitive Voreingenommenheit widerspiegeln. Diese Erkenntnis bedroht die Theorie der «vollkommenen Preisbildung» moderner Portfoliotheoretiker und

liefert eine Begründung, warum disziplinierte wertorientierte Anleger wie Graham, Buffet und Tweedy, Browne jeweils Fehlbewertungen ausnutzen können.

Fast von Anfang an unterstützten wir diese akademischen Forschungen. Ed Anderson, einer unserer ehemaligen Partner, war bei der Einrichtung eines jährlichen Symposiums in Verhaltensökonomik an der John F. Kennedy School of Government der Harvard University federführend. Sowohl Chris Browne als auch Bob Wyckoff hielten auf diesem Symposium Vorträge oder nahmen an Podiumsdiskussionen teil. Chris Browne widmete sich dem Thema der Irrationalität von Anlegern ausführlich in seiner Ansprache auf dem jährlichen Ben-Graham-Frühstück an der Columbia Business School im Jahr 2000 und in zahlreichen Kapiteln seines Buches *The Little Book of Value Investing.* Einige Studien von Thaler werden auch im Weissbuch von Tweedy, Browne *Funktionierende Anlagemethoden. Studien über aussergewöhnliche Renditen erwirtschaftende Anlagemethoden und Eigenschaften* zitiert, das auf unserer Website www.tweedysicav.com abrufbar ist.

In seinem Interview auf Bloomberg TV am 10. Oktober meinte Thaler auf die Frage, was er über den derzeitigen Aktienmarkt denke, dass er besorgt sei. «Wir scheinen an einem besonders riskanten Moment unseres Lebens angekommen zu sein, und der Aktienmarkt scheint den einfach zu verschlafen. Ich gebe zu, dass ich das nicht verstehe.» Er fuhr fort: «Ich weiss nicht, wie es Ihnen geht, aber ich bin nervös, und es scheint mir, dass Anleger, wenn sie nervös sind, gerne überreagieren.» Verhalten sich die heutigen Anleger einmal mehr *vorhersagbar irrational*, indem sie alle Vorsicht vergessen und Geld in Aktien mit immer weiter ansteigenden Bewertungen pumpen? Es wird sich weisen.

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

November 2017

Quellenangaben:

Ryder, Brett, «Asset Prices are High Across the Board», *The Economist*, 7. Oktober 2017.

Shiller-KGV, www.multpl.com/shiller-pe/.

«Buffett Indicator. Where Are We with Market Valuations? » www.gurufocus.com, 10. November 2017.

Facts and Figures. Margin Loan and Stock Loan data, www.nyxdata.com.

The Washington Service, https://ezinsider.washingtonservice.com.

The World Bank, databank.worldbank.org.

Wright, Andrew, «This is how China's economy has changed in the last 10 years», *World Economic Forum.* www.weforum.org, 22. Juni 2016.

Grant, James, «Portfolio Insurance of the 21st Century», *Grant's Interest Rate Observer*, 5. Mai 2017.

Grant, James, «Meet the Carrefour S.S. Senior Unsecured 13/4s of 2022», *Grant's Interest Rate Observer*, 22. September 2017.

Marks, Howard, «There They Go Again ... Again», *Memos from Howard Marks*. www.OakTreeCapital.com, 26. Juli 2017.

Galloway, Scott, *The Hidden DNA of Amazon, Apple, Facebook and Google*, Penguin Random House, 2017.

Galloway, Scott, «Amazon Takes Over the World», *The Wall Street Journal*. 22. September 2017.

Kahn, Lina M., «Amazon's Antitrust Paradox», *The Yale Law Journal.* Band 126, Januar 2017.

«Which Industries Could Be Safe From Amazon», *Morgan Stanley Research.* 2. August 2017.

Moyer, Liz, «Amazon Obsession. E-Commerce Invader Was Fretted About on 15% of S&P 500 Earnings Calls», www.cnbc.com, 16. August 2017.

Appelbaum, Binyamin, «Nobel in Economics Is Awarded to Richard Thaler», *The New York Times*. 9. Oktober 2017.

Smialek, Jeanna, «Nobel Economist Thaler Says He's Nervous About Stock Market», *Bloomberg Markets*, www.Bloomberg.com, 10. Oktober 2017.

Thompson, Derek, «Why Richard Thaler Deserved the Nobel in Economics», *The Atlantic*, 9. Oktober 2017.

Leubsdorf, Ben, und Gauthier-Villars, David, «Nobel Price in Economics Awarded to American Richard Thaler», *The Wall Street Journal*. 10. Oktober 2017.

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 Index berücksichtigt Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen. 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 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 (USD/EUR-kursgesichert) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, der von der Auflegung zum 16. Mai 2004 zu 100 % USD-kursgesichert war und dessen Nicht-EUR-Engagements seit dem 17. Mai 2004 bis heute zu 100 % EUR-kursgesichert sind. Der Index berücksichtigt Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen. Das Ergebnis des Index schliesst Dividenden ein und ist abzüglich ausländischer Quellensteuern zu verstehen.*
5) *Der MSCI EAFE Index ist ein um den Streubesitz angepasster, nach der Marktkapitalisierung gewichteter Index, der zur Messung der Wertentwicklung der Aktien an den Märkten der Industrieländer ohne die USA und Kanada dient. Der MSCI EAFE Index (in CHF) spiegelt die Rendite des MSCI EAFE Index für einen Schweizer-Franken-Anleger wider. Der MSCI EAFE Index (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.*
6) *Der MSCI World Index ist ein um den Streubesitz angepasster, nach der Marktkapitalisierung gewichteter Index, der zur Messung der Wertentwicklung der Aktien an den Märkten der Industrieländer dient. Der MSCI World Index (in EUR) spiegelt die Rendite des MSCI World Index für einen Euro-Anleger wider. Der MSCI World Index (EUR-kursgesichert) besteht aus den Ergebnissen des MSCI World Index, dessen Nicht-EUR-Engagements zu 100 % EUR-kursgesichert sind und der Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen berücksichtigt.*

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 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. 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.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (bzw. KGV) ist ein Vergleich des Schlusskurses der Aktien eines Unternehmens und von dessen Gewinn je Aktie in den letzten zwölf Monaten davor.

Der Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index («VIX») zeigt die am Markt erwartete Volatilität in den nächsten 30 Tagen an. Der Index wird auf der Grundlage der impliziten Volatilität einer breiten Palette von S&P-500-Indexoptionen berechnet.

Die Kennzahl Shiller Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE; Shiller-KGV) ist eine Bewertungskennzahl aus dem Kurs, geteilt durch den Durchschnitt des inflationsbereinigten Gewinns aus zehn Jahren.

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