

Bericht des Investmentmanagers

Wenn man bei Verstand bleiben kann, während alle anderen den ihren verlieren ...

- Rudyard Kipling

Vergleiche man den Zustand der Finanzmärkte im letzten Jahr mit einer Ehe, dann müsste man zum Urteil kommen, in dieser Beziehung krisle es. So wurde dauerhafter Schaden zwar abgewendet, dennoch gab es viele schwierige Tage. Die Volatilität in den Indizes war aussergewöhnlich, schwer zu verstehen und auch schwer zu verarbeiten. Nehmen wir an, Ihr Ehepartner sei die Bank of America (BAC) (ein Unternehmen, dessen Aktien wir nicht halten), dann wären Sie wahrscheinlich mit Ihrem Latein am Ende, ausserstande, sein Verhalten zu verstehen, obwohl Sie eigentlich viel über seinen persönlichen (finanziellen) Hintergrund wissen. An einer Reihe von Tagen während der letzten Monate betrug die untertägige Spanne zwischen dem Tiefst- und Höchstpreis über 10%. Auch ist dies kein isoliertes Beispiel, wenn man wie wir Wertpapierbörsen in aller Welt betrachtet. Es gibt ähnliche Beispiele von Volatilität bei Aktienkursen einzelner Unternehmen, deren finanzielle Aussichten insgesamt viel weniger Fragen aufwerfen als die der Bank of America. Sollten diese Bemerkungen, nebenbei gesagt, Ihren Appetit auf Volatilität noch nicht gestillt haben, könnten Sie sich immer noch in vorrangigen Schuldtiteln der BAC an den Credit-Default-Märkten engagieren, wo der Mangel an Liquidität zu einem eigentlichen Trampolin-Effekt führt. Wenn wir Ihr oder unser sauer verdientes Geld an irgendeinem Markt investieren, dann selbstverständlich sicher nicht am Credit-Default-Swap-Markt. Wir wissen jedoch, dass es sich hier um einen extrem illiquiden und insofern mit allen entsprechenden Vorbehalten zu betrachtenden Marktplatz handelt, und doch gilt er in der Finanzpresse häufig als Barometer für die Gesundheit eines Unternehmens. Uns scheint dieser Markt mehr ein Ort zu sein, wo sich unter der Woche diejenigen Leute aufhalten, die am Wochenende Las Vegas unsicher machen.

Wertanleger nun werden häufig beschrieben als herzlich gleichgültig oder immun gegenüber der Welt jenseits des Jahresberichts, den sie gerade lesen. Dieser Menschenschlag marschiert schweigend in seine Büros, schliesst die Türe, und kommt zu einem späteren Termin mit seiner nächsten neuen Anlage heraus. Einige Leute sind auch der Ansicht, dass Wertanleger nicht nur von der Welt isoliert leben, sondern auch – um es mit Warren Buffett zu sagen – insofern «die Käufer von Zigarettenkippen-Unternehmen sind», aus denen sich noch ein oder zwei Züge herausholen lassen. Beide dieser Ansichten sind grösstenteils unangemessen, wenn nicht sogar unrichtig. Natürlich ist Grahams einfache Einsicht, dass eine Aktie der Bruchteil einer Beteiligung an einem Unternehmen ist, grundlegend für unsere Tätigkeit. Wir machen uns ständig bewusst, dass hinter jeder Aktie ein Unternehmen steckt und dass der Kurs der Aktie, wenn es dem Unternehmen gut geht, mit der Zeit ansteigen sollte, solange wir nur diszipliniert genug sind, einen attraktiven Einstiegspreis an der Börse abzuwarten. Wie unser Partner, John Spears, häufig sagt: «Wenn man Aktien eines gutgehenden Unternehmens hält, verrichten sie den grössten Teil der Arbeit für einen.» Mit anderen Worten: Wenn man an einem gutgehenden Unternehmen beteiligt ist, hat man die Zeit auf seiner Seite. Sind andererseits die ein Unternehmen betreffenden Variablen unserer Meinung nach zu schwer zu beurteilen und die Konsequenzen einer falschen Entscheidung zu schwierig zu quantifizieren, dann passen wir, was, etwas vereinfacht, erklärt, warum wir nicht in europäische Banken investieren. Die Zahlen indes sind preisgünstig, und wenn sich die Wolken verziehen, haben Sie in den Worten von Peter Lynch einen «echten Hattrick». Für uns

jedoch ist das einfach ein Spiel, bei dem wir nicht mitspielen möchten, aber es illustriert unseres Erachtens, dass die Welt im Allgemeinen durchaus bei unseren Entscheidungen über die Unternehmen, in die wir investieren oder nicht, eine Rolle spielt.

Die Frage ist natürlich, wie und warum die vorstehenden Ausführungen heutzutage überhaupt relevant sind. Es scheint eine weitverbreitete Resignation zu herrschen, Pressemeldungen über die Probleme reissen nicht ab, und überall wird von neuen Problemen gemunkelt. In seiner deprimierenden Art erinnert dies einen an den berühmten Artikel in der *Business Week* 1979, in dem der «Tod der Aktien» postuliert wurde. Auf den Märkten kommt unserer Ansicht nach eine Vielzahl von Faktoren zusammen, die enorme Unsicherheit schaffen und daher die Anleger aufs äusserste Nerven kosten, denn wie jeder andere Mensch auf der Welt können auch die Anleger nicht permanent rational und objektiv sein. Die schwerwiegenderen Probleme sind die makroökonomischen, insbesondere in den USA und Westeuropa, sowie die damit zusammenhängende Unsicherheit. Weiter verschlimmert wird die Lage durch die voraussichtlichen Nebenwirkungen einiger «technischer» Innovationen im Markt, unter anderem des Hochfrequenzhandels («HFT»), der zurzeit über die Hälfte des Handelsvolumens an den US-Märkten ausmacht, und der ETF, die wohl ein weiteres Beispiel dafür sind, wie Wall Street eine gute Idee nicht gerade geschickt umsetzt. Zumindest haben diese Innovationen das Konzept des «kurzfristigen Handels» neu definiert, d.h. der Handel kann nun in Bruchteilen einer Sekunde und häufig gehebelt stattfinden. Für uns ist klar: Diese Entwicklungen müssen die Volatilität geradezu hochschaukeln, während die Leute versuchen, die Richtung des Marktes oder einer Aktie in immer kürzeren Zeitabständen zu erraten. Nimmt man noch die wirtschaftliche Unsicherheit hinzu, so scheint das Ergebnis weniger verwirrend. Wir finden, man sollte sich stets bewusst sein, dass man sich nur dann bewegen muss, wenn der Kurs einen Sinn ergibt, und dass der Markt letztlich eine Waage ist. Wir sind auch der Ansicht, dass diese Innovationen – wenn sich die Nebelschwaden der Unsicherheit erst einmal heben – nicht mehr die treibenden Kräfte der Volatilität sein werden, die sie heutzutage sind.

Natürlich ist es nicht unsere Absicht, diese Probleme zu trivialisieren. Etliche von ihnen sind seit Jahren, wenn nicht seit Jahrzehnten herangewachsen und lassen sich nicht einfach so schnell lösen. Auf die Gefahr hin, zu sehr zu vereinfachen, lässt sich das Problem in gewisser Weise als ein Übermass an Schulden auf staatlicher und privater Ebene beschreiben sowie darauf, wie es gelöst werden wird, während man gleichzeitig versucht, die Versprechen einzuhalten, die man grossen Teilen der Bevölkerung in den Industrieländern in Bezug auf Arbeitsplätze, Renten und Krankenversicherung gemacht hat. In den USA verändert sich durch die Notwendigkeit, die Höhe der Schulden auf persönlicher Ebene zu vermindern, das Verhalten hin zu weniger Verbrauch und höheren Ersparnissen. Wenn auch notwendig, so beeinträchtigt diese Verhaltensänderung unweigerlich das Wirtschaftswachstum in der nächsten Zeit. Im Gegensatz dazu sind die Unternehmen weltweit bei guter Gesundheit. Sie haben seit mehreren Jahren ihre finanzielle Lage stärken können. Eine mögliche Lösung für unsere Probleme ist, dass man die Unternehmen dazu veranlasst, einen Teil der enormen Liquidität zu investieren, die sich in ihren Bilanzen angesammelt hat. Was den Grund für die Probleme angeht, so haben wir kein Interesse daran, uns in Schuldzuweisungen für die gegenwärtige Situation zu ergehen; effektiv sind wir uns selbst über diese Frage nicht ganz einig. Lassen wir es bei dieser Einschätzung bewenden: Der Brei von Problemen ist von so vielen Köchen angerührt worden, dass es fruchtlos ist, die Schuld nur bei einem bestimmten Koch zu suchen.

Der Hoffnungsschimmer in all dem ist die Aussicht eben darauf, dass an den Börsen ein Hoffnungsschimmer aufzuleuchten beginnt. Börsen reagieren unserer Ansicht nach auf Veränderungen an der Marge, und eine Politik, die etwas Vertrauen in die Zukunft schafft, kann Börsen heilsam beeinflussen. Unsicherheit und Vertrauen erzeugen ihre eigenen Zyklen. Verhaltensmässig besteht eine Tendenz bei den Börsenteilnehmern, die gegenwärtigen Umstände überzubetonen und voreilige Schlussfolgerungen zu ziehen. Wir erinnern uns an einen Artikel, der vor einigen Jahren im *Economist* erschien, der die Zahl der Morde an einem besonders schlechten Tag in Los Angeles (nichts gegen L.A.) einfach so weit hochrechnete bis er zum Schluss gelangte, dass irgendeinmal im nächsten Jahrzehnt die letzten zwei Menschen in L.A. zum finalen Pistolenduell antreten würden. Das wäre zwar rein mathematisch korrekt, sofern der Trend unvermindert anhält, logisch aber bestenfalls eine amüsante Übung. Dennoch enthält das Bild unserer Ansicht nach unter den gegenwärtigen Umständen ein Körnchen Wahrheit. Es gibt Momente, in denen Probleme unlösbar erscheinen, und andere, in denen man beinahe meint, sie existierten gar nicht. Aber in beiden Fällen kann die Wirkung einer wahrgenommenen Änderung in der gemeinsamen Prognose in einen relativ kurzen zeitlichen Rahmen passen.

Niemand bestreitet die grundlegenden makroökonomischen Probleme.

1. Das US-Haushaltsproblem, zusammen mit der Überschuldung der Konsumenten, einer langsam wachsenden Konjunktur und der anscheinenden Unfähigkeit der politischen Entscheidungsträger, eine gemeinsame Haltung zur Lösung der Probleme zu finden. Wir sind jedoch nicht der Ansicht, dass nie auch nur etwas gelöst werden wird. Wir sind zwar der festen Überzeugung, dass das Haus inzwischen so wacklig ist, dass man dies nicht mehr ignorieren kann – dennoch halten wir es für möglich und sogar wahrscheinlich, dass daran bis zur nächsten Wahl weiter nur geflickschustert und erst nachher ein echter Lösungsansatz gesucht wird.

2. Die Staatsschuldenkrise in Europa und die Zukunft des Euro. Unseres Erachtens ist eine Lösung, in der Europa enger zusammenrückt, zwingend, ob mit Griechenland oder ohne, und die Suche nach dieser Lösung treibt die Entscheidungsträger Europas weiter an. Europa als eine einzige Wirtschaftsmacht, bestehend aus den wirtschaftlichen Schwergewichten der Region, wird weiterhin einen wichtigen Platz in einer sich rapide ändernden Wirtschaftswelt einnehmen. Ob einem das nun gefällt oder nicht: Die Welt hat sich geändert. Der Weltwirtschaftsgipfel, auf dem entschieden wird, heisst nicht mehr G-7, sondern G-20. Ein Europa, das sich wieder in seine verschiedenen Volkswirtschaften aufspaltet, wäre kaum noch fähig, die wirtschaftlichen Ereignisse zu beeinflussen, und diese Tatsache alleine kann schon zu einer Lösung führen. Darüber hinaus scheinen die an der Lösungsfindung beteiligten Parteien fähig, miteinander zu reden und nach Kompromissen zu suchen, um die Probleme auf den Weg zu einer Lösung zu führen. In der Zwischenzeit versuchen die Börsenhändler ihr Ohr am Boden zu halten und möglichst alle Kommentare aufzufangen, von denen es nur zu viele gibt.

3. Ein drittes, intensiv diskutiertes Problem ist China, wobei nicht so sehr darüber debattiert wird, ob China wächst, sondern wie schnell es weiterwächst, und ob das Wachstum zu irgendeinem Zeitpunkt vom Platzen einer Immobilienblase unterbrochen wird. Diese Diskussion kreist unserer Meinung nach zum grössten Teil um Ihren zeitlichen Horizont. Es scheint fast ausser Frage zu stehen, dass China mit der Zeit wachsen wird, und zwar relativ schnell. Wir haben Schätzungen gelesen, denen zufolge Chinas Mittelklasse in 20 Jahren zweimal die Grösse der US-Bevölkerung erreichen könnte, worin wir

erhebliche wirtschaftliche Möglichkeiten für die global tätigen Unternehmen sehen, deren Aktien wir halten, da die Chinesen weiterhin verstärkt Güter und Leistungen erwerben werden, die für uns nicht mehr so interessant sind. Obendrein müssen die Entscheidungsträger in China anscheinend nicht mit jeder Interessengruppe im Lande verhandeln, bevor sie weiter voranschreiten.

Wir glauben nicht, dass eine längere Diskussion über Börseninnovationen wie den Hochfrequenzhandel («HFT») und den neuesten Schritt der ETF im Kontext dieses Schreibens sehr sinnvoll ist. Diese Entwicklungen haben keinen grossen Einfluss auf unser tägliches Vorgehen, ausser dass sie uns an ein neues Niveau der Volatilität gewöhnen. Teilweise hört man, das HFT habe die Liquidität erhöht und die Spreads verengt (eine gute Sache). Von anderer Seite wird behauptet, das HFT habe die Tiefe der Börsen verringert (eine schlechte Sache) und im schlimmsten Fall die Kosten des Aktienerwerbs für Leute mit kurzfristigem Anlagehorizont erhöht. Das Liquiditäts-Argument ist etwas rätselhaft, weil die Frage sich stellt: Wenn – wie berichtet – die Hochfrequenzhändler über die Hälfte der Menge ausmachen, handeln sie dann nur für sich? Um die Verhältnisse zurechtzurücken: Wir kauften im Oktober 2008 für den Value Fund USD 23'000 3M-Aktien zum Durchschnittskurs von 52.30 USD pro Aktie. Wir können aber die mögliche Auswirkung des HFT auf unsere Kostenbasis nicht quantifizieren. Wir versuchen immer so scharfsichtig und sorgfältig wie möglich zu kaufen, aber unserer Ansicht nach war 3M sehr viel mehr wert als 52 USD pro Aktie. Bei einem ein paar Cent höher oder niedriger gelegenen Kurs hätten wir darüber nicht anders gedacht. Wir sind froh, die Aktie zu ihrem gegenwärtigen Kurs von 78 USD zu halten. Europäische Aufsichtsbehörden schlagen jetzt eine Reihe von Beschränkungen für diese Art von Handel vor, und in der Presse war zu lesen, dass auch die US-Börsenaufsicht ein Argusauge auf diese Art des Handelns hat. Die Diskussion «wird fortgesetzt werden». Was die ETF angeht, so möchten wir Ihnen einen Artikel von Andrew Ross Sorkin empfehlen, der am 10. Oktober 2011 im Wirtschaftsteil der *New York Times* erschien, *Volatility, Thy Name is E.T.F.* [Volatilität, Dein Name ist ETF], und der sich auf die möglichen Auswirkungen der ETF auf die Volatilität bezieht. Um den Artikel zu lesen, bitte diesen Link anklicken (evtl. sind *Benutzername und Passwort erforderlich*): <http://nyti.ms/vhQ8Dr>

Unserer Ansicht nach kann Volatilität zu einem ernsthaften finanziellen Problem werden, wenn man seine Anlagen bis zu einem bestimmten Tag verkaufen muss, um etwa Studiengebühren rechtzeitig bezahlen zu können oder das Geld für die geplante Hochzeit zur Verfügung zu haben. Wir haben Anlegern immer geraten, jegliches Geld, das sie möglicherweise in den nächsten ein bis zwei Jahren für eine wichtige finanzielle Verpflichtung benötigen, beiseitezulegen. Ist der Zeithorizont jedoch länger, bedienen wir uns einer anderen Art von Anlagearithmetik. Erstens akzeptieren wir, dass wir niemals konsequent vorhersagen können, wann die Börsen ihre Richtung ändern. Obendrein fragen wir uns, ob wir, selbst wenn wir überzeugt sind, dass wir es können, wirklich derart überzeugt sind, dass wir auch den nächsten Schritt wagen?

Wir finden, wir müssen uns fragen, wo wir in den nächsten drei bis fünf Jahren sein könnten. Wir neigen nicht dazu, als Ergebnis ein Szenario zu sehen, demzufolge auf der Makro-Ebene nichts gelöst wird und Unternehmensgewinne sowie Cashflows als Fundamente der Börsen daher keine Rolle spielen. Obwohl wir keine naiven Optimisten sind, sehen wir die Welt auch nicht in einem Zustand unaufhaltsamen wirtschaftlichen Niedergangs. Ausserdem sind wir an Unternehmen beteiligt; diese sind anpassungs- und wettbewerbsfähige Organisationen mit enormen finanziellen und Humanressourcen, die ihren Kurs ständig im Verhältnis zu sich verändernden Umständen und Märkten korrigieren können. Daher

konzentrieren wir uns in all diesen Turbulenzen auf den Fortschritt der Unternehmen, von denen wir Aktien halten, während wir konstant nach besseren Gelegenheiten Ausschau halten.

Unsere Denkweise, wie die Anlagearithmetik letztlich zu unseren Gunsten ausschlagen könnte, zeigen wir am Beispiel von Johnson & Johnson, einer Aktie, die wir in dreien unserer vier Teilfonds halten. Unser Vertrauen, dass wir von Unternehmen wie J & J gute Renditen verdienen werden, ist hoch. Unser Vertrauen in unser Vermögen vorherzusagen, wann das geschieht, ist hingegen niedrig.

Günstige Renditenrechnung zugunsten der Anleger

Johnson & Johnson (JNJ)

	1999	2011
Ertrag pro Aktie	1.45 USD	4.96 USD
KGV	32	13
Dividendenrendite	1,2%	3,5%

1999–2011 EPA-Wachstumsrate	=	10,8%
KGV-Schrumpfung 1999–2011	=	59%
Dividendenwachstumsrate 1999–2011	=	12,7%

Gesamtrendite der JNJ-Aktie 1999–	=	5,1%
Gesamtrendite des S&P 500 1999–	=	- 0,4%

1999, also vor zwölf Jahren, notierte J & J bei 46 USD pro Aktie, erbrachte 1.45 USD Gewinn pro Aktie, hatte ein KGV von 32 (am EPA gemessen) und eine Dividendenrendite von 1,2 %. Heute, fast zwölf Jahre später, ist J & J dabei, 4.96 USD pro Aktie zu verdienen bzw. fast dreieinhalb mal so viel wie 1999. In einem für Aktien verlorenen Jahrzehnt – in dem die Technologieblase platzte, Y2K-Krise passierte, die 9/11-Terrorangriffe uns verstörten, die Kriege im Irak und in Afghanistan geführt wurden, die Kredit- und Immobilienblase 2008 platzte und vielleicht die schlimmste Wirtschaftskrise seit der Weltwirtschaftskrise von 1929 ausbrach – war dieses Unternehmen imstande, seinen Gewinn pro Aktie im Durchschnitt um 10,8% pro Jahr zu steigern. Dem Unternehmen ging es in dieser Zeit blendend, aber was war mit seinem Aktienkurs?

1999 besass J & J ein KGV von 32 (am EPA gemessen). Heute notiert es grob gesprochen bei einem KGV von 13. Sein KGV ist seit 1999 steil abgestürzt. Trotz dieses Einbruchs seines KGV erbrachte J & J für seine Aktionäre in den letzten zwölf Jahren eine durchschnittliche Rendite von etwas über 5% pro Jahr. Nimmt man den S&P 500 als Vergleichsindex, so hat dieser für den gleichen Zeitraum nur einen Wert von etwa -0,4% vorzuweisen. Es war also mit Sicherheit kein verlorenes Jahrzehnt für J & J-Anleger. Der Aktienkurs erreichte etwa die Hälfte des Durchschnitts, den der Gewinnsatz des Unternehmens erreichte, und daher erscheint J & J heute als ziemlich attraktiv bewertet.

Welche Prognose lässt sich also für die nächsten etwa fünf Jahre der Wertentwicklung der Aktien von J & J stellen? Das lässt sich nur sehr schwer vorhersagen. Was wir aber wissen, ist, dass die Aktie zurzeit zu einem KGV von 13 gehandelt wird, d. h. einer Ertragsrendite nach Steuern von 7,7%, was sich gegenüber dem Einkommen von festverzinslichen Alternativen sehr günstig ausnimmt. Der 10-Jahres-Schatzbrief wird zurzeit mit einer Vorsteuer-Rendite von etwa 2% gehandelt. Obwohl man die Gewinnrendite von J & J nicht jedes Jahr in die Tasche stecken kann, bildet sie immer noch einen zwingenden grundlegenden Vorteil gegenüber der Rendite von risikofreien Schatzpapieren, ein Vorteil, dessen sich Ben Graham wahrscheinlich bedient hätte. Die derzeitige Bardividende ist von 1,2% im Jahr 1999 auf 3,5% in diesem Jahr gestiegen, d. h. die Dividende ist während des Zeitraums um etwa 12,7% gewachsen. Das KGV von J & J lag während dieses fast zwölfjährigen Zeitraums so um 20, aber heute bei 13. Wenn das gegenwärtige KGV für die Zukunft eingehalten würde, betrüge die Rendite der Anteilsinhaber das Ertragswachstum plus die Dividendenrendite. Steigert das Unternehmen in den nächsten fünf Jahren seine Erträge jährlich um 10% und erhält es eine Dividendenrendite von 3,5% aufrecht, ergibt das eine Gesamtjahresrendite von 13 bis 14%. Senken wir unsere Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Erträge der Gesellschaft in den nächsten fünf Jahren auf eine konservativere Wachstumsrate von 5% und behalten die Dividendenrendite bei, erhält der Anleger immer noch eine Jahresaktienrendite von etwa 8,5%. Selbst unter der Annahme, dass das KGV von J & J in den nächsten fünf Jahren weiter sinkt, sagen wir mal auf 10, und das Ertragswachstum bei einer Dividendenrendite von 3,5% nur bescheidene 5% beträgt, erhält der Anleger immer noch eine durchschnittliche Jahresrendite von 3,4%. Auch hier wieder ist die Einbruchgefahr aufgrund des Leistungsvermögens des Unternehmens und aufgrund ihrer Dividende beschränkt. Falls, wie wir glauben, das wahrscheinlichste Ergebnis eintritt, nämlich ein bescheidener, an ein solides Ertrags- und Dividendenwachstum gekoppelter Anstieg des KGV, dann können wir sehr attraktive zweistellige Aktienrenditen verdienen. Allerdings basiert diese Analyse auf einer Reihe von Annahmen, die möglicherweise nicht funktionieren, sodass die Aktie von J & J aus irgendeinem Grund die Erwartungen nicht erfüllt. Aus diesem Grund diversifizieren wir.

Diese Art des Rechnens funktioniert für uns in einer Vielzahl von Unternehmen, in die wir momentan investieren. Wir können nicht genügend betonen, dass die Robustheit dieser potenziellen Renditenrechnung grösstenteils abhängt von der attraktiven Eintrittspreisgestaltung bei grösseren, stetigeren, qualitativ hochwertigeren und global diversifizierteren Unternehmen wie J & J ist. Wie wir in früheren Schreiben dargelegt haben, handelt es sich hier um Unternehmen, die attraktiv bewertet sind, kaum Schulden haben, eine attraktive Dividendenrendite zahlen und eine Vielzahl von Produkten an eine wachsende Mittelklasse verkaufen, die den Lebensstil anstrebt, den wir im Westen mancherorts für selbstverständlich halten. Noch wichtiger, es handelt sich um die Arten von Unternehmen, welche die finanzielle Stärke besitzen, durch schwere Marktturbulenzen hindurchzusegeln und danach noch grösser und stärker dazustehen.

Performanceergebnisse

Im Folgenden sehen Sie das Anlageergebnis der Tweedy, Browne Value Funds SICAV («Fonds») für das Jahr bis zum 30. September 2011 im Vergleich zu den von uns für massgeblich gehaltenen Indizes. In diesem Bericht legen wir den Bericht des Investmentmanagers für die vier Teilfonds in einem Schreiben vor, das die Einzelheiten der Performance und unsere Stellungnahmen dazu sowie die Abschlüsse sämtlicher Teilfonds enthält.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

*Aufs Jahr bis zum 30. September 2011 berechnete Ergebnisse**

	<i>Tweedy, Browne Value Fund (USD)</i>	<i>MSCI World (in USD)</i>	<i>S&P 500 Index</i>
1 Jahr	-3,90	-4,35	1,14
3 Jahre	2,26	-0,07	1,23
5 Jahre	-0,83	-2,23	-1,18
10 Jahre	2,20	3,71	2,82
Seit Auflegung (31.10.1996)	4,69	3,98	5,07

- Die Performance wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die Performance der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf künftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Performance des Tweedy, Browne Value Fund (USD) entspricht den «Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Fondsp performance», die vom Schweizerischen Anlagendfondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden. **Die Berechnungen der Performance gelten in Bezug auf Anlegeranteile.**

Tweedy, Browne International Value Fund (EUR)

*Aufs Jahr bis zum 30. September 2011 berechnete Ergebnisse**

	<i>Tweedy, Browne International Value Fund (EUR)[†]</i>	<i>MSCI EAFE (abgesichert gegen USD/EUR-Schwankungen)</i>	<i>MSCI EAFE (in USD/EUR)</i>
1 Jahr	-1,87	-10,83	-7,77
3 Jahre	6,28	-3,97	0,39
5 Jahre	1,37	-6,27	-4,56
10 Jahre	6,60	0,80	3,85
Seit Auflegung (31.10.1996)	7,97	2,61	2,59

* Die Performance wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die Performance der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf künftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Performance des Tweedy, Browne International Value Fund (EUR) entspricht den «Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Fondsp performance», die vom Schweizerischen Anlagendfondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden. **Die Berechnungen der Performance gelten in Bezug auf Anlegeranteile.**

† Vor dem 17. Mai 2004 war der Teilfonds auf USD lautend und seine Anlagen wurden gegen USD-Schwankungen abgesichert. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds in EUR geändert und seine Anlagen wurden gegen EUR-Schwankungen abgesichert. Die Performancezahlen bis 30. Juni 2004 basieren bis 17. Mai 2004 auf dem prozentualen Anstieg des USD-Wertes der Anteile und danach auf dem prozentualen Anstieg des EUR-Wertes der Anteile. Dementsprechend stellen die Performancezahlen nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Wertes der Anteile des Teilfonds über den gesamten Betrachtungszeitraum dar.

Zum Performance-Vergleich ist die Entwicklung der gemischten Indizes MSCI EAFE (gegen USD/EUR-Schwankungen abgesichert) und MSCI EAFE (in USD/EUR) im jeweiligen Betrachtungszeitraum aufgeführt. Daher sind der MSCI EAFE-Index (gegen USD-Schwankungen abgesichert) und der MSCI EAFE (in USD) für den Zeitraum vor dem 17. Mai 2004 als Referenzwert am geeignetsten, während für den Zeitraum danach der MSCI EAFE (gegen EUR-Schwankungen abgesichert) und der MSCI EAFE (in EUR) die geeignetsten Referenzwerte darstellen.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

*Aufs Jahr bis zum 30. September 2011 berechnete Ergebnisse**

	<i>Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)</i>	<i>MSCI EAFE (abgesichert gegen CHF- Schwankungen)</i>	<i>MSCI EAFE (in CHF)</i>
1 Jahr	-1,92	-11,75	-15,72
3 Jahre	3,60	-4,24	-7,84
5 Jahre	-1,26	-6,86	-9,14
10 Jahre	4,91	0,11	-0,61
Seit Auflegung (31.10.1996)	6,36	1,16	1,03

* Die Performance wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die Performance der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf künftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Performance des Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) entspricht den «Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Fondsp performance», die vom Schweizerischen Anlagefondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden. **Die Berechnungen der Performance gelten in Bezug auf Anlegeranteile.**

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

*Aufs Jahr bis zum 30. September 2011 berechnete Ergebnisse**

	<i>Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund</i>	<i>MSCI World (abgesichert gegen EUR- Schwankungen)</i>	<i>MSCI World (in EUR)</i>
1 Jahr	1,86	-5,25	-2,67
3 Jahre	2,44	-2,51	1,46
Seit Auflegung (01.06.2007)	-3,03	-8,26	-6,37

* Die Performance wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die Performance der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf künftige Ergebnisse zu. Die Berechnung für die Performance des Teilfonds entspricht den «Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Fondsp performance», die vom Schweizerischen Anlagefondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden. **Die Berechnungen der Performance gelten in Bezug auf Anlegeranteile.**

Die Marktvolatilität liess die Börsenindizes für Aktien im letzten Jahr eine Achterbahnfahrt unternehmen, wobei der MSCI World Index etwa am 17. Februar seinen Spitzenwert von 125.38 erreichte, nur um am 19. August steil (auf 99.58) abzustürzen. Das ist eine Höchst-Tiefst-Spanne von etwa 21%. Genau vor dem Quartalsende erholte sich der MSCI World Index wieder etwas und beendete das Jahr mit einem Minus von 2,67% in Euro. Im Vergleich dazu sank der MSCI EAFE Index, ein Vergleichsindex für Nicht-US-Aktien, im Jahr 2011 um 7,77% in Euro. Obwohl auch drei unserer vier Teilfonds negative Renditen erzielten, was kaum zur Prahlerei Anlass gibt, so finden wir etwas Trost in der Tatsache, dass sie alle um eine erhebliche Spanne besser abschnitten als ihre jeweiligen Vergleichsindizes. Längerfristige Vergleiche (von mehr als einem Jahr) für all unsere Teilfonds schneiden gegenüber den Vergleichsindizes weiterhin ziemlich gut ab.

Wir möchten unsere Anteilsinhaber darauf hinweisen, dass sie beim Vergleich ihrer verschiedenen Anlagerenditen deren unterschiedliches Zustandekommen berücksichtigen sollten. Howard Marks, ein hoch respektierter Anleger, erläutert in seinem kürzlich erschienen und dringend zur Lektüre empfohlenen Buch, *The Most Important Thing. Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*, dieses Problem bildhaft:

Die Aufgabe des Anlegers lässt sich so zusammenfassen: Er nimmt auf intelligente Weise für einen Gewinn ein Risiko auf sich. Der gute Anleger unterscheidet sich von der Masse dadurch, dass er seine Sache gut macht. Grosse Anleger sind diejenigen, die Risiken eingehen, welche im Vergleich mit den von ihnen erzielten Renditen relativ klein sind.

Wir könnten es nicht besser ausdrücken. Wie wir es sehen, können die wirklich grossen Anleger attraktive absolute und ihre Vergleichsindizes schlagende Renditen erwirtschaften, während sie gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit erheblich verringern, dass das Kapital verloren geht. Ihre Erfolgsbilanz reicht häufig über Jahrzehnte zurück und die Renditen sind normalerweise eher defensiv, sodass sie sich in schwierigen Börsenzeiten besser halten als die meisten anderen. Obwohl die meisten sich nicht offen bemühen, ihre Renditenvarianzen zu managen, zeigen ihre Renditen doch ein Volatilitätsniveau, das unter dem der Börsenindizes liegt. Ausserdem wurden sie ohne grosse Mengen von Transaktionen erwirtschaftet, sodass ihre Mandanten keine hohen Steuerrechnungen zu begleichen haben. Solche Faktoren sind es unserer Ansicht nach, welche die Spreu vom Weizen trennen, wenn es um grosse Anlageerfolge geht. In all den Jahren haben wir wirklich unser Bestes getan, Ihr Geld auf diese Weise zu verwalten, und Sie können versichert sein, dass wir unsere Strategie nicht ändern werden.

Ausserdem erlaubt es, wie wir finden, diese Art der Anlagemethode unseren Mandanten, in turbulenten Zeiten mit ihren Papieren noch an der Börse zu verbleiben, was für ihren und unseren langfristigen Erfolg absolut entscheidend ist. Die Aktien nicht verkaufen zu müssen ist nicht nur für den langfristigen Erfolg eines Anlegers wichtig, sondern auch dafür, dass wir Vermögen wirksam verwalten können. Wir können unsere Anlagestrategie nur dann intelligent umsetzen, wenn wir uns in schwierigen Zeiten an der Börse – genau zu dem Zeitpunkt, an dem Aktien preiswert werden – keiner Flut von Rücknahmeaufträgen gegenübersehen. Obwohl wir gelegentlich Rücknahmen bedienen müssen, war der Rücknahmefluss über die Jahre hinweg durchaus vertretbar, was auf einen recht klugen Anteilsinhaberstamm hindeutet, wofür wir sehr dankbar sind.

Die Portfolios unserer Teilfonds

In diesem Kapitel unseres Berichts versuchen wir immer, Ihnen einige Anhaltspunkte zu liefern, warum unsere Renditen im Berichtszeitraum entsprechend ausfielen. Ganz offen gesagt, legen wir keinen grossen Wert auf «Anlagearchäologie» bzw. auf Versuche zu erklären, was die Aktienkurse in einem bestimmten Berichtszeitraum angetrieben hat. In gewisser Hinsicht versucht man damit nur das Unbegreifliche zu erklären, insbesondere in volatilen Zeiten, wie wir sie kürzlich erlebten. Sehr häufig hat in Krisenzeiten die Kursentwicklung der von uns gehaltenen Aktien wenig mit der Entwicklung der ihnen zugrunde liegenden Unternehmen selbst zu tun, sondern ist eher ein Spiegelbild der Ängste der Anleger. Genau das war im letzten Jahr der Fall. Selbst wenn die Aktienkurse sich vorübergehend stabilisieren, bilden die eher zufälligen kurzfristigen Kursbewegungen einzelner Aktien häufig sehr kurzfristige Entwicklungen im Unternehmen ab, die unserer Ansicht nach keinen Einfluss auf dessen längerfristige Aussichten haben. Die Analyse der Renditenallokation wird noch schwieriger, wenn ein Portfolio im Berichtszeitraum wie unsere Portfolios eine Streuung über mindestens dreissig Wertpapiere aufweist. Dessen eingedenk werden wir versuchen, Ihnen eine unseres Erachtens rationalere Beschreibung des Geschehens im Berichtszeitraum und der von uns in Ihrem Namen getroffenen

Portfolioentscheidungen zu liefern, dies immer im Bewusstsein, dass eine detailliertere Analyse wahrscheinlich nicht sinnvoll ist.

Die traditionell eher defensiven Branchen, d. h. Bestände aus den Branchen Lebensmittel und Getränke, Tabak und Gesundheitswesen, hielten sich auf dem Höhepunkt der Börsenvolatilität am besten und erbrachten die höchsten Renditen in den Portfolios unserer Teilfonds. Dazu gehören Unternehmen wie Coca-Cola, Diageo, Unilever, British American Tobacco, Roche und Johnson & Johnson. Die Erträge dieser Unternehmen halten sich in Rezessionen üblicherweise besser, da Konsumenten in der Regel zögern, diese Art von Ausgaben zurückzufahren, was auch in den letzten Monaten der Fall war.

Mit dem Wiedererwachen der Befürchtungen über die Schuldenkrise in Südeuropa und den USA begannen die Aktien der Finanzdienstleister, an denen unsere Teilfonds beteiligt sind, zu schrumpfen, insbesondere eine Reihe von Versicherungsaktien wie Zurich Financial Services, Müncher Rück und Berkshire Hathaway. Ein Leuchtturm in der Finanzbranche ist Provident Financial, das britische Konsumkreditinstitut, dessen Geschäft bis zu einem gewissen Grade von den Makro-Faktoren isoliert ist, welche die Mainstream-Finanzdienstleister betreffen. Das Unternehmen verbuchte auch während des Berichtszeitraums stetig wachsende Ergebnisse, insbesondere in seinem Kreditkartengeschäft. Seine Dividendenrendite von fast 9% war ein weiterer Leistungsträger. Im Gefolge weiterer Prognosen über eine erhebliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums gaben unsere Medienbestände nach, am meisten Axel Springer und Mediaset España. Auch unsere Öl- und Gasaktien, darunter Devon Energy, Total und ENI, schrumpften im Kurs, als der Rohölpreis sank, wiederum beeinflusst von den anscheinenden Aussichten auf eine in naher Zukunft eher langsame Erholung.

Die Massnahmen, die wir in den Portfolios der Teilfonds zuletzt ergriffen haben, verliefen nur stufenweise. In einem pessimistischen, volatilen Umfeld wie diesem findet man manchmal preiswerte Möglichkeiten in grossartigen Unternehmen. Wir versuchen unser Vorgehen sorgfältig abzustimmen, um wirklich einen Vorteil zu erzielen und das Gesamtprofil unserer Portfolios mit unseren verbleibenden Zahlungsmittelrücklagen zu stärken. Das Ausmass unserer Anlagen reicht zurzeit von etwa 82% in unserem International Value Fund (CHF) bis zu 90% in unserem Global High Dividend Value Fund. In den meisten Fällen benötigen wir nur einige wenige Wertpapiere mehr, damit so ziemlich das gesamte Geld investiert ist. Allerdings haben wir auch eine Reihe von Positionen vergrössert und verkleinert und sind im letzten Jahr auch eine Reihe von neuen Engagements eingegangen.

Zum Beispiel kauften wir letztthin eine Beteiligung am britischen Unternehmen Imperial Tobacco, der viertgrössten Tabakgesellschaft der Welt, und haben damit begonnen, eine Position in einer Gesellschaft aufzubauen, die wir früher schon einmal hielten, United Overseas Bank (UOB), eine grosse, wachsende und konservativ geführte Bank in Singapur. Zum Zeitpunkt des Kaufs notierte Imperial Tobacco bei einem KGV 2011 von 11 und hatte eine lange Tradition der Erwirtschaftung eines hohen freien Cashflows mit einer Dividendenrendite von über 4% bei einer konservativen Gewinnausschüttung von 50% und einer durchgehenden jährlichen Dividendenerhöhung in den letzten vierzehn Jahren; selbst während der Rezession schrieb die Firma schwarze Zahlen, und obendrein hat sie in der Vergangenheit immer wieder auf intelligente Weise ihre Aktien zurückgekauft. Von den vier grossen Tabakfirmen ist sie diejenige, die in der Presse am häufigsten als Übernahmekandidatin gehandelt wird; aber das ist nicht der Grund, warum wir sie gekauft haben.

UOB ist eine der drei führenden Geschäfts- und Privatkundenbanken in Singapur, das weithin als eines der Länder mit den stärksten nationalen Bankensystemen der Welt betrachtet wird. Nach fast jedem Standard ist UOB eine konservativ geführte Bank mit starker Finanzlage und ohne die Bilanzprobleme westlicher Banken. Ihre Kapitalrendite beträgt rund 16%, und der Kreditbestand der letzten 10 Jahre beläuft sich auf konservative 7%. Mit einem Verhältnis von Darlehen zu Einlagen von unter 80%, das wesentlich unter dem westlicher Banken liegt, finanziert sie sich selbst, und ihr Verhältnis von Darlehen zu Buchwert (unter Ausschluss von Firmen-/Geschäftswert und immateriellen Vermögenswerten) beträgt 6,5, während diese Kennzahl bei den meisten westlichen Banken bei über 10 liegt. Beim Erstkauf notierten die Aktien etwa bei einem KGV von 10 und hatten eine aktuelle Dividendenrendite von etwa 4% (unter Einschluss von Sonderdividenden). Unserer Ansicht nach würde ein Käufer heute für diese Bank einen KGV von mehr als 14 als Preis für angemessen halten.

Am Ende des dritten Quartals war der Preis von Rohöl gegenüber seinem Hoch Anfang Mai um 30% gesunken, was zu einer erheblichen Korrektur des Kurses von Ölk Aktien beitrug. Wir ergänzten mehrere unserer vorhandenen Bestände, darunter Devon Energy und Total. Daneben hatten wir die Chance, zum KGV 2011 von nur etwa 7,4 einige Aktien von Royal Dutch Shell (RDS) zu kaufen, dem weltweit tätigen Ölgiganten mit einer Dividendenrendite von über 5%. Unseres Erachtens gehört RDS zu den preisgünstigsten Grossproduzenten von Öl und Gas mit einem attraktiven aktuellen und potenziellen Produktionswachstumsprofil. In Bezug auf ihre nachgelagerten Betriebsmittel hat RDS begonnen, ihre Raffinerien zu rationalisieren, was in nicht allzu ferner Zukunft zu einer höheren Gewinnspanne führen dürfte. Während der Rückgang der Rohölpreise zweifellos für die nähere Zukunft eine Abschwächung der Weltkonjunktur andeutet, verengt sich langfristig unserer Ansicht nach die Spanne zwischen Angebot und Nachfrage bei Rohöl und Gas, sodass die Aussichten für unsere Ölk Aktien sich verbessern.

Alle drei Unternehmen haben dauerhafte Geschäftsmodelle und unseres Erachtens nachhaltige Wettbewerbsvorteile; sie sind konservativ finanziert, notieren zu erheblichen Nachlässen gegenüber dem, was ein Käufer bei einem Buyout zahlen würde, und zahlen aktuell eine attraktive Dividende, wobei wir noch auf die korrekte Werterfassung der Aktien warten.

Von unserer Warte aus gesehen werden die Schuldenprobleme, welche die Aufmerksamkeit unserer politischen Entscheidungsträger in den letzten Monaten in Anspruch genommen haben, nicht kurzfristig gelöst werden. Wir haben eine lange Zeit gebraucht, um den Punkt zu erreichen, an dem wir jetzt angelangt sind, und wir werden lange brauchen, um wieder hinauszufinden. Wie bereits zu Anfang dieses Schreibens erwähnt, werden die US-Probleme kaum vor den nächsten Wahlen gelöst werden, und die europäischen Knoten, die weit schwieriger zu entwirren sind, werden voraussichtlich noch mehr Zeit in Anspruch nehmen. Allerdings würden sich positive Strategiewechsel am Rande, die Geschäftsleuten Klarheit verschaffen würden, sehr wahrscheinlich positiv auf unsere Aktienmärkte auswirken. Aber bis dahin werden unsere Märkte voraussichtlich etwas volatil als normal bleiben. In diesem Umfeld ist es von Bedeutung, über Portfolios zu verfügen, die jeglicher Art von aufkommender Turbulenz gewachsen sind, und das ist genau das, was wir versucht haben. Unsere Teilfondsbestände bestehen weiterhin zu einem grossen Teil aus grösseren, weniger konjunkturabhängigen Unternehmen mit nachhaltigeren Nachfrageeigenschaften, die global diversifiziert sind, solide Bilanzen aufweisen, Produkte an eine ehrgeizige und wachsende Mittelklasse verkaufen und eine attraktive Dividendenrendite bezahlen, wobei wir noch auf die korrekte Werterfassung warten. In der Regel sind diese Unternehmen attraktiv gepreist, und der Nachlass beinhaltet eine vorsichtige Vorausschau auf die Zukunft. Wir vertrauen stark darauf, dass sie erheblichen Beeinträchtigungen widerstehen können und

danach nur noch solider und wertvoller sein werden. In Zeiten wie diesen finden wir enormen Halt an den Grundsätzen, die das Fundament unseres Anlageansatzes bilden: eine vorsichtige Bewertungsmethode, eine rigorose Preisdisziplin, die einen erheblichen Nachlass auf unsere Schätzungen des inneren Werts aller Aktien beim Kauf verlangt, eine Konzentration auf nachhaltige Wettbewerbsvorteile, eine Diversifizierung nach Thema, Branche und Land, niedrige Fremdverschuldung, ein langfristiger Anlagehorizont und die Bereitschaft, einen Rest an Barrücklagen zu halten, wenn nicht so viele «Schnäppchen» zur Verfügung stehen. Anhand dieser Grundsätze haben wir unser eigenes Vermögen und das unserer Anteilhaber recht zuverlässig über lange Messzeiträume aufgebaut, und wir bleiben zuversichtlich, dass sie uns auch in Zukunft gute Dienste leisten werden.

Prognose

Jetzt ist es kaum zweieinhalb Jahr her seit der vielleicht schlimmsten finanziellen Implosion seit der Weltwirtschaftskrise, und schon wieder ist die Weltwirtschaft in Krisenstimmung. Die Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass die Erholung sich überall in der Welt verlangsamt, die Inflation in den Schwellenländern ansteigt, und Chinas Dynamik absackt; und die Schuldenkrise in Südeuropa sowie in den USA dominiert wiederum die Schlagzeilen.

Es scheint, als ob wir heute an einem Wendepunkt angekommen sind, was den «Gesellschaftsvertrag» zwischen dem Staat und den Menschen, denen er dient, angeht. Versprechungen wurden gemacht, die kaum gehalten werden können, und die Kapitalmärkte umklammern die Hände von politischen Entscheidungsträgern weltweit. Wie hartnäckige Gerichtsvollzieher verlangen die Märkte jetzt die Bezahlung für die Verschwendung, die in Jahren betrieben wurde.

Die Deregulierung in den letzten Jahrzehnten in der Finanzdienstleistungsindustrie und die technischen Fortschritte haben eine Fülle von innovativen Anlagestrategien und -formen hervorgebracht, die dazu gedacht sind – häufig auf stark gehebelter Basis – kurzfristige Fluktuationen an der Börse auszunutzen, was die tägliche Kursvolatilität an den Aktienmärkten noch weiter schürt. Das Zusammenspiel von zu vielen Schulden, das Fehlen eines kurzfristigen politischen Willens und stark gehebelte Finanzinstrumente haben ein Ausmass an Stress an den Wertpapierbörsen geschaffen, das die Entschlossenheit selbst besonders nervenstarker Anleger auf die Probe stellt. Solange die politischen Entscheidungsträger keinen glaubwürdigen langfristigen Plan zur Aufarbeitung der Probleme formulieren, werden die Wertpapierbörsen voraussichtlich volatil bleiben. Wie wir bereits weiter oben ausführten, ist das Haus inzwischen sehr viel wackliger geworden.

Was können Anleger in der Zwischenzeit tun, um ihr Kapital in einem so volatilen makroökonomischen Umfeld noch intelligent arbeiten zu lassen? Einerseits kann man erst einmal einen Schlusstrich ziehen, sich von der Börse verabschieden, seine Bestände zu Bargeld machen, was einem natürlich praktisch nichts bringt, und auf bessere Zeiten warten. Aber woher weiss man, wann man zurückkehren kann? Man denke an alle die Anleger, die durch die vergleichbare Volatilität 2008 ausgebootet wurden und die zweijährige Erholung seitdem verpasst haben. Wir sind uns durchaus der Tatsache bewusst, dass die Marktvolatilität sich für diejenigen vernichtend auswirken kann, die häufig Zugang zu ihrem Kapital brauchen. Indes können Märkte wie diese für Anleger mit mehr Geduld Goldgruben mit seltenen

Preis Chancen darstellen, die sich über längere Messzeiträume als recht vorteilhaft erweisen dürften. Als Verwalter Ihrer sauer verdienten Ersparnisse ist es unsere Aufgabe zu versuchen, objektiv zu bleiben, um diese Chancen auszunutzen.

Wir hatten kürzlich die Ehre, am Fest zum 95. Geburtstag von Walter Schloss teilzunehmen. Wie viele von Ihnen wissen, arbeitete Walter in den 1950er Jahren mit Benjamin Graham zusammen und ist ein enger Freund von Warren Buffett. Er wurde selbst zum legendären Anleger und führte seine eigene Firma. An einem Abend voll von Toasts und Lobreden auf Walter Schloss sagte es vielleicht Sandy Gottesman, ein anderer grossartiger Anleger und Berkshire-Milliardär, am besten, als er Walter Schloss für einen Charakterzug pries, den er selbst seiner Meinung nach nicht hatte und der Walter Schloss zu einem so grossen Anleger machte, nämlich seinen Optimismus. Bis zu einem gewissen Grad glauben Wertanleger, die selbst in Krisenzeiten Skeptiker sind, generell nicht an den Untergang der Welt. Warren Buffett versucht häufig, uns in Stresszeiten daran zu erinnern. Walter Schloss würde, stünde er heute immer noch an der Spitze seiner Investmentfirma, gegen den Wind angehen und opportunistisch Aktien kaufen. Genauso werden wir uns in den kommenden Wochen und Monaten auch dem Wind entgegenstellen.

Vielen Dank, dass Sie bei uns investieren und uns weiter Ihr Vertrauen schenken.

Mit freundlichen Grüssen

William H. Browne
John D. Spears
Thomas H. Shrager
Robert Q. Wyckoff, Jr.
Geschäftsführende Verwaltungsratsmitglieder

TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC
Investmentmanager des Fonds

2. Dezember 2011