Bericht der Verwaltungsgesellschaft

> *… das Risiko einer Anlage misst sich nicht in Beta (einem Börsenfachbegriff, der die Volatilität ausdrückt und häufig zur Risikomessung dient), sondern in der Wahrscheinlichkeit – der kalkulierten Wahrscheinlichkeit –, mit welcher eine Anlage dazu führt, dass ihr Eigentümer über seine angepeilte Haltefrist hinweg an Kaufkraft verliert. Anlagen können preislich stark schwanken und dennoch nicht riskant sein, solange relativ sicher ist, dass sie am Ende ihrer Haltefrist ein Mehr an Kaufkraft erbringen. Dagegen wird sich im Folgenden zeigen, dass eine preislich nicht schwankende Anlage hoch riskant sein kann.*
>
> **– Warren Buffett,** ***Why Stocks Beat Gold and Bonds [«Warum Aktien Gold und Anleihen schlagen»], Fortune Magazine,*** **27. Februar 2012**

Seit unserem Schreiben Ende Mai haben sich die meisten Aktienindizes in den Industrieländern netto kaum verändert, aber gemessen an den Marktschwankungen war ihr Kursverlauf alles andere als gleichförmig. Viele Börsenindizes in aller Welt verloren zwischen Ende März und Anfang Juni um bis zu 15% bis 20%, nur um dann, wie es schien, der unsicheren Weltlage zu trotzen und wieder auf das Niveau des Frühlings zu steigen. Wäre man gerade von einer sechsmonatigen Expedition zum Südpol zurückgekehrt, hätte man mit Sicherheit das Gefühl gehabt, man habe nicht viel verpasst, und die bisherige Jahresrendite ist wahrscheinlich höher, als es eine oberflächliche Beurteilung der finanziellen Gesundheit der Welt im vorigen Dezember vermuten liess. De facto passierte unserer Ansicht nach, abgesehen von leicht ermutigenden Nachrichten aus den europäischen Hauptstädten, in den letzten Monaten nicht viel, was die unsichere Prognose für die kommenden Monate dramatisch ändern könnte. Die «Weisen» der Wall Street haben die letzten Monate als «traditionelle», sommerliche Erholung gedeutet, wenn wir auch nicht wissen, wie «traditionell» diese Erholungen tatsächlich sind. Merkwürdigerweise haben wir gleichzeitig ein Marktklima, von dem die Fachzeitschrift ***Grant's Interest Rate Observer*** meint, «Sicherheit» sei zur Blase geworden. Kurzfristige Zinssätze (bis zu zwei Jahren) sind in vielen Ländern negativ, d. h. der Kreditgeber zahlt dem Kreditnehmer für das Privileg, dessen Rentenwert halten zu dürfen. Die zehnjährige US-Schatzanleihe, die eine Messlatte für Fremdkapitalkosten darstellt, hat momentan eine Rendite von 1,8%. Das ist keine besonders grossartige Rendite, wenn man den Rentenwert bis zur Fälligkeit hält, ganz abgesehen von Betrachtungen über die Kaufkraft dieses Geldes in zehn Jahren, wenn man es bei Fälligkeit ausbezahlt bekommt. Trotz dieser geringen Renditen fliesst das Geld weiterhin in Staatsanleihen, Geldmarktfonds und viele Rentenfonds. Ein Beweis für diese «Sicherheitsblase» ist auch die vermehrte Ausgabe von Unternehmensanleihen, vermutlich, um von den niedrigen Zinsen zu profitieren. Schliesslich – ein Beispiel für unbeabsichtigte Folgen – konnten Private-Equity-Firmen ihre Ausgabe von Schuldtiteln steigern, um sich selbst und ihren Anlegern hohe Dividenden zu zahlen, die teilweise auf die niedrigen Renditen im übrigen Rentenmarkt zurückzuführen sind. Wir vermuten auch hier stark, dass die Fremdkapitalkosten eine zentrale Motivation für diese Entscheidung darstellen, da Anzeichen für ein robustes makroökonomisches Klima zurzeit kaum zu erkennen sind. Nach dieser Einleitung ist Ihnen sicherlich klar, dass unserer Meinung nach in den Aktienmärkten bessere Gelegenheiten zu erwarten sind.

In Bezug auf das nächste Jahr arbeiten die Marktpropheten wohl alle mit ihren jeweils eigenen Fakten, denn sie sind sich kaum einig. Wir fühlen uns in gewisser Weise an die Diskussion über Steuern und den Staatshaushalt zwischen den beiden US-Präsidentschaftskandidaten vor der Wahl im November erinnert. Gingen die beiden wirklich von den gleichen Daten aus? Natürlich möchten wir Sie hier nicht mit unseren politischen Ansichten

langweilen, und wir möchten auch nicht bei unseren Kommentaren über «Prognosen» selbstgerecht wirken. Wie wir bereits angemerkt haben, ist der Versuch, die «Marktentwicklung» über einen begrenzten Zeitraum hinweg vorherzusagen, unserer Ansicht nach nicht die beste Methode, um die Qualität bestimmter Anlagen zu bewerten. Einfach ausgedrückt, orientieren wir uns an einem anderen Anlagehorizont und gehen von einem anderen Standpunkt aus. Als Anleger sind wir an Unternehmen beteiligt, und wir mögen die produktive, kapitalbildende Art ihres Vermögens. Unsere Aufgabe besteht darin einzuschätzen, wie das betreffende Unternehmen in drei bis fünf Jahren aussieht, und es gegenüber unserer Einschätzung des Firmenwerts mit einem Abschlag zu kaufen. Wenn wir diese Variablen in etwa richtig einschätzen, erzielen wir aller Voraussicht nach langfristig eine sehr gute Rendite.

Was hat sich also von diesem Standpunkt aus seit unserem letzten Schreiben verändert, abgesehen von ein paar zögerlichen Schritten in die richtige Richtung in Europa? Die Antwort lautet: Nicht gerade viel. Auf makroökonomischer Ebene entwickelt sich die US-Konjunktur weiterhin in einem Tempo, das die Arbeitslosigkeit nicht wirklich schrumpfen lässt oder gar Beschäftigungsmöglichkeiten für die jungen Menschen mit Studienabschlüssen und die Arbeitslosen bietet. Die Lösung ist offensichtlich: ein Ende der politischen Blockade und ein Plan bzw. Kompromiss, der die USA auf einen fiskal soliden Kurs bringt. Es gibt kaum Differenzen darüber, dass der derzeitige Kurs der USA so nicht durchgehalten werden kann. Um einen nachhaltigen Kurs einzuschlagen, bedarf es einer erheblichen Zunahme der Anzahl Verhandlungsführer bei gleichzeitiger Abnahme der Anzahl Ideologen. Ein glaubwürdiger Plan hätte höchstwahrscheinlich erhebliche Auswirkungen auf die Konjunktur, da die kritische bisher fehlende Zutat das Vertrauen ist. Die Höhe der Zinsen und Fremdkapitalkosten steht der wirtschaftlichen Tätigkeit nicht im Wege. Positiv ist anzumerken, dass die Unternehmen mikroökonomisch gesehen durchaus gut dastehen. Die Bilanzen sind solide, die Kosten unter Kontrolle und die Unternehmen, die global tätig sind, (von denen wir an vielen beteiligt sind), fahren gut in Märkten, in denen man das von ihnen erwartet. Ausserdem sitzen sie zumeist auf ihren liquiden Mitteln, statt sie zu investieren, was unter den gegebenen Umständen vernünftig ist. Wenn die Politik endlich aufhören würde, mit dem Feuer zu spielen, hätte das auf den Markt unzweifelhaft eine sehr günstige Auswirkung. In Europa ist es diesbezüglich kaum anders als in den USA. Europa sieht sich den gleichen demografischen Problemen bzw. dem gleiche Anspruchsdenken gegenüber, hinzu kommen ein sehr viel rigider geregelter Arbeitsmarkt und die Notwendigkeit der Entwicklung in Richtung einer stärker föderalen politischen Struktur mit der Bankenregulierung als klarem erstem Schritt. Die jüngsten Diskussionen auf politischer Ebene in Europa geben Anlass zur Hoffnung. Eine Gemeinschaftswährung ist ohne weitere staatliche und finanzielle Integration auf die Dauer schwer zu halten, und die Politiker scheinen sich in Trippelschritten auf die weitere Integration zuzubewegen. Am Ende einer wahrscheinlich holprigen Fahrt ist es unserer Ansicht nach falsch, darauf zu wetten, dass die «politische Klasse» die anderen Klassen wirtschaftlich über die Klippe jagt. In der Zwischenzeit möchten wir an den widerstandsfähigsten und finanziell gesündesten Unternehmen beteiligt sein, die wir finden können, solange der Markt die Aktien mit einem Abschlag zum Verkauf stellt.

Wie wir in unseren früheren Berichten schon häufig erwähnt haben, stammen unsere langfristigen Renditen aus Aktien einzelner Unternehmen aus der Wertentwicklung dieser Unternehmen zwischen unserem Abschlagspreis und unserer Einschätzung ihres inneren Werts sowie aus dem zukünftigen Anstieg des Basiswerts der Unternehmen. Angesichts des Anstiegs der Aktienkurse sollte es niemanden überraschen, dass der Abschlag auf diesen Wert sich bei vielen unserer Beteiligungen verringert hat, so dass die zukünftigen Renditen einiger unserer Beteiligungen stärker vom Anstieg des inneren Werts abhängen. Dennoch halten wir zahlreiche Aktien, die gegenüber ihrem inneren Wert mit Abschlag gehandelt werden. Was bedeutet das für unsere Anleger?

Erstens, die Bewertung bestimmt unsere Prognose, und der weltweite Anstieg der Aktienkurse in den letzten sechs Monaten hat uns unsere Aufgabe, neue Beteiligungen zu attraktiven Einstiegskursen zu erwerben, stark erschwert; neue Gelegenheiten ergeben sich weniger häufig. Zweitens haben wir unsere Beteiligungen an Unternehmen, die unserer Einschätzung nach ihren inneren Wert erreicht haben, verringert und gelegentlich ganz verkauft. Dazu gehören viele unserer stetigen Konsumgüterhersteller, unter anderem Nestlé, Heineken, Diageo und Philip Morris International sowie ähnliche Unternehmen, die ausgezeichnete Renditen für uns erwirtschaftet haben. Wir halten etliche dieser Unternehmen weiterhin, da ihre Aussichten auf einen weiteren Anstieg des inneren Werts hoch bleiben, aber einige werden wir verkaufen müssen. Den Erlös aus diesen Teil- und Ganzverkäufen legten wir zum Teil in Industrieunternehmen an, die wirtschaftlich ein wenig empfindlicher sind und die uns preislich entgegenkamen, da Anleger zunehmend die sich abschwächende Weltkonjunktur nicht mehr berücksichtigen. Das verbleibende Geld floss in unsere Bargeldrücklagen. Falls die Kurse an den Aktienmärkten in den nächsten Wochen und Monaten weiter ansteigen, werden sich am Rande unserer Teilfonds wahrscheinlich Bargeldrücklagen aufbauen.

Performance-Ergebnisse

Im Folgenden sehen Sie das Anlageergebnis des Tweedy, Browne Value Funds SICAV («Fonds») für das Geschäftsjahr bis zum 30. September 2012 im Vergleich zu den von uns für massgeblich erachteten Indizes. In diesem Bericht legen wir den Bericht der Verwaltungsgesellschaft für die vier Teilfonds in einem Schreiben vor, das die Einzelheiten der Performance und unsere Stellungnahmen dazu sowie die Jahresabschlüsse sämtlicher Teilfonds enthält.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

Aufs Jahr bis zum 30. September 2012 berechnete Ergebnisse*

	Tweedy, Browne Value Fund (USD)	***MSCI World (in USD)***	***S&P 500 Index***
1 Jahr	20,51%	21,59%	30,20%
3 Jahre	8,55	7,48	13,22
5 Jahre	0,86	-2,15	1,05
10 Jahre	5,51	8,04	8,01
Seit Auflegung (31.10.96)	5,61	5,00	6,49

** 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 Fondsperformance», die vom Schweizerischen Anlagefondsverband (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 2012 berechnete Ergebnisse*

	Tweedy, Browne International Value Fund (EUR)†	*MSCI EAFE (abgesichert gegen USD/EUR-Schwankungen)*	*MSCI EAFE (in USD/EUR)*
1 Jahr	21,25%	12,78%	18,64%
3 Jahre	11,02	0,73	6,56
5 Jahre	2,48	-6,57	-3,32
10 Jahre	9,74	4,49	7,44
Seit Auflegung (31.10.96)	8,76	3,22	3,53

** 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 Fondsperformance», die vom Schweizerischen Anlagefondsverband (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 2012 berechnete Ergebnisse*

	Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)	*MSCI EAFE (abgesichert gegen CHF-Schwankungen)*	*MSCI EAFE (in CHF)*
1 Jahr	17,32%	12,15%	17,70%
3 Jahre	8,54	0,26	-1,20
5 Jahre	-0,56	-6,99	-9,28
10 Jahre	7,71	3,68	3,62
Seit Auflegung (31.10.1996)	7,01	1,82	2,00

** 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 Fondsperformance», 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 2012 berechnete Ergebnisse*

	Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund	*MSCI World (abgesichert gegen EUR-Schwankungen)*	*MSCI World (in EUR)*
1 Jahr	17,60%	20,11%	26,81%
3 Jahre	9,35	6,03	12,15
5 Jahre	0,88	-3,47	-0,16
Seit Auflegung (01.06.2007)	0,54	-3,51	-0,89

** 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 Fondsperformance, die vom Schweizerischen Anlagefondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden.* ***Die Berechnungen der Performance gelten in Bezug auf Anlegeranteile.***

Wir freuen uns, Ihnen mitzuteilen, dass die Wertentwicklung unserer sämtlichen Teilfonds absolut gesehen mit zweistelligen Zuwachsraten übers Jahr sehr zufriedenstellend ausfiel. Die längerfristigen Vergleiche mit den Benchmark-Indizes halten sich weiterhin recht gut: Die vier Teilfonds liegen seit ihrer Auflegung annualisiert und abzgl. Gebühren und Auslagen zwischen 61 und 554 Basispunkten darüber.

In früheren Schreiben haben wir bereits erläutert, dass die Effektivität eines Anlageberaters nicht nur von den Renditen abhängt. Gleichermassen wichtig, wenn nicht sogar wichtiger ist die Art, wie diese Renditen zustandekommen. Unserer Ansicht nach senkt es die Risiken, denen wir das Geld unserer Anteilsinhaber und unser eigenes aussetzen, wenn wir mit hohen Abschlägen gegenüber dem geschätzten inneren Wert kaufen, nach Emission, Branche, Land und Marktkapitalisierung diversifizieren, bei der Einschätzung eines Unternehmens konservativ vorgehen und Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad meiden. Wir stimmen Warren Buffet, dem «Orakel von Omaha», hundertprozentig zu, wenn er sagt, dass die Volatilität, die tägliche Schwankungsbreite am Aktienmarkt, nicht das echte Risiko darstellt. Dennoch verwenden einige unserer Kunden und Finanzberater beim Versuch der Messung des von Anlageberatern beim Einsatz des Geldes ihrer Kunden eingegangenen Risikos statistische Programme. Obwohl wir diesen statistischen Berechnungen wenige, manchmal gar keine Aufmerksamkeit schenken, möchten wir Ihnen zeigen, wie einer unserer Teilfonds, der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro), sich macht, wenn man ihn durch diese Linse betrachtet.

Zum Beispiel besteht eine Masseinheit zur Bewertung der Leistung eines Anlageberaters sozusagen in seiner «Mitnahme» von Kursanstiegen und Kurseinbrüchen. Dabei wird gegenübergestellt, an wie vielen Kursanstiegen ein Anlageberater in der Regel während einer Hausse und an wie vielen Kurseinbrüchen er während einer Baisse beteiligt ist. Beurteilt man die Wertentwicklung unseres Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) anhand dieser Messlatte, war der Teilfonds in den drei Jahren bis zum 30. September 2012 an etwa 93% der Kursanstiege seiner Benchmark (des MSCI EAFE Index (abgesichert gegen EUR-Schwankungen)) während Hausse-Märkten und nur an 65% der Rendite seiner Benchmark während Baisse-Märkten beteiligt. Durch die Begrenzung unserer Verluste während Abschwüngen und der ziemlich hohen Beteiligung an Aufschwüngen konnte der Teilfonds seine Benchmark aufs Jahr berechnet in den letzten zehn

Jahren um rund 500 Basispunkte schlagen. Dieses Ergebnis wurde nicht durch eine von uns gehütete Geheimformel erbracht. Es ist auch kein Ergebnis, das wir statistisch erklären können. Ja, wir wissen nicht einmal, was das nächste Jahr uns bringen wird. Was wir wissen, ist, dass unser Verfahren langfristig über einen Grossteil der Zeit in vielen Märkten funktioniert.

Eine andere von Finanzberatern zur Bewertung der von einem Anlageberater eingegangenen Risiken verwendete Masseinheit ist die «Volatilität» der Rendite bzw. die Abweichung der durchschnittlichen Rendite einer Verwaltungsgesellschaft im Vergleich zur gleichen Zahl ihrer Benchmark. Eine niedrigere Standardabweichung der Rendite im Verhältnis zur Benchmark — d.h. ein kleinerer Unterschied – gilt diesen Beratern als Zeichen, dass der Fonds seine Rendite mit weniger Risiko erwirtschaftet als die Benchmark. Errechnet man diesen Wert, belief sich das Volatilitätsniveau, auf dem die Rendite des Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) in den letzten zehn Jahren erzielt wurde, gegenüber der Benchmark auf 82%. Auch für diesen Wert gilt, was wir oben über den Wert der «Mitnahme» von Kursauf- und -abschwüngen gesagt haben.

Eine weitere von einigen Finanzberatern verwendete Masseinheit ist das «Alpha». Ein hohes «Alpha» über die Benchmark der Verwaltungsgesellschaft hinaus deutet darauf hin, dass die Verwaltungsgesellschaft risikobereinigt eine attraktive Rendite erwirtschaftet. Wiederum erreichte der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) über das letzte Jahr sowie die letzten drei, fünf und zehn Jahre bis zum 30. September 2012 einen hohen «Alpha»-Wert. Es bleibt dabei, dass diese Masseinheiten der Volatilität und des «Alpha» das Risiko als «Abweichung» definieren, und dem stimmen wir nicht zu. Es gilt allerdings, dass unabhängig davon, ob die Wahrnehmung des Risikos in statistischen Berechnungen oder wie bei uns in der grundsätzlichen, von Benjamin Graham definierten Kurs-Wert-Beziehung ruht, der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) mittel- und langfristig Renditen erwirtschaftet hat, die die eingegangenen Risiken mehr als ausgleichen.

Die Portfolios unseres Fonds

Bitte beachten Sie, dass die hier diskutierten Einzelunternehmen Beteiligungen unserer Teilfonds darstellen, aber nicht unbedingt von allen Teilfonds gehalten werden.

Eine oberflächliche Betrachtung der vierundzwanzig Spitzenpositionen der Portfolios unserer Teilfonds könnte zu dem Schluss führen, dass unsere Portfolios von Beteiligungen an Unternehmen im Segment Markenkonsumgüter dominiert werden. Unsere Teilfonds engagieren sich tatsächlich seit einiger Zeit in einem gegenüber den Benchmark-Indizes erheblichem Mass in den Branchen Nahrungsmittel, Getränke und Tabak, und wir profitieren von diesen Unternehmen in einer Umgebung, in der Anleger häufig stetigere Unternehmen mit unterdurchschnittlichem Verschuldungsgrad bevorzugen, die eine attraktive Dividende zahlen. Eine gründlichere Überprüfung der Portfolios unserer Teilfonds würde jedoch eine eher diversifizierte Struktur mit erheblichem Engagement auch in Unternehmen der Branchen Öl und Gas, Gesundheitswesen, Finanzdienstleistungen und Fertigungsindustrie zeigen. Die Beteiligungen im Konsumgüterbereich sind einfach das längerfristige Ergebnis unserer Suche nach unterbewerteten Aktien.

In den letzten zwei Jahren durchliefen die Wertpapiermärkte in hektischer Abfolge Phasen, in denen das Risiko entweder über- oder unterbewertet wurde, in denen Ebbe und Flut im Markt von mehreren Schlagzeilen zu makroökonomischen Risiken bestimmt wurden, wobei unter diesen die südeuropäische Krise besonders

hervorstach. Man kann mutmassen, dass diese Marktbedingungen und die dadurch ausgelöste Häufigkeit des Kaufens und Verkaufens von den Steuerbehörden in aller Welt begrüsst werden, da die meisten Kapitalgewinne kurzfristig anfallen und so der Staat einen höheren Anteil daran einstreicht. Wenn der Risikoappetit sich erhöht und Anleger mehr Selbstvertrauen entwickeln, steigen tendenziell die konjunkturempfindlicheren Aktien, d. h. die Aktien von Finanzdienstleistern sowie Industrie-, Medien und Öl-/Gasunternehmen. Im Gegensatz dazu sorgen in einem Klima der Angst der Anleger vor dem Risiko die stetigeren Aktien der Konsumgüterhersteller für die dringend benötigte Bodenhaftung unserer Teilfonds. Grösstenteils scheute man 2011 das Risiko und unsere Konsumgüteraktien hielten sich besser als die meisten anderen, so dass unsere Teilfonds ihre jeweiligen Benchmarks stark überflügelten. Dagegen erwies sich 2012 bisher als gutes Jahr für die Aktien weltweit. Mit Ausnahme von April und Mai, als sich das südeuropäische Problem verschärfte, waren die Märkte dem Risiko zugeneigt. Während unsere Aktien von Konsumgüterherstellern sich grösstenteils weiterhin überdurchschnittlich entwickelten, erklommen viele unserer konjunkturempfindlichen Aktien übers Jahr hinweg Spitzenpositionen in unserem Portfolio. Dazu zählen bestimmte Bank- und Versicherungsbeteiligungen genauso wie einige unserer Medien- und Industrieengagements.

Über sämtliche Portfolios hinweg erlebten die meisten Aktien in diesem Jahr einen soliden Kursanstieg, so dass wir wie erwähnt unsere Beteiligungen verschlankten bzw. in einigen Fällen verkauften, wenn ihre Kurse auf dem von uns geschätzten inneren Wert gehandelt wurden bzw. gegen diesen Wert tendierten. Dazu gehören unter anderem Unternehmen wie Diageo, Nestle, Philip Morris International, Krone, Henkel, Wal-Mart, Arca Continental und Fraser & Neave. Ein Teil des dafür erlösten Bargelds fand seinen Weg in Unternehmen ausserhalb des Konsumgütersektors, darunter auch Energieunternehmen und Finanzdienstleister, während ein wachsender Anteil, statt jetzt ausgegeben zu werden, auf Kursgelegenheiten wartet. Im Folgenden möchten wir Ihnen in detaillierterer Weise als sonst in diesen Schreiben üblich drei Unternehmen vorstellen, an denen wir momentan eine Beteiligung aufbauen. Damit erhalten Sie eine Vorstellung davon, wo wir im gegenwärtigen Aktienmarkt Möglichkeiten sehen und welche Art von Eigenschaften wir an den Unternehmen schätzen, in denen wir anlegen.

Safran

Wenden wir uns zunächst dem französischen Luft- und Raumfahrtunternehmen Safran zu, das den Grossteil seines Gewinns und seines Werts in der Branche Strahltriebwerke für Passagierflugzeuge erwirtschaftet. Unser Erstkaufpreis entsprach unseres Erachtens einem KGV von etwa 9 (bezogen auf den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 2012) sowie einem sehr viel geringeren KGV (bezogen auf den voraussichtlichen EBITDA von 2013 und 2014).

Die Branche Strahltriebwerke für Passagierflugzeuge ist ein Oligopol mit hohen Markteintrittsschwellen, stabilen Marktanteilen und langen Produktzyklen. Das Triebwerk, dessen Verkauf den Grossteil des Motorengeschäfts von Safran ausmacht, heisst CFM56 und wird in einem den beiden Partnern je zur Hälfte gehörenden Gemeinschaftsunternehmen mit General Electric namens CFMI produziert. CFM56 hat einen dominanten Marktanteil auf dem Markt für Schmalrumpfflugzeuge, d.h. einen 100%igen Markanteil bei der Boeing 737 und einen 50%igen Marktanteil beim Airbus A320, für dessen Triebwerke Safran im Wettbewerb mit einem von Pratt & Whitney beherrschten Konsortium namens IAE steht. Sowohl der Airbus A320 als auch die Boeing 737 haben umfangreiche Aufträge zu verarbeiten, die zu erheblichen Lieferungen in den nächsten Jahren führen sollten. Darüber hinaus hat CFMI (Safran) seinen Status als einziger Lieferant für die neue Version der Boeing 737 (737 Max) und als einer von zwei Lieferanten für den Airbus A320 (A320 Neo)

gehalten, sodass CFMI seinen beherrschenden Marktanteil bei Schmalrumpfflugzeugen bis weit in die 2020er Jahre behaupten wird.

Das Geschäftsmodell bei Flugzeugtriebwerken entspricht dem Prototyp «Rasierer/Rasierklingen», d. h. die Triebwerke werden in etwa zu den Herstellungskosten verkauft, während die Ersatzteile hohe Gewinnspannen haben (60%) und so das «richtige» Geld einfahren, weil die Fluglinien dabei effektiv von den Original Equipment Manufacturers (OEM; Erstausrüstern) abhängen, so dass Safran im Wesentlichen die Preise bestimmen kann. Generische Ersatzteile (PMA) machen nur etwa 3% des Marktes aus und kommen aus verschiedenen Gründen kaum auf mehr Marktanteil; zu erwähnen wären da der teure und zeitraubende Zertifizierungsprozess, die Vorliebe von Leasinggesellschaften für OEM-Teile, die den Restwert nicht stärker erhalten, die Angst der Fluggesellschaften vor einem Verfall ihres Rufs (falls ein Triebwerk, das mit PMA-Teilen bestückt ist, versagt) und die Tatsache, dass sich zunehmend Verträge durchsetzen, denen zufolge der OEM auch die Instandhaltung übernimmt – berechnet nach Flugstunden und ohne zusätzliche Bezahlung (sogenannte «Power By The Hour»-Verträge). Daher garantiert jedes verkaufte Triebwerk mit grosser Wahrscheinlichkeit einen langfristigen Erlös aus den Ersatzteilen für den OEM. Jedes Triebwerk wird über seine Nutzungsdauer hinweg mindestens drei- bis fünfmal zur Instandhaltung in die Werkstatt gebracht, und obwohl der genaue Zeitpunkt des Werkstattaufenthalts unbestimmt ist, besteht eine hohe Transparenz und Stabilität über eine Mehrjahresfrist.

Unsere Studien legen nahe, dass die Erlöse aus den Ersatzteilen des CFM56 in den nächsten drei bis fünf Jahren wesentlich ansteigen werden aufgrund von vermehrten Werkstattaufenthalten, Preiserhöhungen, Vorteilen aus Verschiebungen im Absatzmix und einer Aufarbeitung von Rückständen bei der Instandhaltung.

***Werkstattaufenthalte*:** Im Durchschnitt bleibt ein Flugzeugtriebwerk acht bis neun Jahre im Einsatz, bevor es zur Überholung in die Werkstatt kommt. Das heisst, die aktuellen Werkstattaufenthalte von Triebwerken werden grossteils von Lieferungen in den Jahren 2004 und 1996 bestimmt, die beide ausgesprochen schlechte Jahre für die Auslieferung des Typs CFM56 waren. Allerdings stiegen die Triebwerksauslieferungen von 1996 bis 2000 und 2004 bis 2008 um jeweils über 100% und 70% an, so dass die Werkstattaufenthalte in den nächsten drei bis fünf Jahren wohl zunehmen werden. Erwähnenswert ist auch, dass mit Stand vom Dezember 2011 etwa 9'500 der circa 18'000 Triebwerke im aktiven Einsatz noch nie in der Werkstatt waren.

***Preis und Mix*:** Unsere Studien weisen darauf hin, dass die OEM pro Jahr ihre Preise für die meisten Ersatzteile um etwa 5% erhöhen können. Darüber hinaus findet zurzeit eine Verschiebung des Absatzmixes von Werkstattaufenthalten der Triebwerke der ersten Generation zu Werkstattaufenthalten der zweiten Generation statt, die erheblich höhere Erlöse pro Aufenthalt erwirtschaftet. Laut unserer Schätzung werden 2015 Triebwerke der zweiten Generation etwa 66% aller Werkstattaufenthalte ausmachen, verglichen mit 52% im Jahr 2011.

***Aufarbeitung von Rückständen bei der Instandhaltung*:** Kommt es zu Konjunktureinbrüchen im Flugwesen, schieben die Fluggesellschaften ihre Instandhaltung auf und verringern den Umfang ihrer Werkstattaufträge, um Bargeld zu sparen. In der Vergangenheit führte dieses Verhalten zu sehr steilen Aufschwüngen bei den Erlösen für Ersatzteile, wenn die Konjunktur wieder Auftrieb bekam. Diskussionen mit Branchenkennern legen nahe, dass die Fluggesellschaften sich der Obergrenze dessen nähern, was sich an

Instandhaltung verschieben lässt, und ihre diesbezügliche Strategie daher irgendwann zu einer erheblichen Aufarbeitung der Rückstände führen muss.

Unserer Überzeugung nach spiegeln sich die positiven Aspekte der Hersteller von Strahltriebwerken für Passagierfluge in der derzeitigen Bewertung von Safran nicht wieder. Angesichts der Qualität des Unternehmens, der Stabilität der Branche und der soliden Wachstumsaussichten für den Ersatzteilmarkt besitzt Safran unserer Auffassung nach einen Wert, der einem KGV von 12 bis 13 (bezogen auf den geschätzten EBITDA) entspricht. Es ist auch ermutigend, dass vergleichbare Abschlüsse mit erheblich höheren KGV getätigt wurden. Im Oktober 2011 kaufte Pratt & Whitney den 32,5%igen Anteil von Rolls-Royce an der Firma IAE (dem einzigen Wettbewerber von CFMI im Segment Schmalrumpfflugzeuge) mit einem KGV (bezogen auf den EBITDA) im hohen Zehnerbereich, womit die Gesamtbeteiligung von Pratt & Whitney an IAE auf 65% anwuchs. Obwohl wir niemals einen Vergleichs-KGV im hohen Zehnerbereich verwendet haben, sondern immer konservativere KGV benutzten, haben wir uns doch sehr gefreut, dass ein sachkundiger Käufer für ein Unternehmen, das sich direkt mit Safran vergleichen lässt, einen so hohen Preis bezahlt hat.

Google

Wie in früheren Schreiben erwähnt, haben Wertanleger wie wir aufgrund der oft hohen Bewertungen, der schnellen technischen Veränderungen und der Möglichkeit der Überalterung häufig Schwierigkeiten mit der Anlage in Hochtechnologieunternehmen. Das Letzte, was wir uns wünschen, ist eine hochpreisige Investition für ein schnellwachsendes Unternehmen, das kurz nach unserem Kauf von der technischen Entwicklung überholt wird. Angesichts dessen überrascht es Sie vielleicht, dass wir im Februar dieses Jahres mit dem Aufbau einer Beteiligung an Google begannen, als die Aktie auf einen Kurs von 565 USD pro Aktie fiel. Zu diesem Preis erhielten wir unserer Auffassung nach ein Schnäppchen, da wir zu einem Preis kauften, der einen KGV von etwa 12,5 (bezogen auf die geschätzten Bilanzerträge von 2012 abzgl. Zahlungsmitteln) darstellt. Dabei wächst der Umsatz dieses Unternehmens um mehr als 20% pro Jahr.

Die Geschäftstätigkeit von Google besteht in der Hauptsache in bezahlter Suche, d. h. einer effektiven, messbaren und kapitalrenditeintensiven Form der Werbung. Google liefert bezahlte Suchen auf Desktop-Rechnern, Tablets und Mobiltelefonen; sein Marktanteil beträgt im Grossteil der Welt 65 bis 85%. Zudem verfügt Google über eines der grössten Display-Advertising-Netze in der Branche, das ausserordentlich schnell wächst und dabei ist, zum bedeutenderen Teil des Unternehmens zu werden.

Die bezahlte Suche ist heutzutage ausgereifter als 2005, und unserer Ansicht nach wird die Wachstumsgeschwindigkeit nachlassen. Dennoch wuchs der Erlös von Google im ersten Halbjahr 2012 wechselkursneutral betrachtet um etwa 24%, und unsere Studien legen uns nahe, dass das Feld der bezahlten Suche immer noch relativ unterversorgt ist. Die Werbeausgaben haben die laufende Verschiebung hin zum E-Commerce und zu den digitalen Medien noch nicht ganz nachvollzogen, so dass die Gelder für die bezahlte Suche sowie das schnellwachsende globale Display-Netz weiterhin Google zufliessen werden. Das Display-Netz hat das Potenzial, zum grossen Geschäftsfeld zu werden, da es ganz überwiegend von markenbasierten Werbeausgaben lebt, die den allergrössten Teil der globalen Werbeausgaben ausmachen.

Bei einem Marktanteil im Suchmaschinengeschäft, der sich in den meisten Ländern der Welt auf 65% bis 85% beläuft, kann man guten Gewissens davon ausgehen, dass Google über eine starke Wettbewerbsposition verfügt.

Der Erlös von Google ist etwa fünfzehnmal höher als der seines nächsten Wettbewerbers, d. h. Google kann erheblich mehr Geld in Forschung und Entwicklung, Vertrieb und die Entwicklung von Produkten und Bereichen stecken, die den Einsatz der Google-Suche weiter fördern und schützen. Zudem ist der Markteintritt in die Suchmaschinenbranche teuer, wie die Investitionen von Microsoft belegen. Jedoch ist die Beteiligung an Google, wie jede von uns getätigte Anlage, nicht ohne Risiken. Die Entwicklung der vertikalen Suche, die Unsicherheit über zukünftige Wachstumsraten und die Risiken aufgrund des starken Marktanteils von Apple bei Smartphones und Tablets müssen aufmerksam überwacht werden. Dennoch sind wir der Ansicht, dass Google sich in der zum Schutz seiner Interessen notwendigen Ausgangslage befindet; ausserdem haben wir – und das ist vielleicht noch wichtiger – zu einem Preis gekauft, der diese potenziellen Risiken mehr als nur ausgleicht.

Wir erwarben unsere Google-Beteiligung zu einem Preis, der einem KGV von etwa 12,5 (bezogen auf die geschätzten Bilanzerträge für 2012 abzgl. Zahlungsmitteln) entspricht. Unserer Auffassung nach ist das eine sehr geringe Bewertung, da marktführende Unternehmen, die ihre Führungsposition mit starken Wettbewerbsvorteilen abgesichert haben, im langfristigen Trend der Märkte normalerweise nicht zu Markt-KGV gehandelt werden. Im Gegensatz zu den meisten Unternehmen, die ihren Erlös um über 20% pro Jahr steigern, kann Google aufgrund der phänomenalen wirtschaftlichen Möglichkeiten bei der bezahlten Suche auch einen erheblichen freien Kapitalfluss erzeugen. Daher sind wir der Ansicht, dass Google unterbewertet ist und ein erheblich über dem Durchschnitt liegendes KGV verdient.

Vallourec

Vallourec ist ein vertikal integrierter Markenhersteller von hochwertigen nahtlosen Rohren und Verbindungsstücken, die eine Vielzahl industrieller Anwendungen finden, von denen die wichtigste ihr Einsatz bei der Bohrung nach Öl und Gas ist, ein Bereich, in dem die Verwendung solider zuverlässiger Rohre entscheidend ist. Obwohl das Unternehmen seinen Sitz in Frankreich hat und dort börsennotiert ist, handelt es sich um ein wirklich global tätiges Unternehmen, das seinen Erlös zu mehr als 70% ausserhalb Europas erzielt. Der Erlös aus Öl- und Gasanwendungen machte im letzten Quartal 61% seines Gesamterlöses aus. Das Öl- und Gassegment von Vallourec verkauft die nahtlosen Stahlrohre und Verbindungsstücke vor allem zum Einsatz bei der *nicht konventionellen* Öl- und Gasförderung in den USA und für Tiefwasserprojekte in aller Welt. Diese Art Förderanlagen nutzt erheblich mehr nahtlose Rohre und Verbindungsstücke als traditionelle Förderanlagen. Noch wichtiger ist, dass neue Öl- und Gasquellen sich in Gebieten befinden, wo das Bohren schwieriger ist, wie etwa im Tiefwasserbereich vor der Küste und nicht konventionellen Schiefergasvorkommen, so dass die Nachfrage nach Produkten mit der Qualität von Vallourec wächst. 1990 betrug der Anteil von Bohrungen im Tiefwasserbereich vor der Küste an der welweiten Ölförderung noch 0%. Heute wird dank der Bohrung in Tiefwasserbereichen etwa 5,5 Millionen Barrel Öl pro Tag gefördert, und für 2020 beträgt die Prognose etwa 9 Millionen Barrel pro Tag. Auch nicht konventionelle Schiefergasvorkommen wurden in den letzten Jahren sehr verstärkt erschlossen und machen heutzutage 23% der US-Gasförderung aus.

Die Firma Vallourec besteht seit einhundert Jahren und hat in ihrer Nische der Herstellung hochwertiger nahtloser Rohre und Verbindungsstücke nur eine begrenzte Anzahl von Wettbewerbern. Ihre Produkte sind zur Widerstandsfähigkeit gegen extreme Temperaturen, extremen Druck und andere Probleme ausgelegt, die sich bei komplizierteren Öl- und Gasförderungsbedingungen ergeben, und sind durch eine Vielzahl von Patenten und technisches Fachwissen geschützt. Die Kunden von Vallourec sind sich der Umweltrisiken und Sicherheitsbedingungen für Bohrungen, besonders im Küstenbereich, stark bewusst und ziehen daher hochwertige Rohre und Verbindungsstücke vor. Die Kosten dieser Rohre und Verbindungsstücke sind im

Verhältnis zu den Gesamtkosten des Aufbaus einer Förderanlage sehr gering. Der von Vallourec geforderte Preis liegt bei 5 bis 10% der Gesamtkosten einer Öl-/Gasförderanlage, weswegen man kaum etwas gewinnt, wenn man auf billigere Rohre übergeht, aber sehr viel verlieren kann. Angesichts der Möglichkeit desaströser Umweltkatastrophen (und erheblicher Strafgebühren) ist es nicht vernünftig für einen Öl bzw. Gas fördernden Kunden, bei diesem wichtigsten, aber relativ preisgünstigen Bestandteil der Förderanlage um den Preis zu feilschen.

Angesichts gestiegener Kosten in Europa und der Möglichkeit, ihre Produktionskosten im Ausland zu senken, begann die Firma Vallourec kürzlich mit einer umfangreichen Erweiterung ihrer Produktionsanlagen; der Kapazitätsausbau erfolgte in den USA und Brasilien. Mit Hilfe dieser Anlagen kann Vallourec ihre Produkte vor Ort herstellen, statt sie erst herzustellen und dann aus Europa zu exportieren. Im Mai 2012 gab die Geschäftsleitung von Vallourec unter anderem bekannt, dass es Verzögerungen bei der Zertifizierung des brasilianischen Werks und höher als erwartet liegende Investitionskosten für die Inbetriebsnahme des US-Werks gegeben habe. Daraufhin kam es zu einem erheblichen Abverkauf der Aktien, was im darauf folgenden Monat zu einem unserer Ansicht nach recht attraktiven Kursniveau führte, das sich bei fast zwei Dritteln des Buchwerts einpendelte. Unser Interesse war damit geweckt. Wir begannen Ende Juni mit dem Aufbau einer Beteiligung an Vallourec in unseren Teilfonds zu etwa 28 oder 29 EUR pro Aktie. Zu diesem Preis bezahlten wir unserer Überzeugung nach etwa 69% des ausgewiesenen Buchwerts des Unternehmens, 82% des Betriebsvermögens und zwei Drittel der konservativen Einschätzung des inneren Werts der Gesellschaft. Angesichts der ziemlich konzentrierten Verfassung der Branche Nahtlose Rohre, gab es kaum vergleichbare Übernahmegeschäfte, die man zum Vergleich heranziehen konnte. Allerdings erwarb Tenaris, einer der Hauptwettbewerber von Vallourec, 2007 die Firma Hydril, einen führenden nordamerikanischen Hersteller von Qualitätsverbindungsstücken und Druckregelprodukten für einen KGV von 15 (bezogen auf das EBIT). Entsprechend unserer konservativen Einschätzungsverfahren setzten wir ein niedrigeres KGV von 10 (bezogen auf den EBIT von 2013) zur Bewertung ein und kauften die Aktien zu etwa zwei Dritteln dieses Werts.

Trotz der Verzögerungen bei der Zertifizierung des brasilianischen Werks und der höher als erwartet liegenden Investitionskosten für die Inbetriebsnahme des US-Werks werden beide Projekte unserer Ansicht nach letztlich erfolgreich sein, insbesondere dank der günstigen Prognose für nicht konventionelle Schiefergas- und Tiefwasseranlagen. Unsere Bewertung des Unternehmens, insbesondere des Segments Verbindungsstücke, lässt uns annehmen, dass der innere Wert von Vallourec höher ist als der ausgewiesene Buchwert. Auch wenn die bisherige Stellung des Unternehmens als europäischer Hersteller auf den Aktienkurs drücken könnte, sind wir doch der Ansicht, dass die langfristigen Aussichten für den Vallourec-Geschäftsbereich Öl und Gas solide sind. Die Firma verfügt über eine gesunde Bilanz mit einer sehr niedrigen Verschuldung, die es ihr ermöglichen sollte, mit möglicherweise kurzfristig auftretenden Enttäuschungen fertig zu werden. Für Anleger wie uns, die einen längeren Anlagehorizont für ihre Renditen anvisieren, hat sich hier unserer Meinung nach eine ungewöhnliche Preisgelegenheit ergeben.

Der Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

Noch eine kurze Bemerkung zur heranrückenden Fiskalklippe und ihrer Bedeutung für Aktien mit hohen Dividenden. Wir wir in früheren Schreiben bereits anmerkten, sollten Steuererhöhungen unserer Meinung nach die grundsätzliche Attraktivität von Dividenden zahlenden Aktien nicht wesentlich beeinträchtigen. Erstens glauben viele Beobachter, dass in den USA ein umfassender Kompromiss geschlossen werden wird, der die steuerliche Bevorzugung von Dividenden weitestgehend erhält. Zweitens sind, selbst wenn kein umfassender

Kompromiss erzielt wird und der Steuersatz für Dividenden in den USA ansteigt, nach unseren Informationen viele der Anleger, die Dividenden zahlende Aktien halten, steuerbefreite Institutionen und Konten (wie die Pensionsvorsorgekonten IRA und 401(k)). Drittens ist es durchaus möglich, wenn nicht sogar wahrscheinlich, dass von den verbleibenden Anlegern, die Dividenden zahlende Aktien halten, nur die Spitzenverdiener (diejenigen mit einem Einkommen von über 250'000 USD) höhere Sätze auf Dividenden zahlen. Schliesslich hatte es laut einer jüngeren Forschungsstudie von Fidelity kaum Auswirkungen auf den Aktienmarkt, was neue Zuflüsse in höher rentierliche Aktien anbetrifft, als Präsident George W. Bush im Rahmen seiner Steuersenkungen die normalerweise hohen Steuern auf Dividenden auf den jetztigen Stand herunterfuhr. Es ist durchaus möglich, dass die gleiche schwache Reaktion auch dieses Mal eintritt, wenn die Steuersätze auf Dividenden tatsächlich steigen sollten. Unserer Ansicht nach legt es keine Flucht aus Dividenden zahlenden Aktien nahe, insbesondere nicht aus denen, die attraktive Kurse, konservative Ausschüttungssätze und vernünftige sowie wachsende Dividendenrenditen besitzen.

Wie unsere übrigen Teilfonds haben wir auch für den Global High Dividend Value Fund in letzter Zeit unsere Beteiligungen an zahlreichen Konsumgüterherstellern, die uns gute Ergebnisse brachten, reduziert bzw. ganz verkauft, darunter Beteiligungen an Kimberly-Clark und Philip Morris, da diese ihren angemessenen Wert erreichten, und legten den Erlös in stärker industriell ausgerichteten Unternehmen wie unter anderem Siemens, ABB und Tesco an. Alle drei Unternehmen konnten beim ursprünglichen Kauf mit erheblichen Abschlägen gegenüber konservativen Wertschätzungen erworben werden und zahlen stabile sowie wachsende Dividenden von 3,8% bis 4,6%.

Obwohl im letzten Jahr aus guten Gründen viel Geld in Dividendenaktien investiert wurde (da ihre Bewertung so gut war, die makroökonomische Situation ungeklärt ist und Rentenwerte niedrige Renditen bringen), bleiben unserer Ansicht nach unsere Beteiligungen bei einem KGV von 12,4 (bezogen auf die geschätzten Erträge 1012) und einer Dividendenrendite (im gewichteten Durchschnitt) von 4,3% vernünftig bis attraktiv gepreist. *(Beachten Sie bitte, dass die vorstehend erwähnte gewichtete durchschnittliche Dividendenrendite für die Rendite des Global High Dividend Value Fund weder repräsentativ ist noch die Performance des Teilfonds darstellt. Die Zahl stellt lediglich die durchschnittliche gewichtete Dividendenrendite für die im Portfolio des Teilfonds gehaltenen Stammaktien dar*.) Dennoch sind dank des Kursanstiegs an den Aktienmärkten weltweit in den letzten sechs Monaten fehlgepreiste Dividendenaktien schwierig zu finden.

Prognose

Es ist eine Untertreibung zu sagen, die Handlungen und Kommentare der Zentralbankvorstände in aller Welt an den Märkten sorgten für ein wenig Rückenwind. Grösstenteils dank ihrer recht expansiven Geldpolitik fuhren die Aktienmärkte vielmehr volle Fahrt voraus. Im laufenden Jahr stieg der MSCI World Index, eine Nachbildung der Aktienmärkte der Industrieländer der Welt, in USD gerechnet um etwa 13% an und erreichte, verglichen mit seinem Nadir in der Finanzkrise in den letzten drei Jahren (9. März 2009 bis 30. September 2012), einen Gesamtanstieg von 22,5%. Nicht schlecht für die sogenannte «neue Normalzeit» der Nachkrisenzeit, für die Analysten schwächere Renditen vorhersagten! Indes hat sich unserer unmassgeblichen Meinung nach nicht grundsätzlich viel geändert, insbesondere makroökonomisch gesehen, wo die Unsicherheit immer noch stark ist. Der globale Konjunkturaufschwung bleibt schwächlich; die Eurozone verharrt weiterhin in Unsicherheit; Chinas Konjunktur scheint zu lahmen; Spannungen eskalieren im Nahen Osten; und die USA erzielen nur keine oder kaum sichtbare Fortschritte im Hinblick auf die Krise ihres Staatshaushalts. Selbst die Unternehmensentwicklung, die bisher überraschend positiv verlief, schwächt sich, wie es scheint, etwas ab.

Obwohl Rentenwerte noch nie so niedrige Renditen erbrachten, fliesst das Anlagekapital, unterstützt von der geldpolitischen Lockerung, erst neuerdings in dünnem Strahl wieder auf den Aktienmarkt.

Wie immer ist unser Blick in die Zukunft vor allem von der Bewertung geprägt. Diesbezüglich lag der gewichtete Durchschnitt des KGV 2012 unserer Teilfonds mit Stand vom 31. Oktober 2012 bei 14,2 bezogen auf die geschätzten Erträge, was einer Kursrendite von etwa 7% entspricht.* Diese Rendite ist sehr viel höher als die Rendite von zehnjährigen US-Schatzanleihen, die unter 2% beträgt, und das jüngste Niveau des US-Verbraucherpreisindex, das sich um 2,2% bewegt.† Wenn auch angesichts der höheren Aktienkurse und der fortgesetzten makroökonomischen Unsicherheit einige Vorsicht sicherlich gerechtfertigt ist, sind wertorientierte Aktien unseres Erachtens doch auch derzeit immer noch grösstenteils angemessen gepreist, und sie bieten Anlegern eine bessere Chance auf die Erhaltung ihrer Kaufkraft.

** Das Kurs-Gewinn-Verhältnis wurde auf Basis der für 2012 geschätzten Erträge ermittelt.* ***Quelle: Bloomberg***

Eine Schlussbemerkung

Unsere Hauptverwaltung zieht Ende Februar nächsten Jahres um nach Stamford (Connecticut), eine vorstadtähnliche Kommune etwa 40 Meilen nördlich von New York City. Bei unserer langfristigen Planung über die nächsten zehn bis zwanzig Jahre unserer Gesellschaft kamen wir zum Ergebnis, dass der Umzug von New York nach Connecticut bedeutende Kosteneinsparungen mit sich bringen wird. Wie viele von Ihnen vielleicht wissen, hat sich die Gegend um Stamford und Greenwich in Connecticut in den letzten zehn Jahren zum Finanzzentrum entwickelt, insbesondere für Anlageberatungsfirmen und Hedgefonds. Unsere neue Hauptverwaltung befindet sich im Thomson Reuters-Gebäude, einem erstklassigen Bürokomplex in der Nähe der Bahn-Haltestelle von Stamford, der für unsere Mitarbeiter und Kunden von New York leicht mit dem Zug von der Grand Central Station aus zu erreichen ist. Der Übergang sollte sich nahtlos vollziehen. Wenn Sie New York oder das Umland der Stadt besuchen, kommen Sie doch bei uns vorbei!

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

Mit freundlichen Grüssen

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

TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC
Verwaltungsgesellschaft des Fonds

27. November 2012

†Aktien und Anleihen sind unterschiedlichen Risiken ausgesetzt. In der Regel unterliegen Aktien grösseren Preisschwankungen und höherer Volatilität als Anleihen und können als Reaktion auf Beeinträchtigungen bei den Emittenten, in der Politik, im Aufsichtsrecht, am Markt oder in der Wirtschaft im Wert erheblich zurückgehen. Im Gegensatz zu Aktien liefern Anleihen, wenn man sie bis zur Endfälligkeit hält, einen festen Renditesatz und eine feste Kapitalsumme. Anleihen unterliegen dem Zinsrisiko (mit dem Steigen der Zinsen fallen in der Regel die Anleihenpreise), dem Emittentenausfallrisiko, dem Emittentenbonitätsrisiko und dem Inflationsrisiko, obwohl US-Schatztitel vollumfänglich von der US-Regierung garantiert werden.