

Bericht des Anlagemanagers an die Anteilsinhaber (ungeprüft)

„Zinsen sind natürlich Preise. Als Preise setzen sie die Mindestrenditen aus Anlagen fest und zinsen den Barwert geschätzter zukünftiger Zahlungsströme ab. Sie sind die Verkehrssignale der Marktwirtschaft.“

„Es ist bei weitem besser, wenn sie im Markt gefunden anstatt von oben verwaltet werden.“

- James Grant, Herausgeber von Grant's Interest Rate Observer

Erklärungen zu finden für die Kursbewegungen an den Aktienmärkten der Welt in den sechs Monaten seit unserem letzten Schreiben ist mit Sicherheit eine Aufgabe, die wir nicht freiwillig übernehmen würden. Soweit die Aktienmärkte, im wirtschaftlichen wie im politischen Sinne, stellvertretend für die Gesundheit und die Aussichten der realen Welt stehen, scheinen sie zwischen Fieberanfällen und vollständiger Genesung zu schwanken. Volatilität, die unserer Ansicht nach den Wenigen auf Kosten der Vielen zugutekommt, prägte zuletzt das Bild der Märkte, und wir glauben, dass eine einmal bestehende Volatilität immer noch mehr Volatilität erzeugt, weil „Anleger“ versuchen, aus kurzfristigen Kursauschlägen Gewinn zu erzielen. Wir fragen uns wirklich, wie viele von denen, die dieses Spiel mitspielen, am Ende «gewinnen» und wie viele stetig «gewinnen» können. Eine Strategie, die davon abhängt, wie man den Anleger neben sich austrickst, erscheint uns langfristig nicht als eine vielversprechende Formel.

Für die Volatilität an den Finanzmärkten sind wohl großteils die aktuellen wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen verantwortlich. Die Liste der wirtschaftlichen Probleme scheint jedoch in den letzten sechs Monaten nicht wirklich gewachsen zu sein. Zwei Probleme sind möglicherweise hinzugekommen: 1) das bevorstehende Referendum in Großbritannien über die Frage, ob das Land die Europäische Union verlassen soll, und die wirtschaftlichen Folgen eines «Ja»; und 2) die Flüchtlingskrise in Europa, die als neuer Test für die Entschlusskraft Europas hinsichtlich der Beibehaltung einer politischen Union gesehen wird. Hingegen bestehen Ängste wie die über die Turbulenzen im Nahen Osten, die Konjunkturaussichten in China, die zunehmenden Zweifel, ob die japanische Politik die japanische Wirtschaft zu einem nachhaltigen Wachstum zurückführen kann, ein enttäuschendes Wirtschaftswachstum in Europa und ein unzureichendes Wirtschaftswachstum in den USA schon länger und sind unterschiedlich ausgeprägt, je nachdem, zu welcher Fraktion man gehört: der, die ein Glas als „halb voll“, oder der, die es als „halb leer“ ansieht. Diese Ängste sind nicht neu, aber sie scheinen die Schlagzeilen mal mehr, mal weniger zu beherrschen. Ein schärferer Beobachter könnte dieser Liste zweifellos noch einiges hinzufügen.

Der zweite wichtige Grund für die Volatilität am Markt ist die Tatsache, dass die Regierungen oder, genauer, die Zentralbanken es auch mit einer Senkung der Fremdkapitalkosten (Zinsen), wie wir sie in unserem doch recht langen Leben noch nie erlebt haben, nicht schaffen, ihre Wirtschaft anzukurbeln. Ein Artikel in den *Bloomberg News* wies kürzlich darauf hin, dass die Renditen von staatlichen Schuldtiteln weltweit in Höhe von etwa 7,8 Billionen USD zurzeit negativ sind. Irland emittierte kürzlich eine 100-Jahres-Anleihe mit einer Rendite von 2,35 %. Die deutschen Zehnjahres-Anleihen erwirtschafteten eine Rendite von 0,15 %, während japanische Zehnjahres-Anleihen eine negative Rendite von 0,03 % aufwiesen (Stand: 31. März 2016).¹ Es ist interessant, dass auch die Renditen von Unternehmensanleihen erheblich zurückgegangen sind (im Gegensatz zu Staaten besitzen Unternehmen nicht das Recht, zur Refinanzierung ihrer Schulden Geld zu drucken). Das augenfälligste Beispiel dafür ist Unilever, wo man 2020 fällige Anleihen mit einem Nullkupon und einer Rendite von 0,08 % emittiert. Ob dieses Experiment globaler monetärer Freigebigkeit irgendwann schwere wirtschaftliche und politische Konsequenzen hat, wird die Zukunft zeigen.

Für uns erscheint es nicht als überraschend, dass nach etwa sechs Jahren mit steigenden Aktienkursen, keiner bis geringfügiger Rendite am Anleihenmarkt und einem unsicheren wirtschaftlichen Hintergrund die Suche nach Rendite schon fast irrationale Züge annimmt. In diesem Umfeld sind nicht viele Schnäppchen zu haben, und die letzten Jahre waren für Anleger wie uns, die sich von der «Bühne» zurückziehen mussten, generell hart. Jedoch sind wir der Ansicht, dass durch eine seltsame Schicksalsfügung die jüngst gestiegene Volatilität und Unsicherheit uns wie in der Vergangenheit Gelegenheit geben wird, unser und Ihr Kapital nach und nach in vielversprechendere Anlagegelegenheiten zu investieren. In diesem Sinne sind wir optimistisch, dass sich die Geschichte wiederholen wird.

¹ Anchalee Worrachate und Anooja Debnath, «It's Dangerous Out There in the Bond Market», *Bloomberg.com*, 24. April 2016.

Anlageentwicklung

In den letzten Kalenderjahren blieben die Teilfonds des Tweedy, Browne Value Funds SICAV («Fonds») hinter ihrem jeweiligen Vergleichsindex zurück, da der Absturz des Zinsniveaus und riesige Zuflüsse in Indexfonds die Aktienkurse in die Höhe trieben, wodurch die auf Wachstumsstrategie setzenden Fonds die auf Wertstrategie setzenden zunehmend hinter sich ließen. In diesem Zeitraum stiegen die Aktienkurse viel schneller an als die (bestenfalls geringfügigen) Gewinne der den Aktien zugrunde liegenden Unternehmen, wobei die Rendite sich größtenteils aus dem ansteigenden Kurs-Gewinn-Verhältnis ergab. Einen ähnlichen irrationalen Überschwang konnten wir in den letzten 18 Jahren dreimal beobachten: im Vorfeld der Technologieblase von 1998 bis 2000; während der durch billige Kredite angeheizten Marktexpansion von 2005 bis 2007; und am heutigen, von Liquiditätsüberschüssen getriebenen Markt. In allen drei Marktsituationen lagen Wertanleger wie wir zurück, da die Bewertungen so stark anstiegen, dass sie nicht mehr nachhaltig waren. Auch diese momentane Situation wird vorübergehen; wir glauben sogar, dass das Blatt sich bereits zu wenden beginnt. Unsere International Value Funds (Euro und CHF) lagen im ersten Kalenderquartal des laufenden Jahres vor ihrem jeweiligen Vergleichsindex, was für die letzten eineinhalb Jahre zu einem über dem Index rangierenden, wenn auch negativen Ergebnis führte. Der Value Fund (USD) und der Global High Dividend Value Fund waren im ersten Quartal dieses Kalenderjahres nicht so erfolgreich und lagen sowohl in diesem Zeitraum als auch in den vergangenen eineinhalb Jahren unter ihrem jeweiligen Vergleichsindex.

Nachstehend sehen Sie die Ergebnisse der Teilfonds in verschiedenen Zeiträumen bis einschließlich 31. März 2016 und die Ergebnisse ihrer jeweiligen Vergleichsindexe. In diesem Bericht präsentieren wir den Bericht des Investmentmanagers für die vier Teilfonds, einschließlich der Einzelheiten der Wertentwicklung und unserer Stellungnahmen dazu, sowie den jeweiligen Abschluss der einzelnen Teilfonds*.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)			
Aufs Jahr zum 31. März 2016 berechnetes Ergebnis*			
	<i>Tweedy, Browne Value Fund (USD)</i>	<i>MSCI World (in USD)</i>	<i>S&P 500 Index</i>
6 Monate	0,55%	5,13%	8,49%
1 Jahr	-8,22	-3,45	1,78
3 Jahre	0,24	6,82	11,82
5 Jahre	3,35	6,51	11,58
10 Jahre	3,13	4,27	7,01
Seit Auflegung (31.10.96)	5,22	5,69	7,66

* Die Wertentwicklung 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. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Tweedy, Browne Value Fund (USD) entspricht der von der Swiss Funds Association (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen. **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.**

Wie wir über die Jahre festgestellt haben, besteht die Voraussetzung für eine ausgezeichnete langfristige Erfolgsbilanz darin, Zeiträume mit relativ schlechterer Wertentwicklung überstehen zu können. Manchmal können sich diese Zeiträume über Perioden erstrecken, die schwierig und fast immer ungemütlich sind. Wir hoffen, dass wir uns dem Ende einer dieser im Hinblick auf unseren wertorientierten Ansatz schwierigen, wenn auch völlig normalen Zeiten nähern. In den letzten beiden Kalenderjahren erweiterte sich die Spanne zwischen den Wachstums- und den Wertkomponenten des MSCI World Index so stark, wie es zuletzt im Jahr 2007 unmittelbar vor der Finanzkrise und davor im Vorfeld des Platzens der Technologieblase im Jahr 2000 der Fall gewesen war. 2015 machten de facto vier dieser «Wachstumspapiere» (die sogenannten FANG-Aktien von Facebook, Amazon, Netflix und Google) 51 % des insgesamt mittelmäßigen Index-Ergebnisses aus. Zum Ende des Kalenderjahres stand das Kurs-Gewinn-Verhältnis dieser vier Unternehmen für das vorhergehende Jahr jeweils bei 82, 544, 402 und 33. Während wir vor einigen Jahren, als der Aktienkurs unter unserer Schätzung des inneren Wertes des Unternehmens lag, Google (firmiert jetzt als „Alphabet“) für jeden unserer Teilfonds (außer dem Global High Dividend Value Fund) kauften, qualifiziert sich heute keines dieser Wertpapiere für die Aufnahme in ein wertorientiertes Portfolio. Hätten wir eines davon gekauft, so würden Sie sich zweifellos fragen, ob wir vom richtigen Weg abgekommen sind. Doch wir haben Zeiten wie diese bereits mehrfach überstanden, und solche Zeiten werden auch wiederkommen. Das bringt der Beruf eben so mit sich.

Unsere Teilfonds halten andere Wertpapiere als ihr jeweiliger Vergleichsindex, daher ist es selbstverständlich, dass unsere Ergebnisse sich langfristig von denen des Index unterscheiden. Kurzfristig unterscheiden sie sich manchmal dramatisch. Wie formulierte es Ben Graham doch bereits vor vielen Jahren: „Der Markt ist kurzfristig eine Wahlmaschine und langfristig eine Waage.“ Dementsprechend lässt sich aus dem Nachstehenden folgern, dass unser wertorientierter Ansatz bis vor Kurzem nicht „die Stimmen erhalten“ hat wie die Indizes, insbesondere in den letzten zwei bis drei Jahren. Mit diesem Fazit sind wir nicht allein – einige der berühmtesten wertorientierten Anleger der Welt teilen diese Erfahrung.

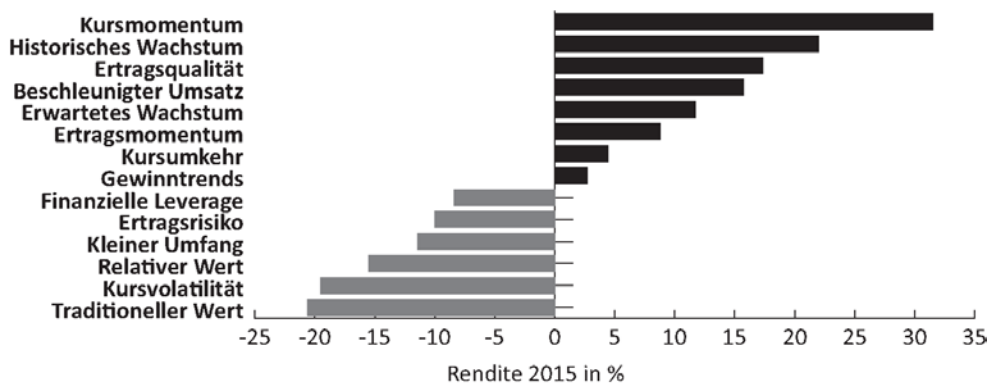
Zwar ist für den größten Teil der in unseren Teilfondsportfolios gehaltenen Wertpapiere der Anstieg des von uns geschätzten inneren Wertes der ihnen zugrunde liegenden Unternehmen in den letzten Jahren zufriedenstellend verlaufen, dennoch verblasst die auf diese Zunahme reagierende Kursentwicklung an der Wertpapierbörse im Vergleich mit der Kursentwicklung der Wertpapiere, die ein kurzfristigeres Kursmomentum erleben. Nirgends war dies in unserer Teilfondsgruppe so eindeutig zu sehen wie beim Global High Dividend Value Fund, dem vermutlich defensivsten unter unseren vier Teilfonds. Dieser Teilfonds hat kumulativ seit 2011 – dem Jahr, in dem er als der Teilfonds mit der besten Wertentwicklung seinen Vergleichsindex weit hinter sich ließ – eine absolute Rendite von 25,6 %² erwirtschaftet. In diesem Berichtszeitraum liegt er jedoch hinter seinem Vergleichsindex zurück. Die gute Nachricht dabei: Diese Entwicklung ist im Verlauf langfristiger Renditeströme ganz normal, insbesondere in den Spätstadien einer Hausse, und insofern weiss der an Fundamentaldaten und Wert orientierte Anleger, dass ihm über längerfristige Messperioden hinweg kein schlechteres relatives Ergebnis droht. Langfristig haben wertorientierte Anleger wie wir häufig gegenüber dem Vergleichsindex, abzüglich Gebühren, erstklassige Renditen erzielt, und zwar in der Regel mit niedrigerer Volatilität und einem geringeren unternehmensbezogenen fundamentalen Risiko. Die langfristige Erfolgsbilanz unserer Teilfonds – mit Ausnahme des Value Fund (USD) – und unabhängige empirische Studien bestätigen diese Beobachtung. Betrachten wir die Auf- und Abbewegungen, die unsere langfristigen Anlageergebnisse ausmachen, so zeigt sich, dass in der Vergangenheit der Zeitpunkt nach einer Underperformance häufig der beste für eine Investition in Tweedy, Browne war. (Wobei: Vergangenheitswerte sind kein Indiz für zukünftige Ergebnisse.) Leider müssen die Kunden bereit sein, auch in Zeiten der Underperformance, die das Vertrauen erschüttern können, bei der Stange zu bleiben, um am langfristigen Nutzen einer wertorientierten Strategie teilzuhaben. Für diejenigen, die Geduld und Stärke beweisen, folgen häufig bessere Ergebnisse, denn die Märkte sind langfristig tatsächlich „Waagen“.

Es folgt eine Zusammenstellung von Fakten im Zusammenhang mit unseren Ergebnissen im Vergleich zum MSCI World Index und zum MSCI EAFE Index:

² *Spiegelt die Rendite des Teilfonds für den Zeitraum 1. Januar 2012 bis 31. März 2016 wider.*

- Die Indizes umfassen keine Gebühren und Kosten und sind daher jederzeit vollständig investiert, während die Ergebnisse unserer Teilfonds, abzüglich Gebühren, dargestellt werden und die Teilfonds in den letzten Jahren ein durchschnittliches Liquiditätsniveau von 10 % bis 15 % aufweisen.
- Das fundamentale Risiko bleibt unserer Ansicht nach in unseren Teilfondsportfolios gering, da diese sich größtenteils aus Unternehmen von höherer Qualität mit größerer Kapitalisierung, niedrigerer Verschuldung und häufig einer Tradition kontinuierlicher und steigender Dividendenzahlung zusammensetzen, deren Kurs zum Zeitpunkt des Kaufs auf einem Niveau liegt, das einen erheblichen Kapitalschutz bietet. Obwohl wir Volatilität nicht als Risiko betrachten, sei hier für diejenigen, die anderer Ansicht sind, gesagt, dass die Standardabweichung³ der Rendite unserer Teilfondsportfolios im Vergleich mit denen des jeweiligen Vergleichsindex gut abschneidet.
- Nach Marktkapitalisierung gewichtet hält der MSCI World Index 59 % seines Wertes in Aktien von Unternehmen mit Sitz in den USA und 8 % in japanischen Aktien gegenüber jeweils 30 % bzw. 1 % beim Value Fund (USD) und 21 % bzw. 0 % beim Global High Dividend Value Fund (Stand: 31. März 2016). Zudem hält der MSCI EAFE Index 22 % seiner Werte in japanischen Aktien gegenüber 1,2 % bzw. 1,3 % beim International Value Fund (Euro) und International Value Fund (CHF).
- Zusammen erzielten die US- und japanischen Aktien des MSCI World Index in den letzten drei Kalenderjahren 86 % des Ergebnisses, während Japan allein zu 38 % für die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index verantwortlich war. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist in den USA und Japan kontinuierlich hoch (im Durchschnitt etwa 17 bzw. 18 im Zeitraum von Oktober 2011 bis Januar 2016). Eine Untergewichtung in diesen beiden Ländern, in denen die Bewertungen hoch sind und (im Falle Japans) kaum je überdurchschnittliche Dividenden gezahlt werden, hat uns in erheblichem Masse daran gehindert, in diesem Berichtszeitraum den jeweiligen Index übertreffende Ergebnisse zu erzielen.
- In den Jahren 2014 und 2015 vergrößerte sich der Abstand in der Wertentwicklung der Wertkomponenten dieser Vergleichsindizes und der Wachstumskomponenten so stark, wie es seit 2007 unmittelbar vor der Finanzkrise und davor im Vorfeld des Platzens der Technologieblase im Jahr 2000 nicht mehr der Fall war (1077 Basispunkte beim MSCI World Index und 1162 Basispunkte beim MSCI EAFE Index, beide in der jeweiligen lokalen Währung gemessen). Die nachstehende Grafik veranschaulicht diese Zweiteilung im letzten Kalenderjahr.

Das Kursmomentum war 2015 die beste Aktienstrategie



Quelle: Evercore ISI

Bloomberg

Quelle: Joseph Ciolli, "Too Much Momentum Is Hazard for U.S. Stocks Stuck in Neutral", Bloomberg.com, 4. Januar 2016. Zitiert mit Genehmigung von Bloomberg L.P. Copyright© 2016. Alle Rechte vorbehalten. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse.

Wie wir in früheren Schreiben bereits erläutert haben, sind wir der Ansicht, dass praktisch die gesamte *relative* Underperformance unserer Teilfonds im Verhältnis zu ihrem jeweiligen Vergleichsindex in den Jahren 2014 und 2015 sich erklären lässt durch die Liquiditätsposition unserer Teilfonds, durch die schlechten relativen Wechselkurse unseres ungesicherten Teilfonds, durch einige Positionen in der Öl-/Gasbranche und in Aktien von im Asiengeschäft tätigen Banken, durch ihre Untergewichtung in japanische Aktien und, im Hinblick auf den Value Fund (USD) und den Global High Dividend Value Fund, durch ihre Untergewichtung in US-Aktien. Die Liquiditätsreserven sind größtenteils Restmittel und ergeben sich daraus, dass wir in diesem Momentum-orientierten Markt nicht genügend unterbewertete Wertpapiere finden können; die

³ Die Standardabweichung ist die statistische Messung der Streuung um einen Mittelwert, d. h. sie zeigt an, wie sehr die Rendite eines Fonds über einen bestimmten Zeitraum schwankt.

Untergewichtungen in Japan und – in Bezug auf den Value Fund (USD) und Global High Dividend Value Fund – in den USA sind im Lichte der Bewertungen verständlich; die Wechselkurse entziehen sich unserer Kontrolle und haben sich, gelinde gesagt, volatil verhalten; und unsere Aktien aus der Öl-/Gasbranche sowie von den im Asiengeschäft tätigen Banken haben bisher einfach nicht unseren Erwartungen entsprochen.

Zum April schlugen unsere Teilfonds – mit Ausnahme des Global High Dividend Value Fund – im laufenden Jahr wieder ihren jeweiligen Vergleichsindex, was es unseren zwei International Value Funds gestattet hat, sich auch für die letzten sechs Monate und das Jahr zum 31. März 2016 vor den jeweiligen Index zu schieben. In der Vergangenheit wechselten sich Zeiten der Underperformance mit Zeiten relativer Outperformance ab. Obwohl dieses Muster nicht garantiert ist, hat sich für Tweedy, Browne in Bezug auf Personal, Prozesse und Ansätze nichts wirklich Wichtiges geändert, und wir hoffen, dass die erfolgreiche Vergangenheit von Tweedy ein Vorspiel für die Zukunft ist.

Die Auswirkung der Volatilität bei den Wechselkursen

Teilweise war die Niedrig- bis Negativzinspolitik in aller Welt sowie die bis vor kurzem andauernde Stärke des US-Dollar unter anderem gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken für die steigende Volatilität der weltweiten Wechselkurse verantwortlich. Geschäftsbanken müssen der Europäischen Zentralbank, der Dänischen Nationalbank, der Schwedischen Nationalbank, der Schweizer Nationalbank und – erst seit Kurzem – der Bank of Japan effektiv Geld bezahlen, damit diese ihre Reserven halten. Die Staatsanleihen mit zweijähriger Laufzeit von zwölf europäischen Ländern und von Japan werden jetzt negativ verzinst. Der Anstieg der Wechselkursvolatilität, den diese Niedrig- und Negativzinspolitik teilweise verursachte, wirkte sich erheblich auf die ungesicherten Renditen der letzten Jahre aus. So wurden zum Beispiel die Aktienrenditen unseres ungesicherten Value Funds (USD) durch den starken US-Dollar in diesem Zeitraum verwässert, auch wenn dieser Trend sich im ersten Quartal 2016 umkehrte, als der Wechselkurs des US-Dollar gegenüber den meisten Hauptwährungen nachgab. Da der Euro und der Schweizer Franken gegenüber vielen Hauptwährungen aufholten, auf die in unseren Teilfondsportfolios enthaltene Aktien lauten, wirkte sich das Kurssicherungsgeschäft auf die Renditen unserer drei kursgesicherten Teilfonds im ersten Halbjahr und im Geschäftsjahr positiv aus.

Zur Erinnerung sei angemerkt, dass wir bezüglich der drei Teilfonds International Value Fund (Euro), International Value Fund (CHF) und Global High Dividend Value Fund üblicherweise nur unser „wahrgenommenes“ Währungsrisiko und nicht im Sinne einer vollständigen Sicherung unser „nominelles“ Risiko sichern. Das heißt, wir sichern die größeren multinationalen Unternehmen in unserem Portfolio, die erhebliche Umsatzerlöse und Gewinne in Euro und Schweizer Franken erzielen, nicht vollständig, sondern nur teilweise im Hinblick auf ihre ungefähren, nicht in Euro oder Schweizer Franken erzielten Umsatzerlöse und Gewinne. So wird zum Beispiel ein Unternehmen wie Nestlé, das einen erheblichen Teil seiner Gewinne in Euro erzielt, in unseren auf Euro lautenden Teilfonds nur teilweise gesichert. Wir sind der Ansicht, dass seine Euro-Umsatzerlöse und Gewinne als stille Sicherung fungieren. Wenn der Euro gegenüber dem Schweizer Franken erstarkt, bedeutet das für Nestlé, dass seine Gewinne in Euro mehr Schweizer Franken ergeben, wodurch Gewinn und innerer Wert von Nestlé in Schweizer Franken steigen und der Verlust des im Euroraum ansässigen Anlegers aus der Umrechnung eines schwachen Schweizer Franken in einen starken Euro sich bis zu einem gewissen Grade ausgleicht. Eine vollständige Sicherung des Wechselkurses in Bezug auf Unternehmen wie Nestlé würde unserer Ansicht nach eine Übersicherung dieser Engagements bedeuten. Die gesicherten Indizes MSCI World und EAFE sind hingegen vollständig gegenüber Euro und Schweizer Franken gesichert, wodurch unsere kursgesicherten Teilfonds ihrer Wertentwicklung gegenüber sozusagen einen Wettbewerbsnachteil haben, wenn Euro und Schweizer Franken wie vor einigen Jahren sehr stark sind.

Die Portfolios unserer Teilfonds

Bitte beachten Sie, dass die nachstehend erwähnten einzelnen Unternehmen im Berichtszeitraum zum 31. März 2016 in mindestens einem unserer Teilfonds, aber nicht unbedingt in allen vier Teilfonds gehalten wurden. Siehe dazu die beiliegenden Vermögensaufstellungen für die Teilfonds-Engagements in diesen Unternehmen zum 31. März 2016.

Die Kursentwicklung der globalen Aktienmärkte im letzten Halbjahr lässt sich am besten mit einer Achterbahnfahrt vergleichen: Nach einem gewaltigen Einbruch im Spätsommer stiegen die Aktienkurse im Herbst wieder an, nur um zur Jahreswende dafür die Quittung zu erhalten und Ende Februar sowie im März dann erneut eine Zunahme zu erleben. Als die Staubwolke sich legte, ergab sich bei den Bewertungen der Aktien von Industrieländern mit Ausnahme der USA für das Jahr zum 31. März 2016, ausgedrückt im MSCI EAFE Index, ein Rückgang von etwa 11,2 % in der jeweiligen Landeswährung,

13,5 % in Euro und 9,6 % in Schweizer Franken. Wir begrüßten diese Volatilität zwar wegen der sich daraus ergebenden Möglichkeiten, aber drei unserer Teilfonds verloren, absolut gesehen, im letzten Halbjahr Einiges an Boden, und nur der Value Fund (USD) konnte im Berichtszeitraum einen kleinen Gewinn verzeichnen. Die stärksten Auswirkungen hatten die Turbulenzen am Markt auf die Engagements unserer Teilfonds in den Branchen Öl und Gas, Bankwesen und Pharmazie. Die Ölpreise wurden im letzten Halbjahr immer volatiler, was sich negativ auf unsere Aktien aus der Ölbranche auswirkte; die Schwierigkeiten im Ölbereich drückten zusammen mit der zunehmenden Unsicherheit hinsichtlich der chinesischen Konjunktur auf die Kurse unserer Aktien asiatischer Banken; und unsere Pharma-Aktien sahen sich politischem Gegenwind ausgesetzt.

Die Aktienkurse von Energieunternehmen wie Halliburton sowie Öl- und Gasproduktionsunternehmen wie Devon Energy, Cenovus, Total und Royal Dutch gingen im letzten Halbjahr hinauf und hinunter (meistens hinunter), da die Ölpreise zwischen 30 und 50 USD pro Barrel schwankten und zum Ende des Kalenderjahres sogar auf unter 30 USD fielen. Wenn wir auch genauso wenig wie Sie die Zukunft vorhersehen können, sind wir doch weiterhin der Ansicht, dass die Ölpreise angesichts der Nachfrage in der Industrie und der Kostenüberlegungen langfristig steigen dürften. Falls wir diesbezüglich richtig liegen, sind wir in einer guten Ausgangsposition bei einer unserer Ansicht nach diversifizierten und unterbewerteten Gruppe von Unternehmen in diesem Sektor. Wir zweifeln auch kaum daran, dass die zurzeit in unseren Teilfondsportfolios vertretenen Ölunternehmen über die finanziellen Mittel verfügen, um diese Zeit niedrigerer Energiepreise zu überstehen.

Zwar wurden unsere Bankaktien als Ganzes von der Verlangsamung des globalen Wachstums, den zunehmenden Befürchtungen hinsichtlich der chinesischen Wirtschaft und dem Zusammenbruch der Ölpreise durchgeschüttelt, doch hat sich bis dato vor allem unser Engagement in der Standard Chartered Bank als enttäuschend erwiesen. Wie Sie aus unseren früheren Schreiben wissen, kauften wir erstmals Anfang 2014 Aktien dieser schwellenlandabhängigen Bank, nachdem ihre Aktien von 18 auf etwa 12 GBP pro Aktie zurückgegangen waren, ein Kurs, der unserer Ansicht nach die zukünftigen Aussichten der Bank nicht angemessen einpreiste. „Vom zu früh Kommen bis zum Falsch Liegen ist es nicht weit“, pflegte William Browne es auszudrücken.

Zum Zeitpunkt des Kaufs war die Bank Standard Chartered unserer Ansicht nach konservativ finanziert, wurde zu einem erheblichen Abschlag auf ihren von uns geschätzten inneren Wert gehandelt und zahlte eine attraktive Dividende. Diese Dividende wurde im letzten November gestrichen aufgrund zunehmender Bedenken hinsichtlich des Eigenkapitals, Darlehensverlusten und der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Bankbestand von Darlehen an Öl- und Gasunternehmen. Mit Stand vom 31. März 2016 stand der Kurs von Standard Chartered etwa auf 50 % ihres Sachanlagevermögens pro Anteil (ihres Buchwerts). Sollte die Ertragsfähigkeit von Standard Chartered auf eine 10%-Rendite auf das Sachanlagevermögen (auf der Grundlage des heutigen Buchwerts) ansteigen, so würde sich daraus ein 20%-Ertrag nach Steuern auf den derzeitigen Kurs ergeben. Mit anderen Worten: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis nach Steuern des derzeitigen Aktienkurses läge bei 5, falls der Gewinn wieder auf eine 10%-Kapitalrendite anstiege. In der Vergangenheit wurden Banken in Asien mit erheblichen Aufschlägen auf das Sachanlagevermögen und mit einem KGV nach Steuern von mehr als 10 übernommen. Diese Bank befindet sich mitten in einer Restrukturierung mit neuer Geschäftsleitung und scheint alles richtig zu machen, um wieder konkurrenzfähiger und ertragsfähiger zu werden. Dennoch ist der kurzfristige Gegenwind beachtlich. Wir überwachen dieses Engagement weiterhin sorgfältig und haben es aus dem Portfolio des Global High Dividend Value Fund entfernt, weil die Bank ihre Dividende gestrichen hat.

Wie Sie vermutlich wissen, halten wir Beteiligungen an zwei Singapurern Banken, DBS Group und United Overseas Bank, beides unserer Ansicht nach qualitativ hochwertige, konservativ finanzierte und gut geführte Bankinstitute mit erheblichen Wachstumsaussichten, die uns zurzeit eine sehr attraktive Jahresdividende von 3 bis 4% zahlen. Diese Bankanlagen hat der Markt kurzfristig noch nicht belohnt, aber langfristig werden China und andere Teile Asiens unserer Auffassung nach weiterhin Wachstumsraten erzielen, die über die der meisten westlichen Länder hinausgehen, und wir meinen, dass diese Banken wesentlich von dem sich daraus ergebenden Wachstum profitieren werden.

Trotz der kurzfristigen Schwierigkeiten bei unseren Öl-/Gas-, Bank- und Pharma-Aktien haben die Beteiligungen unserer Teilfonds sich im letzten Halbjahr größtenteils finanziell positiv entwickelt. Angesichts der Schwankungsbreite der Märkte ist es nicht überraschend, dass einige eher defensive Komponenten unserer Portfolios sich in diesem Zeitraum besonders gut entwickelten. Dazu gehören Engagements in der Tabakbranche wie Imperial Brands, Philip Morris und British American Tobacco; im niederländischen, in Großbritannien ansässigen Nahrungsmittelriesen Unilever; und in Getränkeunternehmen wie Diageo, Heineken und Davide-Campari Milano. Wir erzielten auch gute Ergebnisse mit unseren

Technologieunternehmen Cisco und Google (jetzt Alphabet), die, als wir sie vor einigen Jahren kauften, einfach zu billig waren, als dass wir daran hätten vorbeigehen können, und die solide Aussichten auf ein weiteres Wachstum ihres inneren Werts bieten. Auch Verizon trug stark zu unserer Rendite bei, genauso wie TNT Express, dessen Geschäft mit Federal Express von den europäischen Aufsichtsämtern inzwischen offiziell genehmigt wurde.

Was die Portfoliogeschäfte angeht, so kauften wir für den Value Fund (USD) Aktien des Unternehmens AGCO, eines Herstellers und Vermarkters von landwirtschaftlichen Maschinen in aller Welt; und für den Global High Dividend Value Fund kauften wir Safran, ein Unternehmen, das mit Systemen und Maschinen für die Branchen Luftfahrt, Verteidigung und Sicherheit handelt. Wir stockten einige Engagements der Teilfonds auf, darunter die Beteiligung an Hyundai Motor, die wir für die Teilfondsportfolios vor etwa einem Jahr mit einem Abschlag auf den Buchwert übernahmen, als ihr Kurs-Gewinn-Verhältnis im mittleren einstelligen Bereich lag. Wir konnten das Engagement inmitten der Anfang des Jahres am Markt ausbrechenden Volatilität aufstocken. Außerdem kauften wir eine Beteiligung an der Bank HSBC für das Portfolio des Global High Dividend Value Fund, aber insgesamt haben wir in Bezug auf unsere Portfoliobestände im letzten Halbjahr netto eher verkauft als gekauft. So verkauften wir unsere verbleibenden Aktien der Unternehmen Kronos, Torchmark und Imperial Brands, die alle bis zu ihrem jeweiligen inneren Wert oder nahe daran notierten. Wie bereits erwähnt, verkauften wir die Beteiligung des Global High Dividend Value Fund an Standard Chartered. Auch verkauften wir unsere Öl-/Gas-Beteiligung, Cenovus, die unserer Meinung nach unter den Unternehmen ist, denen aufgrund der niedrigen Ölpreise besonders starker Gegenwind entgegenschlägt. Und wir zogen Nutzen aus Kursgelegenheiten, um eine Reihe anderer Beteiligungen, die nahe an ihrem inneren Wert oder leicht darüber notierten, darunter Aktien der Unternehmen Johnson & Johnson, Mandom, Novartis und Roche, zu reduzieren.

Zum Zeitpunkt dieses Schreibens sind unsere Teilfondsportfolios unserer Ansicht nach weiterhin in einer guten Ausgangsposition dank eines diversifizierten Mix von Unternehmen, die unserer Auffassung nach zumeist vernünftig bewertet und unterdurchschnittlich verschuldet sind und als Gruppe solide Zukunftsaussichten aufweisen, eine attraktive Dividende zahlen und die finanzielle Stärke besitzen, die auf sie zukommenden Turbulenzen auszuhalten. Zudem verfügen die Teilfonds über bedeutsame, aber zurückgehende Liquiditätsreserven. Sollten die globalen Aktienmärkte ihren Kursanstieg trotz der jüngsten Volatilität fortsetzen, werden unsere Teilfonds wohl daran teilhaben; sollte jedoch die gleiche Instabilität wie im Januar und Anfang September zurückkehren, sind wir unserer Meinung nach in einer guten Ausgangsposition, um davon zu profitieren.

Prognose

Wir haben in den vergangenen Jahren hart daran gearbeitet, uns – um es in der Golfsprache auszudrücken – im Investmentgeschäft einen „wiederholbaren Schwung“ zuzulegen, der hoffentlich langfristige Stetigkeit ermöglichen wird. Auch wenn wir glauben, dass die langfristige Bilanz unserer Tätigkeit für die Anteilsinhaber recht positiv aussieht, sind wir doch ernüchert angesichts der täglichen Tücken unserer Kapitalmärkte und davon, wie wenig Kontrolle wir letztlich kurzfristig über unser Anlegerglück haben. Die von uns gehaltenen Aktien wissen nicht, dass wir sie halten, und verhalten sich daher nicht immer so, wie es unseren kurzfristigen Interessen entspricht. Wir können Nischen aufspüren, in denen unserer Ansicht nach eine Unterbewertung vorliegt, und einzelne Wertpapiere, die den Schlüssel zu zukünftigen Anlagegelegenheiten enthalten, aber wir haben keine Gewähr, wann und sogar ob andere Marktteilnehmer oder ein Erwerber diesen Wert erkennt.

In seiner *Apologie des Sokrates* – sie gilt als eines seiner besten Werke – gab Plato seine Version einer Rede wieder, die Sokrates vor über 2400 Jahren gehalten hat, als er auf seiner lebenslangen Suche nach Weisheit folgendes Paradox postulierte:

(...) es mag wohl eben keiner von uns beiden etwas tüchtiges oder sonderliches wissen; allein dieser doch meint zu wissen, da er nicht weiß, ich aber, wie ich eben nicht weiß, so meine ich es auch nicht. Ich scheine also um dieses wenige doch weiser zu sein als er, dass ich, was ich nicht weiß, auch nicht glaube zu wissen.
[Platon, *Apologie* 21d–22a, Übersetzung von Friedrich Schleiermacher, bearb. von Heinz Hofmann, 5. Aufl., Darmstadt: Wissenschaftliche Buchgesellschaft, 2005.]

Genau wie Sokrates, der die Arroganz jener ablehnt, die glauben, etwas zu wissen, konstruierte Benjamin Graham eine sich bewusst auf das Erkennbare konzentrierende Anlagemethode, die sich gleichzeitig bestmöglich gegen das nicht Erkennbare abschottete. In seiner Analyse verlangte er bei seiner Unterscheidung zwischen Anlage und Spekulation für

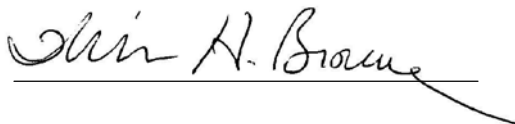
Ersteres eine „Sicherheitsspanne“ zur „Abfederung der Auswirkungen von Fehlkalkulationen oder weniger als durchschnittlichem Glück“ und legte „besonderen Wert auf die Fähigkeit von Anlagen, negativen Entwicklungen zu widerstehen“. Zudem war Graham folgender Meinung:

Wahrscheinlich glauben die meisten Spekulanten, dass sie das Glück auf ihrer Seite haben, wenn sie Risiken eingehen, und beanspruchen daher eine Sicherheitsspanne für ihr Vorgehen. Jeder von ihnen hat das Gefühl, dass die Zeit reif ist für seinen Kauf oder dass seine Fachkenntnisse größer sind als die der Menge oder dass sein Berater oder sein System vertrauenswürdig ist. Aber diese Behauptungen überzeugen nicht. Sie beruhen auf einem subjektiven Urteil, das in keiner Weise belegt oder schlüssig nachgewiesen ist. Wir bezweifeln stark, dass jemand, der sein Geld auf die Ansicht setzt, dass der Markt sich aufwärts oder abwärts bewegt, jemals von einer Sicherheitsspanne in einem nützlichen Sinne geschützt wird. (...) Unser Fazit daraus: Für eine wirkliche Anlage muss auch eine wirkliche Sicherheitsspanne vorhanden sein. Und eine wirkliche Sicherheitsspanne ist etwas, das durch Zahlen, durch überzeugende Logik und durch Hinweise auf tatsächlich bestehende Erfahrungen belegt werden kann.

Auch wenn es vieles gibt, das in den Finanzmärkten nicht erkennbar ist, so wissen wir doch, dass Grahams Grundkonzept – dass eine Stammaktie den Bruchteil einer Beteiligung an einem Unternehmen darstellt und dass das Entscheidende an einer Anlage der Versuch ist, den Unterschied zwischen dem inneren Wert eines Unternehmens und dem Kurs von dessen Aktien an der Wertpapierbörse auszunutzen – empirisch und praktisch über einen langen Zeitraum hinweg funktioniert hat. Bei Tweedy, Browne tun wir seit 95 Jahren unser Bestes, um eine Investmentgesellschaft immer weiter zu verbessern, die Grahams Versprechen wahr macht. Es ist keine Übertreibung zu sagen, dass das „Damaskuserlebnis“ unserer Organisation der Moment war, an dem unsere Vorfahren Benjamin Graham zum ersten Mal trafen und die Prämissen seines Ansatzes übernahmen. Soweit wir seither Erfolg gehabt haben, ist das zum großen Teil darauf zurückzuführen, dass wir diese Prämissen strikt eingehalten haben. Unser heutiges Investment-Team bleibt diesen Grundsätzen fest verpflichtet, und wir vertrauen darauf, dass sie uns weiterhin langfristig sicher leiten.

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

Mit freundlichen Grüßen



William H. Browne

Thomas H. Shrager

John D. Spears

Robert Q. Wyckoff, Jr.

***Geschäftsführende Verwaltungsratsmitglieder, Tweedy, Browne Company
LLC***

April 2016

Fußnoten:

Derzeitige und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Die Anlage in ausländischen Wertpapieren beinhaltet zusätzliche Risiken, darunter Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Grundsätze der Bilanzierung und Bewertung, unterschiedliche aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen sowie unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in den verschiedenen Ländern. Zudem können die Wertpapiere kleiner, weniger bekannter Unternehmen sich volatiler verhalten als diejenigen größerer Unternehmen. Das Wertanlegen beinhaltet das Risiko, dass der Markt den inneren Wert eines Wertpapiers lange Zeit nicht erkennt oder dass ein Wertpapier, welches als unterbewertet betrachtet wird, tatsächlich beim Kauf richtig gepreist ist. Dividenden sind nicht garantiert, und ein Unternehmen, das zurzeit Dividenden zahlt, kann die Dividende jederzeit streichen. Diversifikation bedeutet keine Garantie auf Erfolg und schützt nicht vor Verlusten in einem rückläufigen Markt. Bitte lesen Sie im Prospekt des Fonds die Beschreibung der Risikofaktoren nach, die mit Anlagen in Wertpapieren verbunden sind, die von den Teilfonds eventuell gehalten werden.

Auch wenn die von den Teilfonds Tweedy, Browne International Value Fund (Euro), Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) und Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund eingesetzte Praxis der Wechselkurssicherungsgeschäfte das Verlustrisiko aus Wechselkursänderungen verringert, so verringert sie ebenso die Fähigkeit der Teilfonds, aus günstigen Wechselkursänderungen Gewinn zu ziehen, wenn die Währung, der gegenüber der Teilfonds gesichert wird, gegenüber der Währung, auf die die Anlagen des Teilfonds lauten, an Wert verliert; in einigen Zinsumgebungen können dadurch Auslagen für die Teilfonds entstehen.

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