Tweedy, Browne Value Funds **30. September 2018**
Bericht des Anlagemanagers an die Anteilsinhaber

Über tausend Jahre lang wurde römischen Eroberern die Ehre des «Triumphs» erwiesen, einer aufregenden Parade. Im Triumphzug liefen Hornbläser, Musiker und exotische Tiere aus den eroberten Gebieten zusammen mit Wagen mit, die mit Schätzen und erbeuteten Waffen beladen waren. Der Eroberer fuhr in einem Triumphwagen, und benommene Gefangene in Ketten liefen vor ihm her. Manchmal standen seine weiß gekleideten Kinder bei ihm im Wagen oder saßen auf den Pferden, die den Wagen zogen. Ein Sklave stand hinter dem Eroberer, hielt eine goldene Krone über ihn und flüsterte ihm eine Warnung zu: dass aller Ruhm vergänglich sei.

George S. Patton, Jr.
im Film «**Patton» (1970)**

An unsere Anteilsinhaber:

Die Hausse in US-Aktien dauert jetzt schon fast 10 Jahre an und ist damit die längste ununterbrochene Expansion der Nachkriegszeit. Die Helden dieses Triumphs sind zu einem großen Teil eine Handvoll hochinnovativer Unternehmer, die große dominante Unternehmen gegründet haben, welche in ihren jeweiligen Märkten heute fast eine Monopolstellung einnehmen. Zu dieser Gruppe gehören Mark Zuckerberg von Facebook, Jeff Bezos von Amazon, Tim Cook und der verstorbene Steve Jobs von Apple, dann Reed Hastings von Netflix sowie Sergey Brin und Larry Page von Google. Zusammen bilden ihre Unternehmen die allgegenwärtige FAANG-Gruppe (Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google). Laut Scott Galloway, dem Verfasser von *The Four: The Hidden DNA of Amazon, Apple, Facebook, and Google* [dt. The Four: die geheime DNA von Amazon, Apple, Facebook und Google] erwirtschafteten diese vier Unternehmen für ihre Aktionäre zum 30. September 2018 das unglaubliche Vermögen von gemäß unseren Berechnungen nahezu 3 Billionen USD. Wenn man Netflix dazurechnet, liegt das Vermögen bei fast 3,5 Billionen USD.

Der Hauptteil dieses Vermögens entstand in den letzten fünf Jahren, als unter anderem diese Unternehmen die US- und globalen Aktienindizes ankurbelten. Amazon zum Beispiel steigerte seine Marktkapitalisierung alleine im laufenden Jahr zum 30. September um 71 %, d. h. um über 413 Milliarden USD. Um dieses Wachstum richtig zu werten, muss man wissen, dass es zurzeit weltweit nur fünf andere Unternehmen gibt, die eine Gesamtmarktkapitalisierung von mindestens 400 Milliarden USD haben, und das sind Microsoft, Apple, Google, Berkshire Hathaway und Facebook. Amazon konnte im Wesentlichen in nur neun Monaten ein Unternehmen von der Größe von Facebook (Stand: 407,10 Mrd. USD am 12. 11. 2018) erschaffen.

In den Worten von Galloway:

> *Our governments grant them special treatment regarding antitrust regulation, taxes, even labor laws. And investors bid their stocks up, providing near-infinite capital and firepower to attract the most talented people on the planet or crush adversaries*. [Staatliche Stellen gewähren Amazon besondere Bedingungen in Bezug auf kartellrechtliche Vorschriften, Steuern und sogar das Arbeitsrecht. Anleger wiederum vermehren ihre Aktien und geben dem Unternehmen so fast unbegrenzte Geldmittel und Schlagkraft, um die weltweit talentiertesten Leute anzuziehen oder Gegner auszuschalten.]

Mit Stand vom 30. September 2018 machten die FAANG-Unternehmen 13 % der Bewertung des S&P 500 aus, und in den letzten zwei Jahren stiegen ihre Aktienkurse kumulativ um etwa 88 %. Dank dieses enormen Kursanstiegs notiert in unseren Augen keine der FAANG-Aktien zurzeit mit einem angemessenen Abschlag auf eine konservative Schätzung des inneren Werts. 2012 hatten wir eine außergewöhnliche Gelegenheit, Google-Aktien zu einem Preis zu kaufen, der unseren Wertvorstellungen entsprach. Obwohl wir der Ansicht sind, dass das Unternehmen heute seinen vollen

Wert erreicht hat, sind wir immer noch an Google beteiligt, weil der Wert unserer Ansicht nach weiter überdurchschnittlich ansteigen wird. Apple-Aktien entsprachen, von einem quantitativen Standpunkt aus gesehen, in den letzten fünf Jahren mehrheitlich unseren Wertvorstellungen. Unsere Untätigkeit hier ist zurückzuführen auf die qualitativen Bedenken beim Anblick der Geschichte von Unternehmen, die technische Hardware herstellen. Obwohl die Bewertung von Facebook zurzeit nicht so wahnsinnig übertrieben ist, sind wir dennoch nicht der Ansicht, dass das Unternehmen zu einem Abschlag auf dem zugrunde liegenden Wert notiert. Umgekehrt notieren sowohl Amazon als auch Netflix zurzeit, gemessen am Gewinn, zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 100 und sind uns noch nie auch nur halbwegs preisgünstig erschienen. De facto sind Amazon und Netflix ein Symbol für die Wagniskapital-Mentalität an den Börsen, die wir in den letzten Jahren häufiger beobachten. Dieses vom Silicon Valley inspirierte Ethos stellt anscheinend das Wachstum von Kundenzahl und Umsatz vor alle anderen Ziele, einschließlich der Ertragsfähigkeit. Elizabeth Winkler formulierte es in einem kürzlich (am 26. August 2018) im Wall Street Journal erschienenen Artikel mit der Überschrift *Why No One Can Catch Netflix* [Warum keiner Netflix einholt] so: «Netflix's great advantage over its rivals is it doesn't need to show profits, as long as the subscriber numbers keep climbing.» [Es ist der große Vorteil von Netflix gegenüber seinen Konkurrenten, dass das Unternehmen keine Gewinne ausweisen muss, solange die Zahl der Abonnenten steigt.] Zwar ist dieses Konzept in der Gründungsphase eines Unternehmens üblich, doch wird es zunehmend auch auf viele große reifere börsennotierte Unternehmen angewandt. Wir erinnern uns an eine Zeit vor 18 Jahren, als zahlreiche innovative Technologieunternehmen ähnlich überhöhte Bewertungen erzielten, die nicht auf der ihnen zugrunde liegenden Ertragsfähigkeit beruhten. Für die Anleger in diesen Unternehmen nahm das kein gutes Ende.

Hauptsächlich aufgrund der außergewöhnlichen Wertentwicklung dieser Technologieunternehmen stieg der S&P 500 Index im Monat September auf ein Allzeithoch. Dank der FAANG-Unternehmen erzielt auch der am Wachstum orientierte Anlagestil seit vielen Jahren wesentlich höhere Ergebnisse als der am Wert orientierte Anlagestil, so dass einige Prognostiker des Marktes bereits zu dem Schluss gekommen sind, wertorientiertes Anlegen liege wieder einmal im Sterben. Dank unserer langjährigen Erfahrung hier bei Tweedy, Browne wissen wir, dass diese Phase irgendwann aufhört. Am Ende werden die Ungleichgewichte fast immer durch das bloße Gewicht der Bewertungen der Unternehmen korrigiert.

Wertorientierte Anleger dürfen nicht verzweifeln. Zahlreiche universitäre und empirische Studien belegen, dass längerfristig das wertorientierte Anlegen das am Wachstum orientierte schlägt bzw. der sprichwörtliche Igel in den meisten Fällen vor dem Hasen durchs Ziel geht.[1] Es gibt viele Theorien, die den Grund für den langfristigen empirischen Renditevorteil des am Wert orientierten Anlegens herausfinden wollen. Unserer Meinung nach liegt eine der Hauptursachen im Verhalten des Menschen begründet: Beim Anlegen auf Wachstum fühlt man sich einfach besser. Es ist leichter, bequemer und verleitet den Anleger häufig zur Selbstzufriedenheit. Lakonishok, Shleifer und Vishny kommen in ihrer klassischen Studie «Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk» [Gegenläufige Anlagen, Hochrechnung und Risiko] (1993) zu dem Ergebnis, dass Anleger die zukünftigen Wachstumsraten von Glamouraktien im Verhältnis zu Wertaktien ständig zu überschätzen scheinen und übermäßiges Gewicht auf die jüngste Kursentwicklung legen, obwohl bei den zukünftigen Wachstumsraten eine Rückkehr zum Mittelwert (*Mean Reversion*) hochwahrscheinlich ist. Zudem fanden die Autoren heraus, dass Anleger häufig gut geführte Unternehmen mit guten Anlagen verwechseln. Insofern kaufen sie Glamourwertpapiere mit weithin anerkannten Wettbewerbsvorteilen und hohen Erwartungen an zukünftiges Wachstum, egal zu welchem Kurs. Zudem verstärken in jüngster Zeit erzielte gute Preise häufig die Überzeugung des Wachstumsanlegers noch weiter. Wie Warren Buffett

[1] *Siehe zum Beispiel:* What Has Worked In Investing, *Tweedy, Browne (Überarbeitung 2009);* Value and Growth Investing. Review and Update von *Louis K.C. Chan und Josef Lakonishok,* Financial Analysts Journal, *(Januar/Februar 2004),* What Works On Wall Street von *James P. O'Shaughnessy, McGraw-Hill Education, (4. Aufl. November 2012)*

angemerkt hat, neigen Anleger zum fröhlichen Konsens.

Im Gegensatz dazu fühlt man sich beim wertorientierten Anlegen häufig unbehaglich und überfordert. Der Kauf der Aktien von unter Druck geratenen Unternehmen, deren Kursentwicklung kaum Gewinne verheißt und die bekanntermaßen Probleme haben– wie vorübergehend auch immer –, erfordert Beharrlichkeit und eine in sich widersprüchliche Mischung aus Überzeugung und Demut, an der im Kreis der Anleger öfter Mangel herrscht. Man muss dafür fast immer ertragen, dass es zeitweilig so aussieht, als ob man unrecht hat, und man muss willens sein, mit Unsicherheit, Kursschwankungen und der Erkenntnis zu leben, dass nicht wenige Konzepte sich aus irgendeinem Grunde als Verlustgeschäft entpuppen werden. Verhaltensmäßig ist wertorientiertes Anlegen einfach schwieriger; jedoch bestätigt die Studie von Lakonishok u. a. aus historischer Perspektive, dass die dazu gehörige Leidensfähigkeit mit Erträgen belohnt wird, die langfristig die Erträge aus Wachstums- bzw. Glamouraktien übersteigen.

Aufgrund des erheblich niedrigeren Engagements in Technologieunternehmen bleiben die Erträge an den Aktienmärkten außerhalb der USA, obwohl sie durchaus solide sind, weit hinter den Erträgen am US-Aktienmarkt zurück. Die Kursentwicklung von Unternehmen außerhalb der USA wird kurzfristig teilweise von Prognosen getrübt, die von einem sich abschwächenden Wirtschaftswachstum ausgehen, von politischen Unruhen, von Befürchtungen über Handelskriege und von starken Wechselkursschwankungen, während US-Aktien profitiert haben von verstärkten staatlichen Anreizen in Form einer Senkung der Körperschafts- und Einkommensteuer, von höheren Verteidigungsausgaben und von Investitionen, die das Wirtschaftswachstum, die ausgewiesenen Unternehmensgewinne und dadurch wiederum die Aktienkurse erheblich haben ansteigen lassen. Aufgrund des Drucks, unter dem die Unternehmen außerhalb der USA stehen, war es emotional schwieriger, deren Aktien zu halten. In den letzten zehn Jahren legte der S&P 500 zweimal so stark zu wie der MSCI EAFE Index. Im laufenden Jahr erweiterte sich die Spanne zum 30. September 2018 sogar noch. Der S&P 500 ist im laufenden Jahr zum 30. September 2018 um 10,56 % gestiegen, während der MSCI EAFE Index in Landeswährung nur um 1,38 % zugelegt hat und in USD gar um 1,43 % gefallen ist. Diese starke Entwicklung der US-Aktien führt unserer Ansicht nach dazu, dass die US-Aktien im Vergleich zu den Nicht-US-Aktien überbewertet sind. Laut Bloomberg notierte der S&P 500, einfach nach dem Kurs-Gewinn-Verhältnis berechnet, Ende Oktober mit einem Aufschlag von ungefähr 33 % gegenüber dem MSCI EAFE Index. Jason Zweig, der Verfasser der Rubrik *The Intelligent Investor* im The Wall Street Journal, kommentierte diesen Bewertungsgegensatz von US- und Nicht-US-Aktien kürzlich in seinem Artikel «The ‚Dumb' Money Is Bailing on U.S. Stocks. That's Smart.». [Das «dumme» Geld zieht sich aus US-Aktien zurück. Das ist klug.] Er warnte:

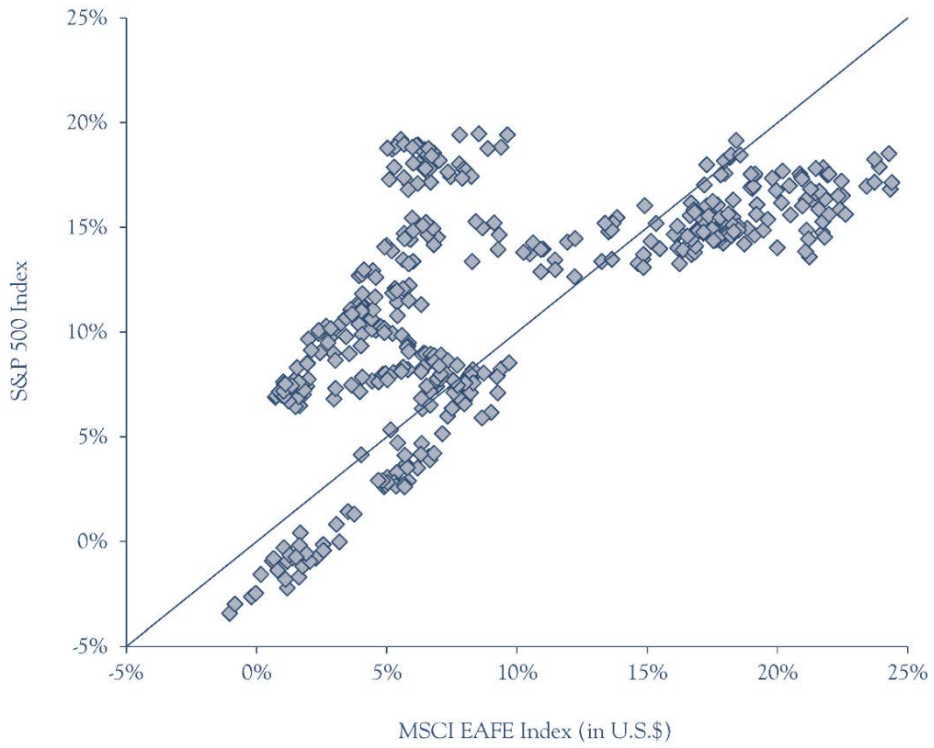
> *If U.S. growth merely slows relative to other economies, stock markets elsewhere in the world are likely to catch up to or surpass the S&P 500.*
>
> *Stocks in the U.S. may be more vulnerable than usual to such a reversal, given how expensive they are. Compared with the rest of the world, U.S. stocks are at their highest valuations on record, according to Bank of America Merrill Lynch—trading for twice as much, as measured by price to net worth, as international shares.*
>
> [Wenn das US-Wachstum sich im Verhältnis zu anderen Ländern einfach nur verlangsamt, holen die Aktienmärkte weltweit den S&P 500 wahrscheinlich ein oder überholen ihn sogar.
>
> Aktien in den USA sind vermutlich anfälliger auf diese Umkehr der Entwicklung, da sie so teuer sind. Verglichen mit den Aktien der übrigen Welt befinden sich die US-Aktien laut der Bank of America Merrill Lynch auf dem höchsten je erreichten Stand – ihr Börsenkurs ist, gemessen am Verhältnis von Kurs zu Nettowert, doppelt so hoch wie der von internationalen Aktien.]

Dabei profitierten nicht immer die USA von diesem Gegensatz zwischen den Ergebnissen von US-

und Nicht-US-Aktien. So weist Jason Zweig in seinem Artikel darauf hin, dass in zahlreichen mehrjährigen Zeiträumen die Ergebnisse von Nicht-US-Aktien erheblich besser waren als die von US-Aktien. Darüber hinaus übertrafen, wie der nachstehenden Grafik zu entnehmen ist, die rollierenden Zehnjahresergebnisse des S&P 500 im Zeitraum von 1974 bis 2018 nur während 52 % der Zeit diejenigen des MSCI EAFE Index. Zweigs Artikel weist auch darauf hin, dass in den zehn Jahren zum Dezember 1986 die Nicht-US-Aktien die Entwicklung der US-Aktien im Durchschnitt um über 6,2 % pro Jahr übertrafen. Das Gleiche lässt sich für den Zehnjahreszeitraum zum Dezember 2007 sagen, in dem Nicht-US-Aktien sich um 3,1 % pro Jahr besser entwickelten als die US-Aktien. Zweig bemerkt auch, dass Privatanleger in den letzten zehn Jahren Papiere im Wert von 34 Milliarden USD von in den USA ansässigen Fonds zurücknehmen ließen, während sie im gleichen Zeitraum über eine Billion USD in nicht in den USA ansässige Fonds investierten, was Zweig zu dem Schluss bringt: «*sooner or later, that's going to make the so-called dumb money look smart.*» [Früher oder später wirkt dadurch das sogenannte «dumme Geld» wieder intelligent.] Wir sind der gleichen Meinung.

Der S&P 500 Index und der MSCI EAFE Index (in USD)
Rollierende Zehnjahresergebnisse | 31. Dezember 1974 zum 30. September 2018

Die US-Aktienmärkte (S&P 500 Index) entwickelten sich in etwas über der Hälfte (52 % der beobachten Zeiträume) der rollierenden Zehnjahreszeiträume besser als die internationalen Märkte (MSCI EAFE Index (in USD)).



Quelle: Bloomberg. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

Die vertikale Achse bildet die annualisierten Ergebnisse des S&P 500 ab, die horizontale Achse die annualisierten Ergebnisse des MSCI EAFE Index (in USD). Die diagonale Achse trennt als Grenzlinie die Zeiträume der Outperformance von Zeiträumen der Underperformance. Die über der diagonalen Achse eingezeichneten Punkte zeigen die relative Outperformance des S&P 500 Index an, die Punkte unterhalb der diagonalen Achse seine relative Underperformance.

Wie im Leben, so gibt es auch beim Anlegen Hochs und Tiefs. Als wertorientierte Anleger möchten wir Vorteile aus der Tatsache ziehen, dass die Marktkräfte, empirisch gesehen, beim Anstieg wie beim Rückgang zur Überreaktion neigen. Und wir haben guten Grund anzunehmen, dass die Aktienbewertungen langfristig zu ihrem Mittelwert zurückkehren (*Mean Reversion*). Aber wir können nicht wissen, wann diese Rückkehr zum Mittelwert eintritt, und das wertorientierte Anlegen kann über Zeiträume unpopulär sein, die im besten Falle irritierend und im schlimmsten Falle wirklich unangenehm sind. Dennoch zahlen sich für wertorientierte Anleger, die bei der Stange bleiben, Geduld, Disziplin und Kursbewusstsein in der Regel aus. Zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Berichts herrscht an den Wertpapierbörsen wieder Volatilität. Die Wertentwicklung der Aktien von Technologieunternehmen ist ins Stocken geraten; die Furcht vor einem Handelskrieg und die Vorhersage eines sich abschwächenden Wirtschaftswachstums haben den chinesischen Aktienmarkt

von seinem Höhenflug von Ende Januar zum 31. Oktober 2018 um mehr als 26 % heruntergeholt; Europa bereitet sich auf die Möglichkeit eines harten Brexit vor; und zahlreiche Schwellenländer sind aufgrund ihrer hohen Verschuldung in USD und EUR in Schwierigkeiten. Obendrein steigen Inflation, Zinsen und Ölpreis an. Optimistisch betrachtet, bedeuten diese Probleme auch kurzfristige Kursgelegenheiten für eine steigende Anzahl von Nicht-US-Aktien. Wir haben in der letzten Zeit immer mehr Ideen, und wir sind damit beschäftigt, den Boden für potenzielle zukünftige Ergebnisse zu bereiten, wie dieser Bericht weiter hinten noch erläutert.

Anlagewertentwicklung

Im laufenden Jahr zum 30. September 2018 legten die Teilfonds in diesem zweigeteilten Umfeld weiterhin zu. Jedoch waren die Ergebnisse der Teilfonds, relativ gesehen, durchwachsen. Unsere International-Value-Teilfonds übertrafen ihre gesicherten und ungesicherten Referenzindizes, während unsere beiden global orientierten Teilfonds hinter ihren Referenzindizes zurückblieben.

Der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) schlug den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) um 239 Basispunkte und den ungesicherten Index um 137 Basispunkte. Der Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) lag um 145 Basispunkte vor dem MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF) und um 328 Basispunkte vor dem ungesicherten Index. Im Gegensatz dazu lag der Tweedy, Browne Value Fund (USD) erheblich hinter seinem globalen Referenzindex, während der Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund nur um 13 Basispunkte hinter dem MSCI World Index (abgesichert gegen EUR) zurücklag. Der Tweedy, Brown Value Fund (USD) und der Tweedy, Brown Global High Dividend Value Fund haben sich nur relativ gemäßigt in US-Aktien engagiert und deshalb kurzfristig dem Vergleich mit dem MSCI World Index nicht standgehalten, dessen Vermögenswerte zu etwa 60 % bis 65 % aus US-Aktien bestehen.

Nachstehend nun die Ergebnisse der Wertentwicklung der Teilfonds über verschiedene Zeiträume im Vergleich mit ihrem jeweiligen Referenzindex.

			Die Wertentwicklung zum 30. September 2018 für Perioden über einem Jahr annualisiert			
	6 Monate zum 30. 9. 18	Lfd. Jahr zum 30. 9. 18	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Seit Auflegung
Tweedy, Browne Value Fund (USD)* *(aufgelegt am 31. 10. 96)*	3,97 %	1,92 %	6,77 %	4,35 %	6,59 %	5,89 %
MSCI World Index (in USD)	6,80	5,43	11,24	9,28	8,56	6,62
S&P 500 Index	11,41	10,56	17,91	13,95	11,97	8,71
Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*† *(aufgelegt am 31. 10. 96)*	6,43 %	3,27 %	6,82 %	6,44 %	8,55 %	8,47 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR)	5,57	0,88	4,43	7,36	6,13	5,15
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	5,99	1,90	4,57	7,66	7,40	5,07
Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)* *(aufgelegt am 31. 10. 96)*	5,04 %	2,08 %	5,33 %	4,72 %	6,66 %	6,88 %
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen CHF)	5,51	0,63	4,08	6,69	5,65	3,96
MSCI EAFE Index (in CHF)	2,11	- 1,20	3,71	6,04	3,94	3,64
Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund* *(aufgelegt am 1. 6. 07)*	7,36 %	4,91 %	8,56 %	6,55 %	6,72 %	4,00 %
MSCI World Index (abgesichert gegen Euro)	8,04	5,04	10,16	9,80	7,99	4,25
MSCI World Index (in Euro)	13,09	9,00	13,22	12,68	10,64	6,20

** Die Wertentwicklung wird annualisiert und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und die von ihnen erwirtschafteten Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung der Teilfonds entspricht der von der Swiss Funds & Asset Management Association*

(SFAMA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten «Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen». ***Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

† Vor dem 17. Mai 2004 lautete der Teilfonds auf USD, und seine Anlagen wurden gegen USD-Schwankungen gesichert. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds auf EUR geändert, und seine Anlagen wurden gegen EUR-Schwankungen gesichert. Die Zahlen zur Wertentwicklung im Kalenderjahr 2004 und annualisierten 15-Jahres-Wertentwicklung sowie zur Wertentwicklung seit der Auflegung basieren auf dem Anstieg des Wertes in % und USD zum 16. Mai 2004 und auf dem Anstieg des Wertes in % und EUR seitdem. Dementsprechend stellen die Zahlen zur Wertentwicklung nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Wertes der Anteile des Teilfonds über den gesamten Betrachtungszeitraum dar. Als Referenzindizes dienen der verbundene MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) und der verbundene MSCI EAFE Index (in USD/EUR), welche die Wertentwicklung des gegen den USD oder in den USD für den Zeitraum zum 16. Mai 2004 und gegen den EUR oder in den EUR für den Zeitraum ab 17. Mai 2004 abgesicherten MSCI EAFE Index darstellen.

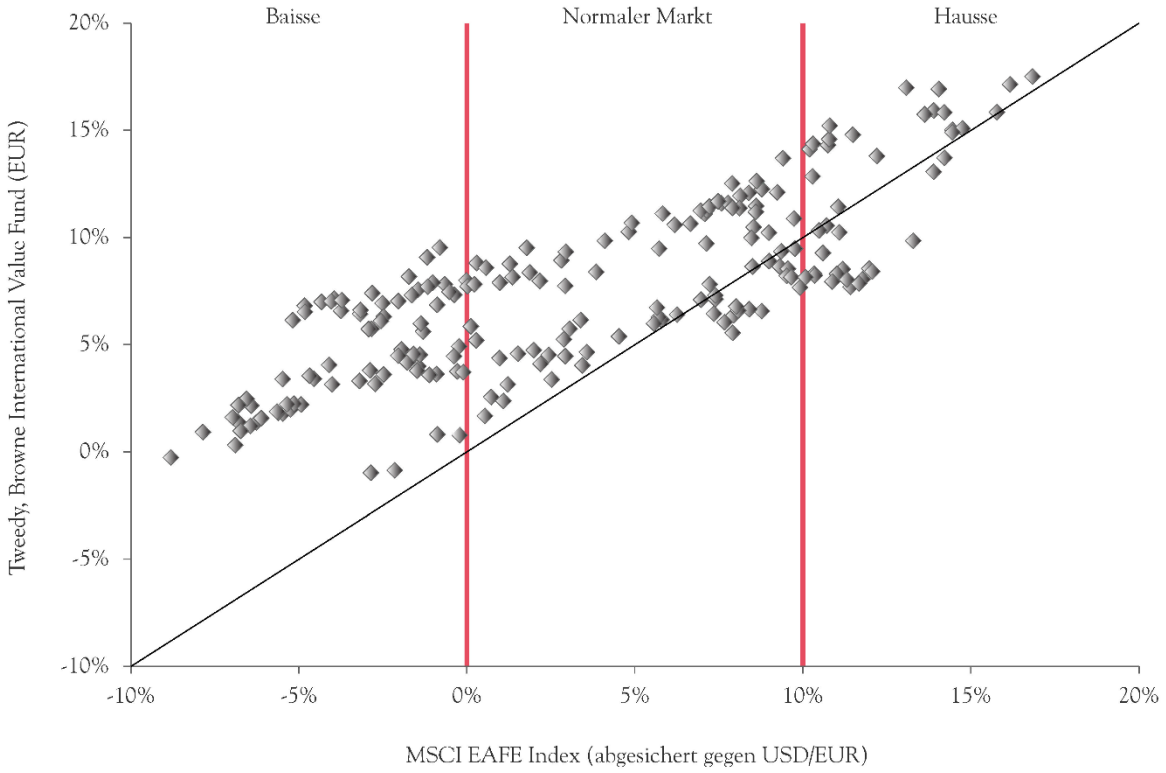
Rollierende Fünfjahresrenditen des Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

Wie wir bereits in vergangenen Berichten erläutert haben, liegt es in der Natur von Renditeströmen von Eigenkapital, sich zu verklumpen, und nichts veranschaulicht dieses Verhalten vielleicht besser als eine Untersuchung der rollierenden durchschnittlichen Fünfjahresrendite. Das folgende Streudiagramm verfolgt die rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite unseres International Value Fund (Euro) monatlich, und zwar seit seiner Auflegung im Oktober 1996, und vergleicht die betreffende Rendite jeweils mit dem rollierenden durchschnittlichen Fünfjahresergebnis seines Referenzindex, des MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR). Wenn Sie sich die Zeit nehmen, das Diagramm sorgfältig zu lesen, enthüllt es ein sich wiederholendes Muster in der zweiundzwanzigjährigen kumulativen Erfolgsgeschichte des Teilfonds: Er übertrifft seinen Referenzindex kontinuierlich in jedem schwierigen und herausfordernden Aktienmarktumfeld (d. h. in 100 % der rollierenden Fünfjahres-Baisseperioden). Unserer Ansicht nach hat es die Widerstandsfähigkeit des Teilfonds gegenüber nachteiligen Verhältnissen dem größten Teil unserer Anleger erlaubt, in den Zeiten weiterhin engagiert zu bleiben, in denen die Märkte sich als unkooperativ erwiesen. Die Fähigkeit, in diesen unruhigen Zeiten «an Bord zu bleiben», ist vielleicht der wichtigste Faktor für die langfristige Vermögensbildung.

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)
Rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite (ohne Gebühren) | 31. Oktober 1996 bis 30. September 2018

Von 204 Fünfjahresmessperioden schlug der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) 167-mal bzw. während 82 % der Messperioden.

Rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite (monatlich berechnet) | International Value Fund (Euro) ggü. MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR)



	Int'l Value Fund (Euro)	MSCI EAFE Index *(abgesichert gegen USD/EUR)*
Baisse (unter 0 %) Durchschn. 5-Jahres-Rendite – 76 Perioden **Der Teilfonds schlägt den Index in 100 % der Perioden**	4,40 %	-3,26 %
Normaler Markt (0–10 %) Durchschn. 5-Jahres-Rendite – 89 Perioden **Der Teilfonds schlägt den Index in 80 % der Perioden**	8,16 %	5,57 %
Hausse (über 10 %) Durchschn. 5-Jahres-Rendite – 39 Perioden **Der Teilfonds schlägt den Index in 51 % der Perioden**	12,25 %	12,24 %

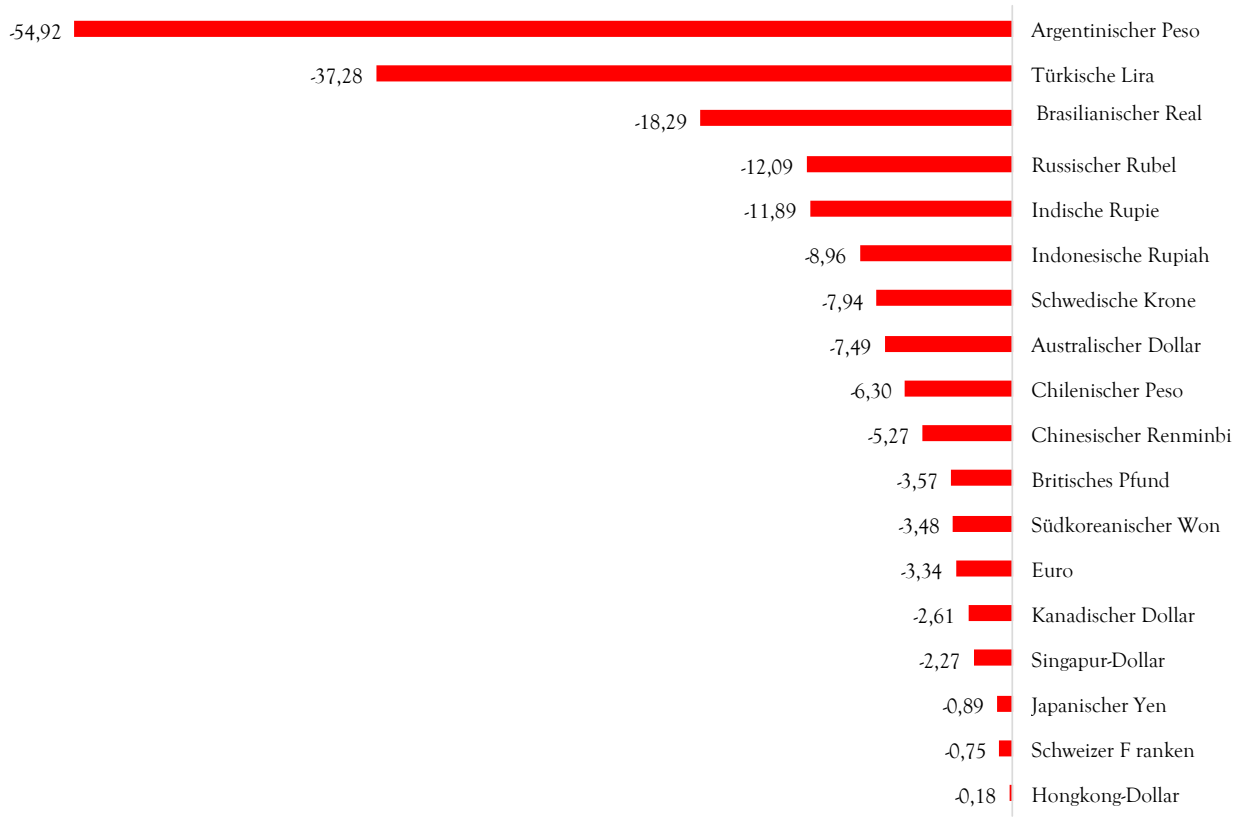
Das vorstehende Diagramm veranschaulicht die rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite (monatlich berechnet) ohne Gebühren des Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) seit dem 31. Oktober 1996 im Vergleich zur rollierenden durchschnittlichen Fünfjahresrendite seines Referenzindex («Index»). Die horizontale Achse bildet die Rendite des Index ab, die vertikale Achse die Rendite des Teilfonds. Die diagonale Achse ist die

Grenzlinie zwischen den Perioden der Outperformance und den Perioden der Underperformance. Diagrammpunkte über der diagonalen Achse zeigen eine relative Outperformance des Teilfonds, die Punkte unterhalb der diagonalen Achse eine relative Underperformance. Die jeweilige Rendite wurde für drei unterschiedliche Marktumfelder berechnet: eine «Baisse» (Index-Rendite unter 0 %), einen «normalen Markt» (Index-Rendite zwischen 0 % und 10 %) und eine «Hausse» (Index-Rendite über 10 %). Zwischen dem 31. Oktober 1996 und dem 30. September 2018 lagen 204 rollierende Renditeperioden. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

«Verbrennung der Währungen»

In der Ausgabe vom 7. September seiner nach ihm benannten Zeitschrift, Grant's Interest Rate Observer, bezieht sich Jim Grant auf die «Verbrennung der Währungen» (bonfire of the currencies), die zurzeit in Argentinien, der Türkei und Brasilien wütet. Das Vertrauen der Anleger in diese Märkte ist erschüttert worden durch nachlassendes Wirtschaftswachstum, politische Umwälzungen und hohe Schulden in Euro und USD. De facto verloren, wie Sie im nachstehenden Diagramm sehen können, dieses Jahr zum 30. September alle Hauptwährungen und fast alle Schwellenlandwährungen im Verhältnis zum US-Dollar an Wert. Diese ziemlich abrupte Kehrtwende gegenüber den Vorhersagen des letzten Jahres einer anhaltenden Schwäche des US-Dollar war ziemlich außergewöhnlich und hat viele Anleger völlig überrascht. Sie untermauert unsere alte Devise: Der Versuch, die zukünftige Entwicklung von Fremdwährungen vorherzusagen, ist ein fruchtloses Unterfangen.

Ausgewählte Währungen aus aller Welt gegenüber dem US-Dollar (1. 1. 2018 – 30. 9. 2018)

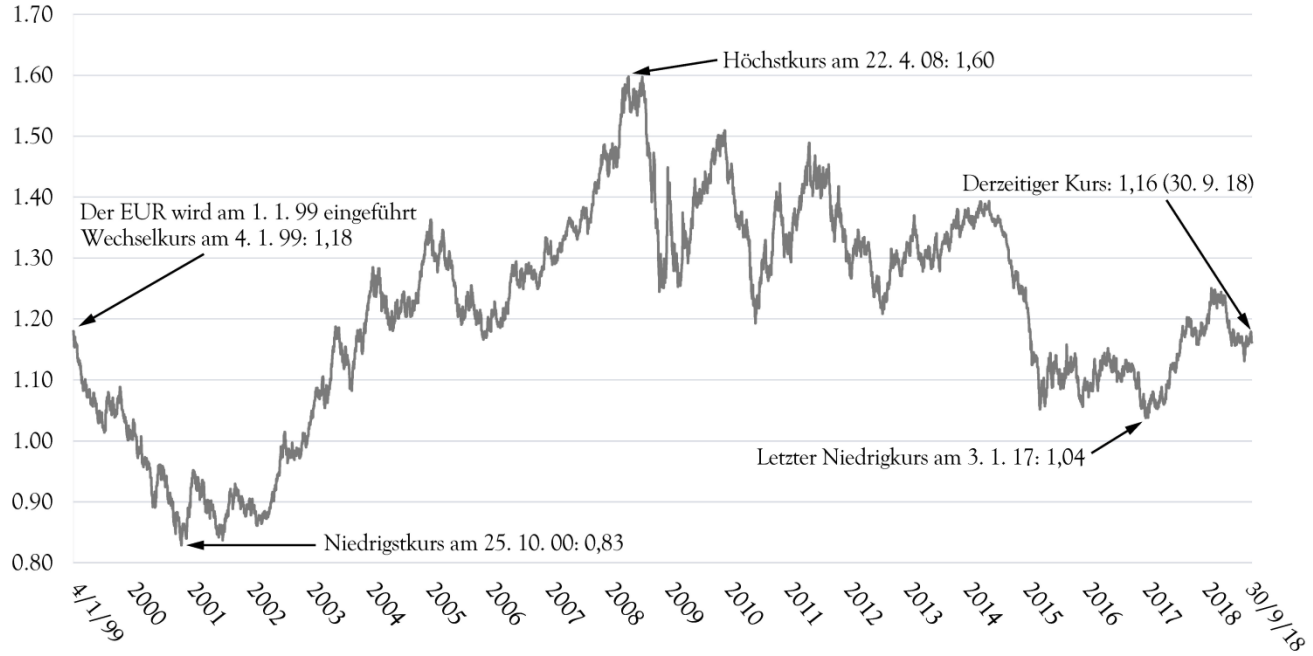


Quelle: Bloomberg. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

Wie wir bereits in früheren Schreiben erläutert haben, sind mögliche Verluste aus der Änderung von Wechselkursen ein Risiko des nicht abgesicherten Investierens in ausländische Aktien. Auch wenn eine Aktie sich an der Londoner Wertpapierbörse gut entwickelt, kann Ihr Gewinn verschwinden oder sogar zum Verlust werden, wenn er in Euro umgerechnet wird und das britische Pfund gegenüber dem Euro an Wert verliert. Zudem können Wechselkursschwankungen extremer

ausfallen als Aktienkursschwankungen. Das folgende Diagramm veranschaulicht die außerordentliche zwischenzeitliche Wechselkursvolatilität, der sich in Euro investierende Anleger in auf US-Dollar lautenden Wertpapieren seit der Einführung des US-Dollar im Jahr 1999 gegenübergesehen haben.

Historischer Wechselkurs des US-Dollar ggü. dem Euro



Quelle: Bloomberg. Stand: 30. 9. 2018. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

Wie wir bereits mehrfach betont haben, suchen wir Aktien aus, aber wir geben nicht vor, die Tücken der Wechselkurse zu verstehen. Viele unserer Anleger zählen ihr Vermögen in Euro oder Schweizer Franken, und wir versuchen die Verwässerung unserer Anlageergebnisse zu vermeiden, die durch Verluste in anderen Währungen als dem Euro oder dem Schweizer Franken entstehen. Mit diesem Ziel hat sich der International Value Fund (Euro) und der Global High Dividend Value Fund (der ebenfalls auf Euro lautet) für die Absicherung angenommener Fremdwährungsrisiken in Euro entschieden, während der International Value Fund (CHF) in Schweizer Franken abgesichert ist. Diese Absicherung ermöglicht es diesen Teilfonds, das angenommene Währungsrisiko zum größten Teil zu eliminieren und somit potenzielle Währungsverluste zu verringern, wenn sie international investieren. Darüber hinaus sind wir auf der Grundlage einer Reihe empirischer Studien und unserer eigenen Beobachtungen über die Wertentwicklung von abgesicherten im Vergleich zu ungesicherten Indizes (seit der Auflegung unserer internationalen Teilfonds im Jahr 1996) zu der Ansicht gelangt, dass über sehr langfristige Messperioden tatsächlich «ein Freitisch» möglich ist bei der Währungskurssicherung, d. h. eine Verringerung des Währungsrisikos (einschließlich der Verminderung von zwischenzeitlicher Volatilität und Tracking Error), und dies zu relativ geringen Kosten oder sogar kostenlos in Bezug auf entgangene Renditen. Natürlich kann der Wechselkurs, relativ kurzfristig betrachtet, unvorhersehbar schwanken, was unter Umständen dazu führt, dass abgesicherte und ungesicherte Ergebnisse stark voneinander abweichen.

Letzten Endes haben wir kein persönliches Interesse daran, ob Anlagen abgesichert oder ungesichert erfolgen. Wovor wir jedoch warnen, sind Versuche, die Wechselkursschwankungen auszunutzen, indem man Geld zwischen abgesicherten und ungesicherten Anlageformen hin und her schiebt. Unser Rat an die Anleger: Nehmen Sie einfach eine abgesicherte oder ungesicherte Stellung ein und halten Sie sie langfristig. Beide Pfade führen wahrscheinlich zu einem ähnlichen Ziel, aber mit möglicherweise unterschiedlicher Volatilität innerhalb der Perioden.

Anteilsinhaber, die mehr darüber erfahren möchten, wie wir uns gegen das Währungsrisiko absichern,

lesen bitte unser internes Weißbuch über «How Hedging Can Substantially Reduce Foreign Stock Currency Risk» [Wie Sicherungsgeschäfte das Risiko ausländischer Aktien erheblich reduzieren können], das über eine E-Mail-Anfrage kostenlos bei sicavinfo@tweedy.com erhältlich ist.

Bitte beachten Sie, dass die einzelnen im Vorliegenden besprochenen Unternehmen im Jahr zum 30. September 2018 von mindestens einem, aber nicht unbedingt allen vieren unserer Teilfonds gehalten wurden.

Die Entwicklung der Anlagemethode von Tweedy, Browne

Tweedy, Browne begeht 2020 sein hundertjähriges Jubiläum. Die lange und aufregende Geschichte des Unternehmens ist mit legendären wertorientierten Anlegern wie unter anderem Benjamin Graham, Warren Buffett, Charlie Munger und Walter Schloss verknüpft. Über all die Jahre erlebte Tweedy, Browne die Hausse nach dem Zweiten Weltkrieg, den Aufstieg und Fall der «Nifty Fifty», die harte Zeit der Stagflation in den späten 1970er Jahren, den von Michael Milken angeheizten Boom der LBO (*Leveraged Buy-outs*) und Übernahmen in den 1980er Jahren, den Beginn und Zusammenbruch der Technologieblase im März 2000 sowie die durch Schulden und Immobilienkäufe verursachte Finanzkrise von 2008 bis 2009. Auch aufgrund unserer langjährigen Erfahrung werden wir häufig gebeten, über unsere Vergangenheit zu sprechen, damit sich daraus Lehren für die Zukunft ziehen lassen. Kürzlich fragte uns ein Anlageinteressent, inwieweit sich die Anlagemethode des Unternehmens in den Jahren seines Bestehens entwickelt oder geändert habe. Nun, vielleicht sind Sie an unserer Antwort interessiert; sie beginnt damit, dass wir besonders erwähnen, was sich *nicht* verändert hat.

Das Gleichbleibende

Wir halten unsere wertorientierte Anlagemethode ein, seit das Unternehmen Ende der 1950er Jahre sein erstes Anlagedepot verwaltete. Wir sagen häufig, dass unsere erste und einzige Sitzung zur Anlagepolitik 1958 stattfand, als ein Mitarbeiter von Benjamin Graham, Tom Knapp, von Grahams Unternehmen Graham-Newman Corporation zu Tweedy wechselte und Grahams System zur Bewertung von Stammaktien mitbrachte. Wie Graham halten wir Aktien für Bruchteile von Beteiligungen an Unternehmen. Insofern ist das Bemühen um die Ermittlung des inneren Werts eines Unternehmens das Kernstück unserer Anlagemethode. Danach investieren wir in diejenigen Unternehmen, die an der Börse mit einem erheblichen Abschlag auf diesen Wert gehandelt werden. Wir hoffen dabei, dass die Wertlücke bzw. der Unterschied zwischen dem Kurs und unserer Schätzung des zugrunde liegenden Werts sich schließt und wir in der Zwischenzeit ein befriedigendes Ergebnis erzielen. Unserer Ansicht nach schützt uns die Voraussetzung eines hohen Abschlags, von Graham die «Sicherheitsmarge» eines Anlegers genannt, vor einem permanenten Kapitalverlust auf Fonds- oder Portfoliobasis. Wie Graham erläutert, steht diese Marge «zur Absorption der Auswirkungen von Fehlkalkulationen oder mehr als durchschnittlichem Pech zur Verfügung», und er legt «besonderen Wert darauf zu erwähnen, dass die Anlage auch nachteilige Entwicklungen auffängt».

Der innere Wert eines Unternehmens kann als der Kurs angesehen werden, den sachverständige Käufer und Verkäufer einem zu Marktbedingungen abgeschlossenen Geschäft über den Verkauf dieses Unternehmens zugrunde legen würden. Wir sind tendenziell konservative Schätzer von Unternehmen und haben eine Abneigung gegen Investitionen in hoch verschuldete Unternehmen, und zwar zum Teil deswegen, weil wir unser Stehvermögen nicht gefährden wollen. Unsere Haltung entspricht dem Motto «to finish first, you first must finish» [Ein Sieg setzt voraus, dass man überhaupt am Ziel ankommt]. Zudem bleiben wir bescheiden, was unsere Fähigkeit angeht, zukünftige Ereignisse vorauszusagen oder einen genauen Zeitpunkt zu bestimmen, denn bereits kleine Änderungen an der Bewertungskennzahl können bei stark verschuldeten Unternehmen große Änderungen des inneren Werts auslösen.

Ein weiterer wichtiger und zu wenig anerkannter Aspekt unserer Methode ist unsere

Wertschätzung des Anlageverhaltens. Das Bewusstsein und Verständnis dafür, dass eine Aktienanlage eine Beteiligung an einem Unternehmen darstellt, kann einen objektiven Anker bereitstellen und Anleger in den unvermeidlichen Stresszeiten Trost verschaffen. Mit wenigen Ausnahmen laufen die Gefühle von Anlegern häufig einer logischen Entscheidungsfindung zuwider und ersticken die Fähigkeit zum nüchternen Denken, wenn der Markt schwierige Phasen durchlebt. Wenn man daran denkt, dass man eine Unternehmensbeteiligung hält, richtet man den Fokus auf eher erkennbare und objektive Faktoren, so dass man sich nicht von gerade aktuellen Emotionen optimistischer oder pessimistischer Art fortreißen lässt.

Obwohl es viele Methoden der Anlage im Aktienmarkt gibt, sind wir der Ansicht, dass unsere Methode theoretisch fundiert ist, dass unser Unternehmen sowohl kulturell als auch veranlagungsmäßig befähigt ist, sich an sie zu halten, dass sie weltweit funktioniert und dass die Methode in der Vergangenheit eine langfristige, wenn auch nicht störungsfreie Anlageerfolgsbilanz erzielt hat.

Das Veränderliche

Die Kennzahlen für die Unternehmensbewertung haben sich erhöht Die wesentlichen Triebkräfte langfristiger Unternehmensbewertungen – Zinsen und Wachstum des Gewinns pro Aktie – haben sich nicht verändert. Jedoch führte der starke Rückgang der Zinsen in den letzten 38 Jahren dazu, dass wir unsere Bewertungskennzahlen schrittweise erhöht haben, wenn auch widerwillig und mit Verzögerung. Unmittelbar sichtbare Zunahmen an Fusions- und Übernahmekennzahlen belegen die reale Macht, die von hohen Zinsänderungen in Bezug auf den Unternehmenswert ausgehen kann. Dennoch bleibt Grahams Voraussetzung einer erheblichen «Sicherheitsmarge» bei der Bewertung von Unternehmen und der Ermittlung von Kaufpreisen für unseren Anlageprozess bestimmend.

Der Schwerpunkt liegt auf den qualitativen Aspekten eines Unternehmens Der technische Fortschritt hat die für Anleger verfügbaren Informationsgeschwindigkeiten, -mengen und -arten massiv erhöht. Jedoch bringen mehr Daten nicht immer auch ein besseres Urteilsvermögen mit sich. Der Mensch neigt von Natur aus dazu, sich auf die neuesten Daten und Nachrichten zu konzentrieren, unabhängig von den langfristigen Auswirkungen. Per Knopfdruck sind die finanziellen Daten eines Unternehmens sofort verfügbar, und jeder finanziell Sachverständige erhält leicht Zugang zur Geschäftstätigkeit und finanziellen Lage eines Unternehmens. Dieser unmittelbare und allgegenwärtige Informationsfluss trägt unserer Ansicht nach dazu bei, dass die Bewertungsdiskrepanzen an unseren Märkten sich verengen und es heute immer weniger Gelegenheiten zum Kauf von statistisch preisgünstigen «Zigarrenstummel»-Aktien gibt.

Wir haben uns an die uns real zur Verfügung stehenden Gelegenheiten angepasst, indem wir uns stärker auf die qualitativen Aspekte der Unternehmen konzentrieren. Dadurch wird unser Interesse häufig von Unternehmen geweckt, von denen wir annehmen, dass sie über dauerhafte und nachhaltige Wettbewerbsvorteile verfügen, die als Verteidigungsanlage gegen Angriffe von Wettbewerbern nach Schumpeter[2] dienen können. Zu diesen Vorteilen zählen hohe Wechselkosten, wertvolles Sachvermögen, niedrigere Produktionskosten und Netzeffekte. Diese Unternehmen können häufig unverhältnismäßig hohe Kapitalrenditen erzielen, die sich ohne die jeweilige Verteidigungsanlage tendenziell auf den Mittelwert reduzieren würden. Wir bezeichnen diese qualitativ höherwertigen Unternehmen häufig als «Kumulierer», weil sie diese hohen Kapitalrenditen über lange Zeit halten können. Bei Einhaltung eines angemessenen Verhältnisses zwischen Kurs und Wert halten wir diese Art von Unternehmensbeteiligungen gern viele Jahre lang und in einigen Fällen sogar über Jahrzehnte.

Die «weichere» Seite der qualitativen Wertpapieranalyse beinhaltet, in den Worten von Charlie

[2] Eine Anspielung auf Joseph Schumpeter, den österreichischen Wirtschaftswissenschaftler (1883–1950), und seine Theorie der schöpferischen Zerstörung im Kapitalismus, die sich aus der wettbewerbsorientierten Innovation ergibt.

Munger, «das schwer Messbare», das häufig eine größere Bedeutung bei der Anlageentscheidungsfindung hat und häufig entscheidend dafür ist, dass wir es uns zutrauen, uns längerfristig zu orientieren. Für diesen Teil unseres Research lesen wir Originalunterlagen, sprechen direkt mit der Unternehmensleitung und befragen Wettbewerber und Branchenexperten in dem Bestreben, die Wirksamkeit ihrer Geschäftsmodelle im Einzelnen zu prüfen, wobei wir stets auf das Vorhandensein von Eigenschaften achten, die auf einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil hinweisen könnten. Unser erfahrenes Team kann die Schlüsselfaktoren, die sich auf eine Anlage auswirken, von der Informationsflut trennen, die (wie es scheint) so schnell wie Wasser aus einem Feuerwehrschlauch sprudelt. Wir behaupten keineswegs, perfekt zu sein, doch hilft uns unser institutionelles Gedächtnis dabei, in der Vergangenheit gemachte Fehler nicht zu wiederholen. Die Überprüfung der Käufe von Insidern zeigt uns häufig, ob wir eine Anlageidee ausführen oder doch besser verwerfen sollten. Wir denken langfristig und versuchen, den täglichen Lärm und die Versuchung zum Handel auszublenden, die sich aus der Flut von Maklerempfehlungen in unserem E-Mail-Postfach sowie aus dem andauernden Nachrichtenfluss von Finanzdienstleistern und Marktkommentatoren ergeben.

Der Hauptpunkt ist, dass wir nach wie vor mit einer soliden Bewertungsdisziplin agieren, aber zunehmend die qualitativen Aspekte eines Unternehmens in unsere Analyse integrieren. Obwohl «Kumulierer» in den Portfolios unserer Teilfonds eine immer größere Rolle spielen, kaufen wir weiterhin gerne auch statistisch preisgünstige «Zigarrenstummel»-Aktien, wenn sie erhältlich sind.

Die Gewinnrendite des Eigentümers – eine Kennzahl, welche die Körperschaftssteuer berücksichtigt In dem Bestreben, die weltweit unterschiedlichen Körperschaftssteuern einzubeziehen, haben wir unserer Bewertungsanalyse die von uns so genannte «Gewinnrendite des Eigentümers» hinzugefügt. Eine Kennzahl wie der Unternehmenswert im Verhältnis zu Gewinn vor Zinsen und Steuern (EV im Verhältnis zu EBIT) ist so konzipiert, dass sie unterschiedlichen Kapitalstrukturen von Unternehmen angepasst werden kann, versagt jedoch bei der Erfassung der Auswirkungen unterschiedlicher Körperschaftssteuern. Die Gewinnrendite des Eigentümers trägt zur Lösung dieses Problems bei. Sie wird berechnet, indem der Nettobetriebsgewinn nach Steuern durch den Unternehmenswert geteilt wird (NOPAT im Verhältnis zu EV). Wie wir in früheren Berichten bereits ausführten, liegt die «Wohlfühlzone» in Bezug auf einen annehmbaren Kaufpreis für eine Anlage bei einer Gewinnrendite des Eigentümers von 8 % bis 10 %, wobei der Kehrwert ein schuldenfreies Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,5 bis 10 darstellt.

Steigendes Engagement in Technologieunternehmen Investitionen in Technologieunternehmen sind in der Regel für viele wertorientierte Anleger, vielleicht sogar für die meisten, ein schwieriges Terrain, hauptsächlich aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit der technischen Veraltung und wegen des hohen Eintrittspreises, der häufig auf der Annahme beruht, dass der zukünftige Umsatz bzw. die Erträge schnell steigen. Obwohl diese Situation sich kaum geändert hat, entstanden kürzlich Gelegenheiten, bei denen unser Vertrauen in die voraussichtliche Geschäftsdynamik eines Technologieunternehmens und dessen Kurs zusammenkamen und eine unserer Ansicht nach attraktive Anlagegelegenheit schufen. Hinsichtlich unserer neueren Anlagen in Technologieunternehmen ist bemerkenswert, dass die Unternehmen in der Regel unserer Ansicht nach finanziell solide sind, dass sie aufgrund ihrer starken Wettbewerbsposition eine gute Prognose aufweisen und dass ihre Erträge schnell gewachsen sind. Im Gegensatz dazu war es bei den wenigen Investitionen in Technologieunternehmen, die wir vor Jahrzehnten tätigten, häufig so, dass deren Wachstum sich verlangsamt hatte. Obwohl sie statistisch gesehen preisgünstig waren, halten wir sie in der Rückschau für «schmelzende Eisberge». Unsere Denkweise im Hinblick auf Anlagen im Technologiesektor hat sich weiterentwickelt. Was sich in Bezug auf Anlagen im Technologiebereich hingegen nicht geändert hat, ist unser Beharren auf einem angemessenen Kurs. Unsere neueren Investitionen in qualitativ höherwertige Technologieunternehmen notierten alle zu einem Eintrittspreis, der einen Abschlag auf die angemessen konservative Schätzung des inneren Werts beinhaltete. Es ist dieser Kursabschlag, der bei den meisten möglichen Anlagen im Technologiebereich oft fehlt.

Die Technologiesparte der Aktienmärkte hat sich in den letzten Jahrzehnten von Unternehmen für Halbleiter, Computerhardware und Kommunikationsanlagen um Software-, Internet-, E-Commerce-, Social-Media- und Zahlungsunternehmen erweitert, die über kein grosses Betriebsvermögen verfügen. Sie alle stützen sich betrieblich stark ab auf eine Art von Technologie, aber ihre Geschäftsmodelle sind vielfältig, und es ist vermutlich besser, sie zwecks Analyse in Untersektoren aufzuteilen. Sind Google und Facebook zum Beispiel echte Technologieunternehmen, oder sind sie nicht vielmehr im Medien- und Werbesegment angesiedelt? Ist Apple wirklich ein Technologieunternehmen oder ein Unternehmen für Luxusmarkenprodukte? Ist Amazon wirklich ein Technologieunternehmen oder nicht vielmehr ein Einzel- und Großhandelsunternehmen?

Zurzeit halten wir eine Reihe von Technologieaktien in einigen oder allen unserer Teilfonds, darunter Aktien von Unternehmen wie Cisco, Google, Baidu und Sina. In unserem International Value Fund (Euro) lag die Gewichtung der Technologieaktien (einschließlich der Untergruppe Informationstechnologie und Kommunikationsdienstleistungen sowie der Untergruppe interaktive Medien und Dienstleistungen) zum 30. September 2018 in etwa auf Marktniveau, d. h. sehr viel höher als vor sechs Jahren. Außer Cisco verfolgen alle diese Unternehmen ein auf Werbung basierendes Geschäftsmodell mit hohen Kapitalrenditen, dominantem Marktanteil und disruptivem Geschäftsmodell. Es ist viel leichter für uns, diese Geschäftsmodelle zu verstehen als das Geschäftsmodell eines Herstellers von Computerhardware mit hohen Ausgaben für Forschung und Entwicklung, das mit einem hohen Risiko behaftet ist, sein Produkt könnte veralten, und dessen Veränderungsrate rasant ist. Der Trick besteht natürlich darin, diese Unternehmen zu vernünftigen Kursen zu erwerben, was wir unserer Ansicht nach auch getan haben.

Wir haben die Aktien der FAANG-Unternehmen weitgehend gemieden, da wir ihren jeweiligen Bewertungen nichts haben abgewinnen können. Wir hatten vor vielen Jahren bei Google die Chance, zu einem günstigen Preis zu kaufen, als die Aktie etwa bei einem auf dem für das nächste Jahr erwarteten Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITA) basierenden KGV von 10 und einem an den zukünftigen Cashflow angepassten KGV von 12 lag. Zudem waren wir der Ansicht, dass das Umsatzwachstum weiterhin bei mindestens 20 % pro Jahr liegen könnte. Zurzeit notiert die Aktie bei über 1 000 USD bzw. dem Sechzehnfachen des für 2019 geschätzten EBITA; allerdings ist Google ein Kumulierer, und wir sind der Meinung, dass sein Umsatz noch viele Jahre überdurchschnittlich ansteigen wird. Neuere Anlagen in Baidu und Sina qualifizierten sich auf der Grundlage eines ähnlichen Bewertungsrahmens für den Kauf, wie wir ihn bei unserer Analyse von Google angewandt haben.

Neue Anlagen in China Wir investieren seit Jahren mittelbar über unsere Engagements in multinationalen Unternehmen in China und kennen das dortige wirtschaftliche Umfeld relativ gut. Bis vor Kurzem legten wir in China nur in Unternehmen mit Sitz in Hongkong an. In letzter Zeit tätigten wir jedoch, vielleicht auch, weil unsere Vertrautheit einen gewissen «widerwilligen» Respekt erzeugt, über in den USA notierte Wertpapiere Investitionen in zwei chinesische Unternehmen mit Sitz in China (Baidu und Sina). China ist insofern einzigartig, als es, obwohl es immer noch von einer kommunistischen Regierung recht straff geführt wird, eine hochwirksame Form eines kontrollierten Kapitalismus umsetzt, die sich in den letzten zwanzig Jahren für den überwiegenden Teil der Weltwirtschaft als Wachstumsmotor erwiesen hat. Diesen Markt können wir nicht einfach weiterhin ignorieren. Dennoch sind wir immer noch skeptisch in Bezug auf Probleme der chinesischen Corporate Governance und akzeptieren, dass der chinesische Aktienmarkt relativ unreif ist und daher gelegentlich zu starken Kursschwankungen neigt. Die Regierung ist immer noch Eigentümerin oder Mehrheitseigentümerin vieler der an den Börsen in Schanghai und Hongkong notierten und gehandelten Unternehmen, und die Anleger bleiben ziemlich stille Gesellschafter mit nur begrenzten Reaktionsmöglichkeiten, falls die Regierung sich für Eingriffe in die Unternehmensleitung entscheidet. Unsere Methode zur Steuerung dieses Risikos besteht in einer rigorosen Auswahl der Unternehmen, in die wir investieren, und in einem disziplinierten, kursbewussten Kaufverhalten in Bezug auf die von uns ausgewählten Aktien. Unsere erste chinesische Anlage in Baidu erfüllt diese

Kriterien in vollem Umfang. Das Unternehmen ist allem Anschein nach zusammen mit zwei weiteren dominanten chinesischen Technologieunternehmen, Alibaba und Tencent, eines der Kronjuwelen des chinesischen Onlinehandels. Bisher hat China diese Unternehmen sehr stark geschützt und möchte unserer Ansicht nach deren Erfolg sicherstellen.

Charlie Munger antwortete in der Jahresversammlung von Berkshire Hathaway im Mai auf eine entsprechende Frage: «Die amerikanischen Anleger verpassen China, und sie verpassen es, weil es weit weg ist, anders aussieht, sie es nicht kennen, es kompliziert ist und die Schlagzeilen sie verwirren. Mit anderen Worten: Es scheint einfach zu schwierig zu sein, von Omaha aus den chinesischen Markt zu manipulieren. Aber meiner Ansicht nach haben Sie absolut recht: Man muss in diese Richtung gehen.» Auch wir sind dieser Ansicht.

Die Angst an den Märkten eröffnet Chancen: Neue Ideen

Als die Hausse der letzten zehn Jahre an Dynamik zunahm, war das Umfeld für kursbewusste Anleger häufig schwierig. Schnäppchen waren einfach schwer zu bekommen. In jüngerer Zeit scheint sich die Lage jedoch zu ändern, insbesondere an Aktienmärkten außerhalb der USA. Der wirtschaftliche Abschwung, der Beginn geldpolitischer Straffung, politische Umwälzungen und die zunehmende Furcht vor Handelsstreitigkeiten führen zu höherer Volatilität an den Aktien- und Devisenmärkten, wodurch sich wiederum schon längere Zeit nicht mehr erlebte größere Chancen ergeben.

In den letzten anderthalb Jahren fügten wir unseren Teilfondsportfolios eine Reihe neuer Anlagen hinzu. In allen Fällen außer einem bestehen diese Anlagen aus Unternehmen mit Sitz außerhalb der USA, wobei mehrere aus Schwellenländern stammen, wo die Angst vor Abschwung und das Chaos am Devisenmarkt Kursgelegenheiten eröffnen. Dazu gehören Unternehmen, die entweder ihren Sitz in Südkorea, Hongkong, Afrika oder China haben oder in diesen Ländern Geschäfte tätigen. Mehrere dieser Neuanlagen bestehen aus Beteiligungen an in Bezug auf die Kapitalisierung kleineren und mittleren Unternehmen, und in einer Reihe von Fällen sind sie aus Angst davor unterbewertet, dass Amazon oder ein anderes Technologieunternehmen wie Google oder Facebook die Geschäftstätigkeit stören könnte. In anderen Fällen ist unsere Entscheidung auf Insiderkäufe von Führungskräften und Organmitgliedern bzw. dem Unternehmen selbst zurückzuführen.

Zu diesen Zukäufen gehören unter anderem Baidu, das manchmal als chinesisches Google bezeichnet wird, AutoZone, der Auto-Ersatzteil-Lieferant mit Sitz in den USA, die LG Corporation, ein südkoreanischer Mischkonzern, Inchcape, der Autohändler mit Sitz in Großbritannien, Vertu, ein lokaler Autohändler mit Sitz in Großbritannien, Tarkett, ein französisches Unternehmen für gewerbliche Bodenbeläge, Hang Lung, ein Immobilienunternehmen mit Sitz in Hongkong, CNH, ein italienischer Landwirtschaftsmaschinenhersteller und Spediteur, Sina, ein chinesisches Holdingunternehmen mit Mehrheitsbeteiligung an Weibo (einem populären Social-Media-Unternehmen) und Bollore, ein Holdingunternehmen mit Sitz in Frankreich, das Beteiligungen an afrikanischen Logistikunternehmen und einem europäischen Medienunternehmen hält. Sehen wir uns zwei dieser neuen Engagements genauer an.

Tarkett, von der französischen Eigentümerfamilie Deconinck geführt, ist das drittgrößte Unternehmen für Bodenbeläge weltweit nach Shaw und Mohawk. Mit einer ungefähren Marktkapitalisierung von 1,24 Milliarden EUR ist es von der Kapitalisierung her im Bereich kleine bis mittlere Unternehmen angesiedelt. Unternehmen für Bodenbeläge gestalten, fertigen und vertreiben zum Beispiel Teppiche und Vinylfussböden für gewerbliche und private Nutzung (70 % gegenüber 30 % des Umsatzes). Obwohl das Geschäft von Tarkett konjunkturell saisonal verläuft, hängt die Nachfrage zu 80 % von Renovierungen und nur zu 20 % von Neubauten ab. Trotz einer gewissen konjunkturellen Saisonalität und Empfindlichkeit gegenüber dem Anstieg der Rohstoffpreise sind Bodenbeläge unserer Ansicht nach ein sehr gutes Geschäft. Tarkett erzielt kontinuierlich eine Rendite von 20 % auf das substanziell investierte Kapital, und Mohawk, ein in den USA ansässiger

Wettbewerber, erzielt eine Rendite von etwas unter 20 %. Beide Unternehmen haben «Preisgestaltungsmacht» und erzielen langfristig relativ stabile bis ansteigende Margen.

Die Geschäftstätigkeit im Bereich Bodenbeläge ist einerseits stark lokal orientiert, profitiert jedoch andererseits hochgradig von der Massenproduktion. Jede Region hat unterschiedliche Produktvorlieben, und der Vertrieb von Bodenbelägen ist im Vergleich zu den Herstellungskosten teuer. Außerdem werden sie an einen fragmentierten Kundenstamm von Auftragnehmern und Architekten verkauft. Diese Dynamik erfordert lokale Fertigung und Vertrieb. Jedoch erfordert das Geschäft auch schnelle Fertigung und Vertrieb einer breiten Anzahl von Vorräten, was Unternehmen mit Kaufkraft und Größenvorteilen begünstigt.

Aufgrund seiner hohen Kapitalrendite erzeugt Tarkett ein hohes Betriebskapital. Angesichts der Größenvorteile und der Fragmentierung der Branche weist die Unternehmensleitung einen Großteil des freien Cashflows des Unternehmens Übernahmen zu – eine Strategie, die wohl auch andauern wird. De facto hat Tarkett seit 2007 zweiundzwanzig Unternehmen übernommen. Unserer Ansicht nach kann das Unternehmen seinen Umsatz organisch um 2,5 % bis 3 % steigern, weiterhin Übernahmen tätigen und langfristig bescheidene Margenerhöhungen erzielen. Mit Stand vom Datum des Vorliegenden beträgt die Dividende etwa 3 %, und der Verschuldungsgrad des Unternehmens vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) ist mit einer Kennzahl von etwa 1,6 einigermaßen niedrig.

Die preislich günstige Gelegenheit zum Erwerb von Tarkett-Aktien ergab sich im Mai größtenteils aufgrund der steigenden Rohstoffpreise (z. B. Öl), die den Betriebsgewinn von Tarkett schmälerten. Wie vorstehend angemerkt, scheint das Unternehmen Preisgestaltungsmacht zu besitzen, so dass es diesen Anstieg der Rohstoffkosten langfristig ausgleichen kann. Jedoch verwenden wir – auch aufgrund der Saisonalität des Geschäfts – zur Bewertung den normalisierten EBITA-Wert. Die Unternehmensleitung geht davon aus, dass das Unternehmen nachhaltig eine EBITDA-Marge von 12 % erzielen kann. Es schätzt ferner die «laufenden» bzw. der Kapitalerhaltung dienenden Aufwendungen auf 3,5 % des Umsatzes (was den historischen Zahlen entspricht), so dass die EBITA-Marge bei 8,5 % liegen würde. Angenommen, diese Marge ist richtig, dann erfolgte unser erster Aktienerwerb bei einem Verhältnis von Unternehmenswert zu einem normalisierten EBITA von etwa 8,8 und damit einer Gewinnrendite des Eigentümers von 8 %, wenn man den derzeitigen Körperschaftssteuersatz des Unternehmens von 30 % zugrunde legt.

Sina Corporation ist ein chinesisches Internetunternehmen, dessen Hauptvermögen in einer 45,7%-Beteiligung an Weibo besteht. Weibo ist mit 431 Millionen monatlich aktiven Nutzern und 190 Millionen täglich aktiven Nutzern eine der führenden Social-Media-Plattform in China. Weibo wurde von Sina 2009 (drei Jahre nach Twitter in den USA) gegründet und kultiviert seither ein Ökosystem von Online-Prominenten auf seiner Plattform, die in China als «wichtige Meinungsführer» bekannt sind und wesentliche Inhalte auf Weibo bereitstellen. Diese wichtigen Meinungsführer produzieren Inhalte, die eine hohe Anzahl von «Followern» (Anhängern) anziehen und so die Stammkundschaft von Weibo vergrößern helfen. Die wichtigen Meinungsführer stützen sich auf Weibo, um die Zahl ihrer Fans zu steigern und mit ihnen zu interagieren, und sie können die Nutzerfrequenz über Social Commerce auf Weibo, zum Beispiel das Sponsoring von Marken oder die Werbung für ihre Eigenmarkenprodukte, zu Geld machen. Die gewerblichen Möglichkeiten erzeugen weitere Inhalte, die wiederum mehr Weibo-Nutzer und auch weitere wichtige Meinungsführer anziehen, was die Vernetzungseffekte der Weibo-Plattform verstärkt.

Weibo macht seine Nutzerfrequenz in erster Linie durch Werbung zu Geld, die 2017 einen Anteil von 87 % am Umsatz hatte. Weibo erzielt erst seit 2012 Umsatzerlöse und hat diese seitdem erheblich steigern können. Der Gesamtumsatzerlös von Weibo stieg 2017 um 75,4 %, wobei der Werbeumsatz von wichtigen Kunden (großen Markenunternehmen) um 85 % und der Werbeumsatz von kleinen und mittleren Unternehmen um 73 % anstieg. 2018 erzielt Weibo im Gesamtjahr voraussichtlich ein

Wachstum des Gesamtumsatzerlöses (in USD) von mindestens 50 % gegenüber dem Vorjahr, wobei auch der Effekt der Abwertung der chinesischen Währung (des Renminbi) in diesem Jahr einberechnet ist. Insgesamt nahm die Onlinewerbung in China 2017 um 29 % zu und hat unserer Ansicht nach das Potenzial, von 2017 bis 2019 ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 25 % zu erzielen. Die Prognose für die Werbung in den Social Media in China ist im gleichen Zeitraum (mit einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von 47 %) sogar noch höher. 2017 umfassten die Ausgaben für die Onlinewerbung in den Social Media nur 11 % der Online-Werbeausgaben in China insgesamt im Gegensatz zum sehr viel höheren Wert von 25 % in den USA, was auf erheblichen Spielraum für weiteres Wachstum schließen lässt.

Zu den übrigen Konzernunternehmen von Sina gehört auch ein Portal zur Bewerbung von Unternehmen und Anlagen in FinTech-Diensten (Onlinezahlungen und Online-Kreditvergabe). Diese Konzernunternehmen («Sina-Rest-Geschäftstätigkeit») erzielten 2017 einen Betriebsverlust und werden dies aufgrund der Verschärfung der staatlichen Vorschriften für den Bereich FinTech voraussichtlich auch 2018 tun. Jedoch erwarben wir unter Zugrundelegung eines Werts von Null für diese Sina-Rest-Geschäftstätigkeit sowie unter der Annahme des Buchwerts für das Arbeitskapital und das Beteiligungsportfolio von Sina als Muttergesellschaft über Sina ein Engagement in Weibo für eine «Durchlauf»-Kennzahl von unter 10 (auf der Grundlage des EBIT von Weibo im nächsten Jahr), die wir als attraktive Bewertung für ein Unternehmen mit erheblichen Wachstumsaussichten betrachten.

Mit unserem Kauf von Sina-Aktien gehen wir ein erhebliches Corporate-Governance- und auch ein fundamentales Risiko ein, die sich aus Governance-Problemen in Bezug auf den CEO, dem Risiko sich verschärfender staatlicher Vorschriften im chinesischen Internetsektor und dem Risiko zunehmenden Wettbewerbs seitens anderer Social-Media- oder Newsfeed-Unternehmen ergeben. Jedoch werden diese Risiken unserer Ansicht nach mehr als aufgefangen durch die preislich zwingende Gelegenheit und durch das unserer Überzeugung nach langfristig vorhandene attraktive zukünftige Wachstum. Positiv können wir außerdem vermerken, dass die neuesten Weibo-Zahlen für das zweite Quartal ein solides tägliches und monatliches Nutzerwachstum von je 19 % gegenüber dem Vorjahr anzeigen, so dass Weibo trotz des zunehmenden Wettbewerbs anscheinend zufriedenstellend wächst.

Dennoch ist der chinesische Aktienmarkt weiterhin hochvolatil, zudem hat der Markt als Ganzes (Stand: 31. Oktober 2018) von seinem Höchstniveau mehr als 26 % verloren, und zwar teilweise aufgrund der Annahme eines Konjunkturabschwungs, wachsenden Befürchtungen über einen unbegrenzten Handelskrieg und der Abwertung des Renminbi. Auch wenn wir der Ansicht sind, dass diese verstärkte Volatilität uns attraktiv gepreiste Einstiegsmöglichkeiten in finanziell starke, attraktiv wachsende Unternehmen verschafft, so erfordert unsere Anlage in Sina wahrscheinlich doch Geduld und Beharrungsvermögen.

Eine Änderung in unserer Gebührenliste

Wir führten einen freiwilligen Gebührenverzicht im Hinblick auf die Anlageverwaltungsgebühr des Fonds ein, von dem wir hoffen, dass er zu einer Verringerung der von unseren Anteilsinhabern gezahlten Gebühren führt, während das Teilfondsvermögen langfristig wächst. Der Verzicht bleibt mindestens bis zum 31. Dezember 2019 wirksam, kann jedoch danach von Jahr zu Jahr verlängert werden. Aufgrund des Verzichts zahlt der Fonds mit Wirkung ab dem 30. November 2018 weiterhin eine Verwaltungsgebühr von 1,25 % auf den durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwert der Anlegeranteile von bis zu 400 Millionen USD, zahlt jedoch für den durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwert der Anlegeranteile über 400 Millionen USD nur noch 0,75 % (was einer 40%igen Verringerung seines Gebührensatzes entspricht). Der so berechnete gemischte Satz wird dann auf den durchschnittlichen Gesamtnettoinventarwert der Anlegeranteile der einzelnen Teilfonds angewandt. Wir hoffen, dass diese Änderung unserer Gebührenliste dazu beiträgt, dass die Teilfonds im heutigen Marktumfeld konkurrenzfähiger werden.

Dieser freiwillige Gebührenverzicht ist eine Anerkennung der Veränderungen der Wettbewerbslandschaft im Vermögensverwaltungsgeschäft der letzten Jahre und spiegelt die ehrliche Dankbarkeit von Tweedy, Browne für das anhaltende Vertrauen der Anteilsinhaber der Teilfonds wider. Mit der langfristigen Zunahme des Anlegeranteilvermögens der Teilfonds werden bestehende Anteilsinhaber und Anlageinteressenten voraussichtlich in erheblichem Maße von diesem Verzicht profitieren.

Interessante Literatur

Wir werden häufig gefragt, was wir lesen und anderen empfehlen würden. Hier sind einige der Bücher, die kürzlich auf unseren Schreibtischen landeten. Wir wünschen spannende Lektüre!

A Man For All Markets [Ein Mann für alle Märkte] Edward O. Thorps spannende Autobiografie – er war einer der ersten Hedgefondsmanager unserer Branche und ein Pionier des quantitativen Investments.

The End of Theory [Das Ende der Theorie] Richard Bookstabers fesselnde Untersuchung der Dynamik einer Finanzkrise und des menschlichen Elements, das ihr zugrunde liegt.

The Four [Die Vier] Scott Galloways unterhaltsamer und zum Nachdenken anregender Blick auf Amazon, Facebook, Apple und Google sowie auf die Verheißung und die Bedrohung, die von ihnen ausgehen.

Misbehaving: The Making of Behavioral Economics [Misbehaving: Was uns die Verhaltensökonomik über unsere Entscheidungen verrät] Richard H. Thaler, der Nobelpreisträger im Bereich Wirtschaftswissenschaften, verfolgt die Entwicklung der Verhaltensökonomik sowie ihre Auswirkungen auf das Finanzwesen und vor allem die Entscheidungsfindung im Bereich Anlagen.

Mastering the Market Cycle [Die Beherrschung des Marktzyklus] Im Gefolge seines aufschlussreichen Klassikers **The Most Important Thing [Das Wichtigste]** untersucht Howard Marks Marktzyklen und die Möglichkeiten, die ein Anleger hat, um sein Portfolio so zu strukturieren, dass er davon profitiert. Für wertorientierte Anleger ist es Pflichtlektüre.

Factfulness Hans Roslings erfrischendes und optimistisches neues Buch darüber, wie man «Factfulness» nutzt, um Irrtümer, Übertreibungen und Unwissenheit zu überwinden.

Bescheidenheit ziert

> *The humble attitude is a flexible attitude. Just as the tree and the building must sway with the wind, our agility in dealing with whatever life throws our way can become our strength. Inherent in humility resides an open and receptive mind. We don't know all the answers to life, and sometimes not even the right questions have been revealed to us. Humility can be a strength that serves well; it leaves us more open to learn from others and refrains from seeing issues and people only in blacks and whites ... The opposite of humility is arrogance — the belief that we are wiser or better than others. Arrogance promotes separation rather than community. It looms like a brick wall between us and those from whom we could learn.*
>
> *[Die bescheidene Haltung ist eine flexible Haltung. Genau so, wie der Baum und das Gebäude im Wind schwanken müssen, kann auch unsere Flexibilität im Umgang mit dem, was das Leben für uns bereithält, zu unserer Stärke werden. Ein Bestandteil der Bescheidenheit ist ein offener und aufnahmefähiger Geist. Wir kennen nicht alle Antworten auf die Fragen des Lebens, und manchmal sind uns nicht einmal die richtigen Fragen enthüllt worden. Bescheidenheit kann eine Stärke sein, die uns gut dient; sie kann uns offener dafür machen, von anderen zu lernen, und vermeidet es, Probleme und Menschen nur schwarz und weiß zu sehen (…). Das Gegenteil von Bescheidenheit ist Arroganz – der Glaube, dass man weiser oder besser als andere ist. Arroganz fördert die Trennung statt der Gemeinschaft. Sie steht wie eine Mauer zwischen uns und denen, von denen wir lernen können.]*
>
> - Sir John Templeton, **Worldwide Laws of Life [Lebensregeln aus aller Welt] (1997)**

Ben Grahams und David Dodds großes Werk «Security Analysis» [Wertpapieranalyse] bietet

Anlegern einen eleganten Rahmen für das Anlegen und die Vermögensbildung. Von allen Anlagedisziplinen ist die wertorientierte Anlage diejenige, die am meisten in Bescheidenheit begründet ist. Sie konzentriert sich auf das Wissbare und strebt einen Schutz gegen das an, was Verluste verursachen könnte. Sie belohnt Neugier, dämmt Selbstüberschätzung ein, stützt sich auf Fakten ab und verlangt eine erhebliche Sicherheitsmarge für die Anlage. Wenn wir über das weitere Fortschreiten dieser alternden Hausse und die bis heute bemerkenswerte Wertentwicklung der FAANG-Aktien nachdenken, rufen wir uns die dem römischen Eroberer zuteil werdende Mahnung in Erinnerung, die zu Beginn zitiert wurde, wonach «aller Ruhm vergänglich ist».

Vielen Dank für Ihre Anlage bei uns und Ihr fortgesetztes Vertrauen. Wir arbeiten hart daran, dieses Vertrauen zu verdienen und zu halten – es ist unserer Ansicht nach entscheidend für unseren gemeinsamen Erfolg.

Mit freundlichen Grüßen

William H. Browne, Roger R. de Bree, Frank H. Hawrylak, Jay Hill,
Thomas H. Shrager, John D. Spears, Robert Q. Wyckoff, Jr.

Anlageausschuss
Tweedy, Browne Company LLC
Oktober 2018

Endnoten:

1) *Die Indizes werden nicht verwaltet, und die Zahlen der aufgeführten Indizes Schließen die Wiederanlage von Dividenden und Kapitalgewinnausschüttungen, nicht aber Gebühren und Kosten ein. Anleger können nicht direkt in einen Index investieren.*
2) *Der **MSCI World Index** ist ein um den Streubesitz angepasster, nach der Marktkapitalisierung gewichteter Index, der zur Messung der Wertentwicklung der Aktien an den Märkten der Industrieländer dient. Der MSCI World Index (in USD) spiegelt die Rendite dieses Index für einen US-Dollar-Anleger wider. Der MSCI World Index (in EUR) spiegelt die Rendite dieses Index für einen Euro-Anleger wider. Der MSCI EAFE Index (gesichert gegenüber dem EUR) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, dessen Nicht-EUR-Engagements zu 100 % EUR-kursgesichert sind und der Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen berücksichtigt. Das Ergebnis jedes Index schließt Dividenden ein und ist abzüglich ausländischer Quellensteuern zu verstehen.*
3) *Der **S&P 500 Index** ist ein nach der Marktkapitalisierung gewichteter, aus 500 breit gestreuten Stammaktien bestehender Index, der von der Wiederanlage von Dividenden ausgeht. Der Index gilt in der Regel als Abbildung der Aktienkurse von US-Unternehmen mit hoher Kapitalisierung.*
4) *Der **MSCI EAFE Index** ist ein um den Streubesitz angepasster, nach der Marktkapitalisierung gewichteter Index, der zur Messung der Wertentwicklung der Aktien an den Märkten der Industrieländer ohne die USA und Kanada dient. Der MSCI EAFE Index (in USD/EUR) bildet die Rendite des MSCI EAFE Index für einen US-Dollar-Anleger (von der Auflegung des Value-Teilfonds (USD) zum 16. Mai 2004) und die Rendite des MSCI EAFE Index für einen EUR-Anleger (ab dem 17. Mai 2004 bis heute) ab. Der MSCI EAFE Index (gesichert gegenüber USD und EUR) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, der von der Auflegung zum 16. Mai 2004 zu 100 % USD-kursgesichert war und seit dem 17. Mai 2004 bis heute zu 100 % EUR-kursgesichert ist. Der Index berücksichtigt Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen. Der MSCI EAFE Index (in CHF) spiegelt die Rendite des MSCI EAFE Index für einen Schweizer-Franken-Anleger wider. Der MSCI EAFE Index (CHF-kursgesichert) besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, dessen Nicht-CHF-Engagements zu 100 % CHF-kursgesichert sind und der Zinsdifferenzen in Devisenterminkursen berücksichtigt. Das Ergebnis des Index schließt Dividenden ein und ist abzüglich ausländischer Quellensteuern zu verstehen.*

Die Erwähnung eines bestimmten Wertpapiers darf nicht als Empfehlung zum Kauf oder als Aufforderung zum Verkauf dieses Wertpapiers betrachtet werden. Engagements können sich jederzeit ändern.

Die hier ausgedrückten Ansichten entsprechen der Auffassung von Tweedy, Browne Company LLC mit Stand vom Datum dieses Schreibens; sie beabsichtigen keine Prognose oder Garantie zukünftiger Ergebnisse, und Änderungen bleiben vorbehalten.

Derzeitige und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Aktien und Anleihen sind unterschiedlichen Risiken ausgesetzt. In der Regel unterliegen Aktien größeren Preisschwankungen und höherer Volatilität als Anleihen und können erheblich im Wert zurückgehen als Reaktion auf Beeinträchtigungen bei den Emittenten, in der Politik, im Aufsichtsrecht, am Markt oder in der Wirtschaft. Im Gegensatz zu Aktien liefern Anleihen, wenn man sie bis zur Endfälligkeit hält, in der Regel 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 die US-Schatzpapiere durch die absolute Vertrauens- und Kreditwürdigkeit der US-Bundesregierung gesichert sind. Anlagen in ausländischen Wertpapieren beinhalten zusätzliche Risiken wie etwa Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Standards der Rechnungslegung und Finanzberichterstattung, unterschiedliche Aufsichtsrechte sowie unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in diversen Ländern. Zudem sind die Wertpapiere kleinerer Unternehmen tendenziell volatiler als die Wertpapiere 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 werden nicht garantiert, und ein Unternehmen, das zurzeit Dividenden zahlt, kann diese Zahlungen jederzeit einstellen. Risikostreuung garantiert keinen Gewinn und schützt in einem allgemein einbrechenden Markt nicht vor Verlusten. Bitte lesen Sie im Prospekt des Fonds die Beschreibung der Risikofaktoren, die mit Anlagen in Wertpapieren verbunden sind, wie sie von den Teilfonds eventuell gehalten werden.

Obwohl die von den Teilfonds eingesetzten Wechselkurssicherungsgeschäfte das Verlustrisiko aus Wechselkursänderungen verringern, verringern sie auch die Fähigkeit der Teilfonds, aus günstigen Wechselkursänderungen Gewinn zu ziehen, wenn die Währung, der gegenüber der Teilfonds gesichert wird, gegenüber der Währung, auf die die Anlagen des Teilfonds lauten, an Wert verliert; in einigen Zinsumgebungen können dadurch Auslagen für die Teilfonds entstehen.

Das ***Kurs-Gewinn-Verhältnis (bzw. KGV)*** ist ein Vergleich des Schlusskurses der Aktien eines Unternehmens und seines Gewinns je Aktie in den letzten 12 Monaten davor. Der ***Unternehmenswert (bzw. EV)*** ist eine Kennzahl, die den Gesamtwert eines Unternehmens anzeigt (Börsenwert der Stammaktien + beizulegender Zeitwert der Vorzugsaktien + beizulegender Zeitwert der Schulden + Minderheitsbeteiligung - Zahlungsmittel und Anlagen). ***Erträge vor Zinsen und Steuern (bzw. EBIT)*** bezeichnet eine Kennzahl, welche die Ertragsfähigkeit eines Unternehmens anzeigt, die aus dem Umsatzerlös abzüglich Aufwendungen ohne Steuern und Zinsen berechnet wird. ***Erträge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (bzw. EBITA)*** steht für eine Kennzahl (Erträge vor Steuern + Zinsaufwand + Abschreibungsaufwand), welche der Einschätzung der betrieblichen Ertragsfähigkeit eines Unternehmens dient.

Dieses Schreiben enthält Auffassungen und Aussagen über Anlagetechniken, Wirtschaft, Marktbedingungen und andere Angelegenheiten. Es kann nicht garantiert werden, dass diese Auffassungen und Aussagen sich als richtig erweisen, und einige von ihnen sind von ihrem Wesen her spekulativ. Keine von ihnen sollte als Darstellung einer Tatsache verstanden werden.

Diesem Bericht muss ein Prospekt von Tweedy, Browne Value Funds vorhergehen oder beiliegen.