

Bericht des Anlagemanagers

Es ist uns bewusst: Viele Anleger erwarten, dass ihr Finanzberater in seinem Schreiben nicht nur neue Erkenntnisse über die komplizierte Investitionslandschaft, sondern auch einen raffinierten Plan zur erfolgreichen Beseitigung der Hindernisse liefert, die ihre Umwelt ihnen in den Weg legen mag. Idealerweise enthält dieses Schreiben dann auch ein einzigartiges Urteil über die aktuellen Ereignisse. Jedoch erfolgen diese (viertel- oder halbjährlichen) Mitteilungen oft in einem zeitlichen Rahmen, den wir bei der Definition von Anlagezielen – d. h. bei der Beantwortung der Frage, welches Anlageziel man erreichen will und wie man es erreicht – nicht für angebracht halten. Sollten Sie erwarten, dass wir Ihnen regelmäßig alle drei bis sechs Monate den Weg vorzeichnen, auf dem Sie Ihren „Finanzhimmel“ erreichen, wird dieses Schreiben Sie wahrscheinlich enttäuschen. Offen gesagt sind wir häufig überfragt, wenn es um eine neue Strategie für das „aktuelle“ Umfeld geht. Wir haben in den letzten Jahren häufig beschrieben, was wir warum machen und welche Stärken unserer Einschätzung nach ein Anlageprozess besitzt, der längerfristig ausgerichtet ist. Ein Kunde ging gar so weit, uns mitzuteilen, dass er unsere „aggressive Beständigkeit“ bei der Einhaltung unserer Anlagemethode bewundert. Wir vermuten, dass das als Kompliment gemeint war, sind uns aber nicht ganz sicher.

Das heißt jedoch nicht, dass man bei Tweedy, Browne untätig herumsitzt. So schärfen wir sehr wohl kontinuierlich unsere analytischen Fähigkeiten (wir sind nicht so vermessen zu glauben, wir wüssten und kennen bereits alles), und wir sind durchaus der festen Überzeugung, dass unsere Urteile über die von uns in den letzten fünfzig Jahren getätigten einzelnen Anlagen sich zu langjähriger Erfahrung summieren. Das Einzige, was sich nicht geändert hat, ist der Rahmen, in dem wir unsere analytischen Fähigkeiten anwenden und unser Urteil abgeben. Wir gehen davon aus, dass die meisten von Ihnen diesen Rahmen kennen und deshalb darauf verzichten, sich diesen hier Punkt für Punkt erläutern zu lassen. In einem Metier, das bisher noch jegliche unwandelbaren und verlässlichen Naturgesetze vermissen lässt, sind die einfachen Erkenntnisse von Benjamin Graham unschätzbar wertvoll, wie wir finden. Sie bilden eine Brandmauer zwischen dem Anleger und den schlimmsten Auswirkungen seiner Vorurteile und konzentrieren die Aufmerksamkeit auf Variablen, die relativ objektiv sind und daher unserer Ansicht nach zu positiveren Ergebnissen führen. Für das Thema Aktienmärkte spielt dabei zweifellos eine große Rolle, in welchen zeitlichen Rahmen die Abhandlung gestellt wird. Ein wenig schwieriger wird die Sache dadurch, dass das Berichtsjahr unserer Teilfonds nicht mit dem Kalenderjahr übereinstimmt, dem zeitlichen Rahmen, in dem die meisten Menschen einen großen Teil ihres Lebens organisieren.

Über das Jahr 2013 kann man rückblickend eigentlich nur sagen, dass es in den Industrieländern überwiegend ein Rekordjahr war. Offensichtlich aufgrund der Annahme, dass Ministerpräsident Abe ein Erfolgsrezept gefunden hatte, war Japan der klare Sieger, auch wenn diese felsenfeste Überzeugung seitdem einige Risse bekommen hat. (Bitte lesen Sie unsere Ansichten über Japan, die sich im Übrigen inzwischen kaum geändert haben, in unserem Schreiben vom Oktober 2013 nach (auf www.TweedySicav.com abrufbar).) Die europäischen Märkte erzielten hohe Gewinne am Aktienmarkt, dies ungeachtet der Tatsache, dass die zugrunde liegenden Volkswirtschaften nach den üblichen Maßstäben nur geringfügig zulegen.

Wirtschaftlich standen die USA 2013 wieder besser da, aber nach mehr als fünf Jahren einer wirtschaftlichen Erholung mit Zinssätzen, die niedriger liegen als bei früheren Aufschwüngen, haben viele Wirtschaftswissenschaftler diesen Aufschwung für unterdurchschnittlich gehalten. Für die Aktienkurse stellte diese Einschätzung eindeutig kein Hindernis dar. Bestünden die einzigen verfügbaren Daten zur Messung der wirtschaftlichen Stärke der Industrieländer in den Wertentwicklungszahlen ihrer Aktienmärkte im Jahr 2013, so läge der Schluss nahe, dass es diesen Volkswirtschaften ziemlich gut geht und ihre Aussichten rosig sind. Konzentrierte man sich andererseits auf die Schwellen- oder Entwicklungsländer, so würden einen die Daten wahrscheinlich eher zum entgegengesetzten Schluss führen. Viele dieser Märkte erlebten aufgrund der Verringerung der jeweiligen Wachstumsprognose eine erhebliche Schwächeperiode. Nichtsdestotrotz legt der

Großteil der Prognosen immer noch nahe, dass die meisten Wirtschaftsanalysten für die Entwicklungsländer höhere Wachstumsraten vorhersagen als für die Industrieländer, was uns nicht überraschen sollte. Enttäuschte Erwartungen führen manchmal zu unerwarteten Gelegenheiten, was in gewisser Weise auch auf uns zutrifft.

Konzentriert man sich auf einen kürzeren Zeitraum ab Januar dieses Jahres, dann kommt man, zumindest in Bezug auf die Industrieländer, eventuell zu anderen Schlüssen. Doch welchen Zeitraum man auch immer wählt, es besteht eine Vielzahl von Ansichten und kein Konsens darüber, in welche Richtung sich die Märkte und Volkswirtschaften entwickeln werden. Sicher kann man sich dahingehend sein, dass der Aufschwung seit der Wirtschaftskrise von 2008 bis 2009 weit geringer ausfiel als erhofft bzw. prognostiziert. Trotz unvergleichlich niedriger Zinsen bleibt die Nachfrage schwach. Mario Draghi, der Präsident der europäischen Zentralbank, schließt zur Erhöhung des Wirtschaftswachstums negative Zinsen nicht mehr aus. Einfach ausgedrückt bedeutet dies, dass die Zentralbank von den Banken für die Hinterlegung von Überschussmitteln Geld verlangen würde – in der Hoffnung, die Banken dadurch anzuregen, mehr Darlehen an Unternehmen und Verbraucher zu vergeben. Demgegenüber ergibt sich an den Aktienmärkten ein ganz anderes Bild.

Wie bereits erwähnt, hat die Harmonisierung all dieser gegenläufigen Strömungen und deren Zusammenführung zu einer zusammenhängenden aktuellen Anlagestrategie, die zweifellos häufig revidiert werden müsste, kaum eine Chance auf Erfolg. Auch auf die Gefahr hin, dass wir uns wiederholen, besteht unsere Strategie darin, das Unternehmen hinter dem jeweiligen Aktienzertifikat zu betrachten und uns dann zu fragen, ob wir voraussichtlich mehr oder weniger für die Aktie zahlen würden als ein Käufer, der das Unternehmen zum Börsenkurs kaufte. Wir freuen uns, Beteiligungen zu halten, deren Börsenkurs unter dieser Marke liegt, und sind bereit zum Verkauf, wenn der Börsenkurs darüber liegt. Wir bevorzugen stabile, nachhaltige Unternehmen mit konservativen Kapitalstrukturen, die ihnen ein Überleben auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten ermöglichen sollte. Wie bereits erwähnt, befinden sich die Aktienkurse jetzt seit fünf Jahren im Aufwind, und insofern ist es nicht überraschend, dass die Kurse der meisten Aktienwerte heutzutage angemessen und in einigen Fällen sogar höher sind, als unser Bewertungsrahmen es vorsieht. In unserer Branche wimmelt es von ehrgeizigen, dynamischen, gelegentlich überheblichen und manchmal zu übermäßigem Optimismus neigenden Menschen, die in der Regel nicht viele unentdeckte Schnäppchen übriglassen. Daher verkaufen wir diejenigen Aktien, die angemessen gepreist sind, bzw. verringern deren Bestände und warten. Erfahrungsgemäß ist auch für uns Geduld eine Tugend, aber sie hilft nicht in jedem Jahr. Die Idee, für eine Anlage höhere Preise zu zahlen, nur um am Markt aktiv zu bleiben, hat uns noch nie begeistert.

Glücklicherweise benötigen wir nicht jedes Jahr eine große Anzahl neuer Anlagen, da der Umschlag unserer Teilfonds recht gering ist. An den Branchendaten gemessen, war unsere Umschlagsquote immer eher niedrig. Unsere niedrige Umschlagsquote erklärt sich aus der Tatsache, dass die Aussichten und die Nachhaltigkeit der Unternehmen, an denen wir zu den derzeitigen Kursen beteiligt sind, uns ausreichen. Was bedeutet diese Situation jetzt für uns? Neue Gelegenheiten haben sich weit weniger häufig ergeben, und wir haben unsere Engagements in eine Reihe von Aktienwerten verkauft oder verringert.

Wertentwicklung

Im Folgenden wird das Anlageergebnis der Gesellschaft Tweedy, Browne Value Funds SICAV („Fonds“) für das Halbjahr zum 31. März 2014 im Vergleich zu den von uns als Vergleichsindizes gewählten Indizes dargestellt. In diesem Bericht legen wir den Bericht des Anlagemanagers für die vier Teilfonds in einem Schreiben vor, das die Einzelheiten der Wertentwicklung und unsere Stellungnahmen dazu sowie den jeweiligen Abschluss der einzelnen Teilfonds* enthält.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

*Aufs Jahr zum 31. März 2014 berechnetes Ergebnis**

	<i>Tweedy, Browne Value Fund (USD)</i>	<i>MSCI World (in USD)</i>	<i>S&P 500 Index</i>
6 Monate	7,51 %	9,36 %	12,51 %
1 Jahr	14,19	19,07	21,86
3 Jahre	10,16	10,23	14,66
5 Jahre	18,17	18,28	21,16
10 Jahre	5,73	6,83	7,42
Seit Auflegung (31. 10. 1996)	6,60	6,22	7,73

* Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich nach Berichtszeiträumen gewichtet, die über ein Jahr hinausgehen. 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 den vom Schweizerischen Anlagfondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Wertentwicklung. **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.**

Tweedy, Browne International Value Fund (EUR)

*Aufs Jahr zum 31. März 2014 berechnetes Ergebnis**

	<i>Tweedy, Browne International Value Fund (EUR)†</i>	<i>MSCI EAFE (abgesichert gegen USD/EUR)</i>	<i>MSCI EAFE (in USD/EUR)</i>
6 Monate	4,47	5,81 %	4,51 %
1 Jahr	6,62	14,67	9,53
3 Jahre	9,86	8,28	8,26
5 Jahre	17,01	13,09	15,15
10 Jahre	7,70	5,20	5,05
Seit Auflegung (31. 10. 1996)	9,07	4,71	4,45

* Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich nach Berichtszeiträumen gewichtet, die über ein Jahr hinausgehen. 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 International Value Fund (EUR) entspricht den vom Schweizerischen Anlagfondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Wertentwicklung. **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.**

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

Zum Vergleich der Wertentwicklung werden die Entwicklung der Referenzindizes MSCI EAFE (gegen USD- bzw. EUR-Schwankungen abgesichert) und MSCI EAFE (in USD bzw. EUR) im jeweiligen Berichtszeitraum aufgeführt. Der MSCI EAFE-Index (gegen USD-Schwankungen abgesichert) und der MSCI EAFE (in USD) eigneten sich für den Zeitraum vor dem 17. Mai 2004 besonders als Referenzwert, während seitdem der MSCI EAFE-Index (gegen EUR-Schwankungen abgesichert) und der MSCI EAFE-Index (in EUR) jeweils als Referenzwert besonders geeignet sind.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

*Aufs Jahr zum 31. März 2014 berechnetes Ergebnis**

	<i>Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)</i>	<i>MSCI EAFE (abgesichert gegen CHF-Schwankungen)</i>	<i>MSCI EAFE (in CHF)</i>
6 Monate	4,00 %	5,66 %	3,95 %
1 Jahr	6,95	14,52	9,66
3 Jahre	9,42	7,80	5,97
5 Jahre	16,03	12,68	10,30
10 Jahre	6,06	4,41	2,99
Seit Auflegung (31. 10. 1996)	7,55	3,40	3,08

** Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich nach Berichtszeiträumen gewichtet, die über ein Jahr hinausgehen. 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 International Value Fund (CHF) entspricht den vom Schweizerischen Anlagefondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Wertentwicklung. **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

*Aufs Jahr zum 31. März 2014 berechnetes Ergebnis**

	<i>Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund</i>	<i>MSCI World (abgesichert gegen EUR-Schwankungen)</i>	<i>MSCI World (in EUR)</i>
6 Monate	4,14 %	9,29 %	7,41 %
1 Jahr	6,00	17,90	10,94
3 Jahre	8,90	10,48	11,30
5 Jahre	12,86	16,16	17,40
Seit Auflegung (01. 06. 2007)	2,49	1,37	2,32

** Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich nach Berichtszeiträumen gewichtet, die über ein Jahr hinausgehen. 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 Teilfonds entspricht den vom Schweizerischen Anlagefondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Wertentwicklung. **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

Weltweit bewegten sich die Renditen an den Aktienmärkten im letzten Halbjahr zum 31. März weiter nach oben, und die Tweedy, Browne-Teilfonds konnten in absoluten Zahlen mithalten, lagen jedoch im Berichtszeitraum gegenüber ihren Vergleichsindizes zurück. Mit dem Nachlassen der Marktdynamik im ersten Quartal des Kalenderjahres lagen drei von vier Teilfonds für das laufende Jahr zum 31. März vor ihren Vergleichsindizes. Die meisten langfristigen Vergleiche fallen nach wie vor sehr positiv aus, und die Zinseszinsrechnung hilft uns bei der Darstellung dieser Entwicklung. Zum Beispiel konnten die Anteilsinhaber des Tweedy, Browne International Value Fund (EUR) in den mehr als 17 Jahren nach dessen Auflegung nach Abzug der Gebühren eine kumulative Rendite von etwa 354 % ausweisen, verglichen mit einer kumulativen Rendite des Vergleichsindex, des MSCI EAFE-Index (gegen USD- bzw. EUR-Schwankungen abgesichert), von 123 % im selben Zeitraum. Am Kapitalwachstum gemessen, beläuft sich eine bei seiner Auflegung 1996 getätigte Anlage von 100 000 EUR im Tweedy, Browne International Value Fund heute auf 453 700 EUR, d. h. nach Abzug der Gebühren und Kosten auf mehr als doppelt so viel Geldwert wie eine Anlage im Vergleichsindex. (Anleger im auf CHF lautenden Teilfonds realisierten in diesem Zeitraum nach Abzug der Gebühren eine kumulative Rendite von etwa 255 %, verglichen mit 79 % des gegen CHF-Schwankungen abgesicherten Vergleichsindex, des MSCI EAFE-Index. Eine Erstanlage von 100 000 CHF betrug am Ende dieses Zeitraums von mehr als 17 Jahren 354 900 CHF.)

Eine Warnung ist an dieser Stelle angebracht: Diese Rendite war nicht das Ergebnis einer Sparkonto-ähnlichen Entwicklung. Es handelte sich vielmehr um eine unregelmäßige Entwicklung, die durch viele Jahre der überdurchschnittlichen Wertentwicklung, unterbrochen von Jahren unterdurchschnittlicher Wertentwicklung, geprägt war. Der Teilfonds Tweedy, Browne International Value (EUR) entwickelte sich in 13 von 18 Berichtszeiträumen über ein ganzes Kalenderjahr oder einen Teil davon überdurchschnittlich, d. h. während 72 % der Gesamtzeit, also etwas beständiger, als wir es erwartet hätten. Damit lagen wir während 28 % der Gesamtzeit unter dem Vergleichsindex; und es gab durchaus Zeiten, in denen wir zwei Jahre hintereinander unter dem Durchschnitt lagen, so etwa 1998 und 1999. Diese Art der Unregelmäßigkeit ist von einem Portfolio zu erwarten, das mit seinem Vergleichsindex wenig Ähnlichkeit aufweist. Selbst dem „Weisen von Omaha“, Warren Buffett, fiel es in der letzten Zeit schwer, besser als der S&P 500 abzuschneiden; aber wir müssen Aussagen in den Medien aus jüngster Zeit zurückweisen, wonach diese Entwicklung für die Zukunft des größten Anlegers der Welt typisch sein wird. Tatsächlich sind wir seit jeher der Ansicht (und werden darin von empirischen Daten unterstützt), dass eine gegenüber einem Index unterdurchschnittliche Entwicklung über 30 % bis 40 % der Zeit zu erwarten ist, wenn man langfristig gegenüber dem Markt überdurchschnittlich abschneidet.

Der Zeitraum nach der Finanzkrise von 2008 bis 2009 erwies sich für unsere Teilfonds als besonders gewinnbringend. Diese erzielten vom Tiefpunkt des Markts am 9. März 2009 bis zum 31. März 2014 zwischen 12,8 % und 19,3 % Gesamtrendite. Doch genauso, wie Bäume nicht in den Himmel wachsen, ist auch diese Verzinsung wahrscheinlich nicht durchzuhalten. Wir wollen hier keine Marktvorhersage treffen oder irgendwie andeuten, dass die Geschehnisse von 2008 sich wiederholen könnten, doch tauchen bereits einige beunruhigende Anzeichen dafür auf, dass die Party am Aktienmarkt aus dem Ruder läuft, was Ihnen zu denken geben sollte. So stiegen zum Beispiel der S&P 500- und der MSCI World-Index im ersten Quartal dieses Jahres auf Rekordhöhe. Die Marktkapitalisierung des US-Aktienmarkts liegt zurzeit bei 116 % des zuletzt gemeldeten BIP des Landes, einem doppelt so hohen Niveau wie vor fünf Jahren und dem höchsten Niveau seit März 2000. Das zyklisch korrigierte Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis (die CAPE Ratio) für den S&P 500-Index liegt zurzeit bei 25, verglichen mit einem langfristigen Mittelwert von 15,9. Der Anteil an Leerverkäufen am Aktienmarkt ist so niedrig wie selten. Der IPO-Markt ist so stark wie seit Jahren nicht mehr. Viele, wenn nicht sogar die meisten, Führungskräfte der Private Equity-Branche meinen, dass der richtige Zeitpunkt zum Verkauf von Vermögenswerten jetzt gekommen ist. Es gibt etliche Anzeichen, dass die Standards für die Kreditvergabe an Unternehmen sich verschlechtern. Zum Beispiel steigen die Multiplikatoren für Verschuldung und Gesamtaufpreis bei großen Leveraged Buyouts, obwohl sie noch nicht wieder ihre Höchststände von 2005 bis 2007 erreicht haben. Die Verbriefung von Schuldtiteln, der bei der Finanzkrise 2008 eine bedeutende Rolle zukam, ist wieder da, und die Emission von Collateral Loan Obligations (CLO) hat einen Umfang wie zuletzt unmittelbar vor der Krise erreicht. Sogenannte „Covenant Lite“-Darlehen und „Payment in kind“-Anleihen sind zurück, die Kreditgebern und Anlegern relativ wenig Schutz bieten. Diese Verschlechterung der Kreditvergabestandards ist großteils auf Anleger zurückzuführen, die nur nach kurzfristiger Rendite streben. Zum Beispiel fließen Rekordbeträge in Junk-Bond-Fonds, und dies trotz der gefährlich niedrigen Renditen für diese Hochrisikowerte (ein Spread von 371 Basispunkten im Vergleich zu Treasury-Papieren, mit Stand vom 30. April 2014, laut dem Merrill Lynch High Yield Bond Index). Die von US-Anlegern gehaltene sogenannte „Margin Debt“ ist wieder auf Rekordniveau, und zwar doppelt so hoch wie zu Beginn von 2010 und auf 118 % der vorherigen Rekordhöhe. Und die Rückkäufe von Unternehmensaktien steigen dramatisch an und werden häufig über Schulden finanziert. Hier haben wir mit anderen Worten ein weiteres Beispiel dafür, dass „ein Weiser zu Beginn tut, was ein Narr am Ende macht“. Diese Rückkäufe, die wir dann positiv bewerten würden, wenn der betreffende Aktienkurs einen Abschlag gegenüber dem inneren Wert enthält, verwässern den inneren Wert in einem Anlageklima mit höheren Bewertungen, wie wir es heute haben.

Die Inflation der Finanzanlagewerte ist auf die Großzügigkeit der Zentralbanken zurückzuführen, deren Bemühungen, die Weltwirtschaft nach den katastrophalen Ereignissen von 2008 wiederzubeleben, lobenswert und notwendig waren, die aber noch zeigen müssen, ob sie andererseits auch den Mut haben, der Gier am Markt bei Bedarf Einhalt zu gebieten. Zu häufig waren die Eingriffe der Federal Reserve eine einseitige Angelegenheit, der es in Zeiten des Überflusses an Haushaltsdisziplin mangelte.

Die Tweedy, Browne-Teilfonds konnten zwar in absoluten Zahlen im letzten Halbjahr mithalten, dennoch lagen sie im Berichtszeitraum gegenüber ihren Vergleichsindizes zurück. Großteils war dafür die überdurchschnittliche Reserve an Zahlungsmitteln verantwortlich – sowie die Tatsache, dass Wertanleger wie wir häufig an hochdynamischen Aktienmärkten, wie sie sich in den letzten Monaten entwickelt haben, nicht reüssieren. Es ist kaum überraschend, dass unterbewertete Aktienwerte in dieser Art von Klima schwieriger zu entdecken sind, und dass in allen vier Teilfonds die Zahlungsmittelreserven über dem Durchschnitt liegen. Dies soll aber nicht heißen, dass wir Zahlungsmittel horten wollen, um den oben erwähnten Risiken defensiv zu begegnen, vielmehr sind diese Reserven einfach eine Folge unseres Anlageprozesses, bei dem wir Aktien von für uns neuen Unternehmen mit einem erheblichen Abschlag gegenüber ihrem jeweiligen inneren Wert kaufen und Aktien verkaufen, wenn diese zu ihrer unserer Ansicht nach angemessenen bis vollen Bewertung notieren. Steigende Zahlungsmittelreserven können sich bei einer lebhaften, dynamischen Kursentwicklung des jeweiligen Aktienmarktes negativ auf die Portfoliorendite auswirken; sie werden jedoch zum willkommenen Beiwerk, wenn Kurskorrekturen erfolgen. Wie wir in früheren Schreiben erläuterten, sind wir an einer Hausse beteiligt, liegen aber wahrscheinlich nicht über vollständig angelegten Marktindizes. Angesichts der mit Kurssteigerungen verbundenen Risiken sind die vorübergehend anfallenden Kosten unserer Ansicht nach berechtigt.

Steuerersparnisse

Wir werden ständig an die schädliche Wirkung von Steuern auf unsere Anlagerenditen und die Bedeutung der Maximierung der Rendite nach Steuern erinnert. Selten waren diese Bemühungen wichtiger als heute. Denn in Bezug auf Einkünfte und Kapitalgewinne steigt der kommunal und von der US-Bundesregierung verlangte Anteil an und wird in den kommenden Jahren kaum zurückgehen. Wie Sie wissen, haben wir uns bei der Verwaltung der Portfolios unserer Teilfonds immer um Steuerersparnisse bemüht, wie die geringfügige Umschlagsquote unserer Teilfonds belegt. Im letzten Jahr und im letzten Fünfjahreszeitraum zum 31. März 2014 lag die Umschlagsquote nur für Aktienwerte in unseren Teilfonds bei jeweils 6,65 % und 14,05 %. Außerdem bemühen wir uns nach Kräften um die Realisierung langfristiger statt kurzfristiger Gewinne, um möglichst Steuern zu sparen. Steuerersparnisse sind einer der zusätzlichen Vorteile der Wert-Anlage-Strategie mit einem längerfristigen Anlagehorizont. Sie können sich darauf verlassen, dass wir dieses Problem im Auge behalten. Angesichts ihrer als Eigentum gehaltenen Anlage in Höhe von 117,0 Millionen USD in unseren Teilfonds teilen unsere Managing Directors und unsere im Ruhestand lebenden Teilhaber sowie deren Familien und Mitarbeiter Ihr Ziel, den Betrag zu reduzieren, den wir am 15. April, dem Stichtag für US-Steuern, an das Finanzamt überweisen müssen – an dem Tag, den Chris Browne als „unseren Volkstrauertag“ zu bezeichnen pflegte.

Die Portfolios unserer Teilfonds

Bitte beachten Sie, dass Aktien der einzelnen hier besprochenen Unternehmen von mindestens einem Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen vier Teilfonds gehalten werden.

Mit der Fortdauer der Hausse in den letzten sechs Monaten begannen die eher zyklischen Teile der Portfolios unserer Teilfonds ihre besten Renditen abzuwerfen. Dazu gehörten Aktienpositionen aus der Medienbranche, etwa aus dem Verlag Axel Springer, dessen Strategie der Internationalisierung und Digitalisierung von den Anlegern weiterhin begrüßt wird, von energiebezogenen Unternehmen wie Total, Devon Energy, Royal Dutch und Halliburton, deren Kursgewinne durch den weltweiten Wirtschaftsaufschwung und die zunehmende Nachfrage nach Öl und Gas angekurbelt wurden, und von Versicherungsunternehmen wie Berkshire Hathaway, Münchner Rück und Zürich Versicherungen, die durch steigende Gewinne aus dem Versicherungsgeschäft gestützt werden. Unsere Bestände von Pharma-Unternehmen wie Roche, Johnson & Johnson und Novartis trugen ebenfalls solide zur Gesamtrendite der Portfolios bei, da neu entwickelte Arzneimittel zu einer steigenden Nachfrage nach verschreibungspflichtigen Medikamenten führten. Auch Safran, der französische Hersteller von Flugzeugmotoren, erzielte ein gutes Ergebnis, da „Wartungen“

(Ausgaben der Fluggesellschaften für Instandhaltung und Ersatzteile) im Zunehmen begriffen sind. Auch Wells Fargo erzielte weiterhin ein solides operatives Ergebnis, das zu einem starken Anstieg des Aktienkurses führte.

Obwohl es unter unseren Beständen kaum echte Enttäuschungen gab, erbrachten eine Reihe unserer Beteiligungen an Unternehmen aus den Branchen Nahrungsmittel und Getränke, Tabak und Bankwesen trotz ihrer größtenteils fortlaufend positiven finanziellen Entwicklung Renditen, die unsere Hoffnungen nicht ganz erfüllten. Zu diesen Unternehmen zählten unter anderem Diageo, Heineken, Philip Morris International und HSBC. G4S, eine internationale Sicherheitsfirma mit Sitz in Großbritannien, erzielte ebenfalls keine Kursgewinne am Markt, da sie nach ihrer großen Panne bei den Olympischen Sommerspielen 2012 Probleme mit einer Reihe von britischen Staatsaufträgen bekam. Jedoch macht sie vor allem in den Schwellenländern erhebliche Fortschritte. Allgemein gesprochen hatten eine Reihe der Unternehmen aus Schwellenländern, in denen wir uns engagierten, Probleme, am Aktienmarkt anerkannt zu werden, da Befürchtungen über langsames Wachstum und Schwankungen bei den Kapitalzugängen und den Wechselkursen weiterhin insbesondere das Verhalten von eher kurzfristig orientierten Anlegern bestimmt haben. Zu diesen Unternehmen zählten z. B. die Banco Santander Brasil und die Bangkok Bank.

Trotz relativ geringfügiger Portfolioaktivitäten kann niemand uns vorwerfen, dass wir im vergangenen Halb- und Dreivierteljahr einfach „auf unseren Vermögenswerten gesessen“ haben. So erwarben wir eine Reihe neuer Beteiligungen, insbesondere an einer weltweit tätigen Bank mit Sitz in Großbritannien, der Standard Chartered Bank, sowie einer Gesellschaft mit Sitz in Hongkong und einer lateinamerikanischen Gesellschaft. Die beiden Gesellschaften aus Hongkong und Lateinamerika werden kaum gehandelt, weswegen sie an dieser Stelle nicht namentlich genannt werden. Die Gesellschaft mit Sitz in Hongkong, ein Immobilienmischkonzern mit einer geschäftlichen Erfolgsbilanz sowie einem Überschuss an Liquidität, wurde zum Kaufzeitpunkt mit einem Abschlag von einem Drittel gegenüber unserer konservativen Schätzung ihres inneren Wertes gehandelt. Nach der Ausgliederung des größten Teils ihrer Immobilien in zwei REIT zu sehr vorteilhaften Preisen besitzt sie voraussichtlich die finanzielle Flexibilität, um einen Mehrwert zu erzeugen, falls die Hongkonger Immobilien an Wert verlieren sollten. Bei der neuen lateinamerikanischen Beteiligung handelt es sich um eine qualitativ hochwertige Bergbaugesellschaft, die beim Kauf mit einem erheblichen Abschlag gegenüber unserer konservativen Berechnung ihres Schätzwertes gehandelt wurde.

Wie Sie sehen, kommt ein erheblicher Teil unserer neuen Beteiligungsideen aus Asien und aus weniger entwickelten Teilen der Welt. Viele Schwellenländer wurden in den letzten beiden Jahren ausverkauft, und zwar aufgrund der Verlangsamung des chinesischen Wachstums, wodurch Anleger ihr Vertrauen in die kurzfristigen Aussichten verloren. Wenn auch Aktien aus Schwellenländern in unseren Teilfonds-Portfolios noch nie eine große Rolle gespielt haben, so haben wir doch gelegentlich in Aktien aus höher entwickelten Schwellenländern investiert, und über viele der weltweit tätigen Unternehmen, an denen wir beteiligt sind, waren wir dort immer schon indirekt stark engagiert. Heutzutage finden wir preisliche Gelegenheiten in Ländern wie Brasilien und Chile, ohne dass wir nur auf die Rohstoffunternehmen angewiesen sind, die einen erheblichen Teil der in diesen Ländern umlaufenden Aktien emittieren. Zwar wird die Entwicklung wohl noch einige Zeit in Anspruch nehmen, doch handelt es sich hier um Länder mit einer schnell wachsenden Mittelklasse, die unserer Ansicht nach längerfristig bessere und solidere Aussichten bieten. Und zwar rechnen wir nicht damit, dass jemals ein erheblicher Teil unserer Teilfonds-Portfolios aus Schwellenländern kommt, aber kurzfristig könnte es durchaus sein, dass mehr von diesen Unternehmen in unseren Teilfonds-Portfolios auftauchen, wenn die Aktienkurse weiterhin unter Druck bleiben.

Die preisliche Gelegenheit zum Erwerb einer Beteiligung an der Standard Chartered Bank ergab sich hauptsächlich wegen ihres Engagements in den Schwellenländern. Die Standard Chartered Bank ist eine der größten und global meistverzweigten Banken der Welt mit über 1700 Niederlassungen in 70 Ländern. Obwohl sie ihren Sitz in Großbritannien hat, ist sie alles andere als eine britische Bank. 1969 durch eine Verschmelzung der Standard Bank of British South Africa und der Chartered Bank of India, Australia, and China entstanden, wickelt die Bank ihre Hauptgeschäfte in Asien, dem Nahen und Mittleren Osten sowie in Afrika ab. Den überwiegenden Teil ihres operativen Ertrags erwirtschaftet sie als Geschäftsbank mit

Unternehmensfinanzierung, Außenhandelsfinanzierung, Devisen, Cash-Management und Verwahrung. Zum Beispiel ist sie in der Beratung und Kreditvergabe sowie mit sonstigen Leistungen für indische Unternehmen tätig, die häufig als aktive Anleger in afrikanischen Unternehmen auftreten; ähnliche Leistungen erbringt sie auch für Unternehmen aus Hongkong, China und Taiwan. Die Standard Chartered Bank engagiert sich auch groß und gemäß konservativen Leitlinien im Privatkundengeschäft, in dem ihr Hypothekenportfolio mit einem Beleihungsauslauf von unter 50 % ausgezeichnet gesichert ist. Zudem ist sie eine einlagenfinanzierte Bank, die nicht von volatiler, kurzfristiger Finanzierung abhängt, wie das Verhältnis von Ausleihungen zu Einlagen von etwa 76 % belegt.

Die Bank ist insofern einzigartig, als dass sie die Finanzkrise von 2008 unbeschadet überstand, ohne dass staatliche Kapitalspritzen oder Zuschüsse von Zentralbanken erforderlich wurden. Die übermäßige Fremdverschuldung und Komplexität der Anlagen, die andere Banken in den USA und Großbritannien kennzeichneten, fehlten bei Standard Chartered einfach. Im ersten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts galt Standard Chartered als eine Wachstumsbank, die auf der Welle des asiatischen Wachstums surfte und regelmäßig ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15 bis 20 erzielte. 2011 dann endete der Höhenflug, als sich in einer Reihe ihrer wichtigsten Märkte das Wirtschaftswachstum verlangsamte. Die Probleme in einigen Ländern wie Südkorea verschärften sich noch zusätzlich durch die wachstumshemmenden Auswirkungen neuer Regulierungsmaßnahmen, die das Geschäft praktisch aller in dem Land tätigen Banken beeinträchtigten. Diese Faktoren sowie die unserer Ansicht nach fehlgeleitete Besorgnis über ihre Kapitalquote gemäß Basel III und ein kürzlich erfolgter Umbau der Konzernleitung führten dazu, dass der Aktienkurs der Bank in den Keller rutschte. Dadurch erhielten wir die Gelegenheit, unsere Erstbeteiligung zum etwa 9,5-Fachen des 2014 erwarteten Gewinns und zum 1,2-Fachen des ausgewiesenen Buchwerts sowie mit unserer Ansicht nach einer sicheren Dividendenrendite von über 4 % zu kaufen. Die Geschäftsleitung von Standard Chartered betrachtet die Bank immer noch als Wachstumsbank, gibt jedoch zu, dass das kurzfristige Wachstum niedriger ausfallen wird als im ersten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts. Unserer Ansicht nach ist eine konservativ finanzierte weltweit tätige Bank, deren Wirkungskreis viele der auch in ihrer Mittelklasse besonders schnell wachsenden Länder der Welt umfasst und deren Aktienkurs einen erheblichen Abschlag gegenüber einer unseres Erachtens konservativen Schätzung ihres inneren Wertes beinhaltet, es wert, dass man ihr in den diversifizierten Portfolios unserer Teilfonds eine Chance gibt.

Neben diesen neuen Engagements nutzten wir preisliche Gelegenheiten, um unsere bereits bestehenden Bestände aufzustocken, und kauften Aktien unter anderem von Banco Santander Brasil, Bangkok Bank und DBS Group dazu. Alle drei Banken sind in den schneller wachsenden Teilen der Welt tätig, werden hauptsächlich über bleibende Einlagen finanziert, sind weniger fremdverschuldet als ihre westlichen Vergleichsbanken, verfügen über ein konservatives Kreditwachstum und erwirtschaften zurzeit recht gute Dividendenrenditen; wir warten derweil darauf, dass ihr Wert an der Börse anerkannt wird. Wir haben außerdem unser Engagement im Unternehmen G4S vergrößert, von dem wir weiterhin annehmen, dass es in einer von Minute zu Minute gefährlicher werdenden Welt die beherrschende und bestpositionierte Sicherheitsfirma ist. Auch unsere Engagements in Cenovus, HSBC, GlaxoSmithKline, Imperial Tobacco und TNT Express haben wir aufgestockt.

Verkauft haben wir aus unseren Portfolios hingegen die letzten verbleibenden Aktien von Coca Cola Femsa, nachdem wir von diesem mexikanischen Coca-Cola-Abfüller stark profitiert haben. Wir nahmen auch bei Union Pacific und BAE Gewinne mit – beide Gesellschaften haben bisher solide Renditen zu unseren Portfolios beigetragen, ihr Kurs hat jetzt aber ihren von uns geschätzten inneren Wert erreicht bzw. sogar überschritten. Wir führen darüber hinaus unsere Beteiligungen an Google, Leucadia, Unifirst, Wal-Mart und Sysco zurück, die ebenfalls zu ihrem geschätzten inneren Wert notieren oder immer näher an ihn heran kommen.

Insgesamt bleiben die Aktienkurse in den Industrieländern, abgesehen von Rohstoffunternehmen und einigen Finanzdienstleistern, am inneren Wert bzw. manchmal sogar darüber. Viele der Unternehmen der sogenannten „neuen Technologien und Medien“ notieren zu viel zu hohen Bewertungen, aber zum Zeitpunkt

der Abfassung dieses Schreibens gehen die Kurse dieser Aktien leicht zurück. Wirkt sich diese Entwicklung erst auf den gesamten Markt aus, könnten sich für uns sehr wohl Gelegenheiten ergeben, unsere Zahlungsmittelreserven einzusetzen. In der Zwischenzeit üben wir uns in Geduld. Seit 2011 bleibt der Tweedy, Browne Global High Dividend Yield Value Fund (EUR) hinter unseren übrigen Teilfonds und den meisten breiter angelegten Vergleichsindizes zurück. Die Hauptursachen dafür sind, dass riskantere zyklische Unternehmen überwiegend die Wertentwicklung am Markt tragen und der Teilfonds über eine starke Zahlungsmittelposition verfügt. Unserer Ansicht nach ermöglicht es sein defensiver Charakter diesem Teilfonds, seine besten Renditen an schwierigeren Märkten zu erzielen. Falls es in den Industrieländern zu einer Korrektur der Aktienmärkte kommt und damit die Vergangenheit sozusagen zum Vorboten wird, würde es uns nicht überraschen, wenn dieser Teilfonds dann besser dasteht als unsere übrigen Teilfonds und Vergleichsindizes.

Prognose

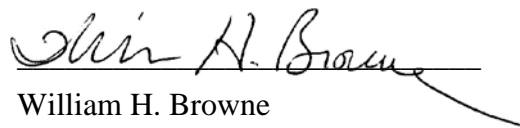
Wir werden häufig gefragt, was uns den Vorsprung gegenüber anderen sehr fähigen Marktteilnehmern verschafft, und unsere Antwort lautet unweigerlich: Zeit, Geduld und die Bereitschaft, unsere Rendite über einen längeren Anlagehorizont hinweg zu erwirtschaften. Wir sind sicher, dass wir keinen Informationsvorsprung haben, da Anlage- und Unternehmensdaten überall und ohne zeitliche Verzögerung erhältlich sind. Da geduldige Anleger recht selten sind, ist beim Eingehen längerfristiger Engagements in unseren Augen einfach weniger Konkurrenz am Start. In einem Interview im Magazin *Forbes* Ende 2011 meinte Jeff Bezos, der Gründer und CEO von Amazon.com: „Wenn alles, was Sie unternehmen, innerhalb von drei Jahren funktionieren muss, konkurrieren Sie mit einer Menge Leute. Aber wenn Sie Ihre Anlage vor einem siebenjährigen Anlagehorizont sehen, konkurrieren Sie nur mit einem Bruchteil dieser Menschen, weil nur sehr wenige Unternehmen dazu bereit sind.“ Wir sind da ganz seiner Meinung. Wenn es nur wenige Anleger gibt, sind die Kurse häufig ineffizienter.

Mit der Zunahme der Volatilität an unseren Märkten ungefähr im Zeitraum des letzten Jahrzehnts scheint sich auch der Anlagehorizont der Anleger immer mehr zu verkürzen. Eine durchaus nicht kleine Rolle bei der Beschleunigung der Entscheidungsgeschwindigkeit an unseren Kapitalmärkten spielen Fortschritte in der Informationstechnik. Jason Zweig, der bekannte Kolumnist des Wall Street Journal, brachte es bereits vor vielen Jahren, in der Ausgabe vom Februar 1999 des Newsletters des Unternehmens von Peter L. Bernstein, *Economics and Portfolio Strategy*, auf den Punkt: „(...) weil die heutige Datenflut die Zukunft näher und wissbarer erscheinen lässt, (...) werden langfristige Chancen immer weniger attraktiv gegenüber früher.“ Anleger, die heutzutage das Internet nutzen, können praktisch in Echtzeit eine Bestätigung ihrer kurzfristigen Meinung einholen und diese Meinung mit Hilfe von sozialen Netzwerken und Blogs Tausenden ihrer Anhänger mitteilen. Daraus ergibt sich häufig ein stark korreliertes, herdenähnliches Verhalten an unseren Märkten. Die Frage stellt sich allerdings, wie Anleger es dann vermeiden können, zum Opfer der Herde zu werden.

Zum Jahresende lasen wir den hervorragenden Leitartikel von Frank Bruni in der *New York Times* mit dem Titel „Weniger tweeten, mehr lesen“. In dem Artikel denkt Bruni an seine Kindheit und eine der vielen Warnungen seiner Mutter zurück: „Zähle bis zehn, bevor du redest.“ Darüber dachte er nach, und er realisierte, dass seine Mutter nicht nur meinte, dass man das, was man einmal gesagt hat, nicht zurücknehmen kann, sondern auch, dass „Pausen Räume bilden, in denen Leidenschaften abkühlen, Höflichkeit sich entfalten kann und möglicherweise sogar die Weisheit ihren Ausgang nimmt. Was sie damit meinte, war, dass sich aus einer Entschleunigung häufig Qualität entwickelt.“ Vielleicht tun wir als Marktteilnehmer und Bürger gut daran, wenn wir uns diesen Ratschlag zu Herzen nehmen.

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

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in cursive script, appearing to read "William H. Browne", written over a horizontal line. The signature is fluid and extends slightly to the right of the line.

William H. Browne

Thomas H. Shrager

John D. Spears

Robert Q. Wyckoff, Jr.

Managing Directors, Tweedy, Browne Company LLC

Mai 2014