Bericht des Anlagemanagers

"Alles ist im Fluss, auch der Status quo."

– Robert Byrne

Auch unserem letztjährigen Schreiben an die Anteilsinhaber stellten wir dieses Zitat voran. Dass wir es erneut verwenden, ist kein Zeichen von geistiger Trägheit oder der Unfähigkeit, etwas Neues zu sagen, sondern hat damit zu tun, dass es einige unserer Überlegungen zum Aktienmarkt, die Herausforderungen, welche anscheinend in dessen Natur liegen, und im Übrigen die Art, wie wir gedanklich an das Anlagegeschäft herangehen, unterstreicht. Vor einem Jahr galt es am Markt als Binsenweisheit, dass Japan "in Ordnung kommen wird" und dass Europa wahrscheinlich besser als die USA dasteht und besser als die Schwellenländer auf jeden Fall. Unterschwellig herrschte eine gewisse Sorge über die Höhe des weltweiten Wirtschaftswachstums, doch stand sie dem weiteren Anstieg der Aktienkurse nicht im Weg. Die Vorstellung einer Doppelbelastung durch säkulare Stagnation und Deflation machte jedenfalls sicher keine Schlagzeilen im Wirtschaftsteil. De facto müssen Sie bis 2011 zurückgehen, um in den letzten fünf Jahren eine echte Störung des Anstiegs der Aktienkurse zu finden. Für diejenigen, die sich einfach gern vom ansteigenden Aktienmarkt hoch tragen lassen, waren die letzten beiden Jahre eine erfreuliche Erfahrung. Für diejenigen, welche die Aktienkurse vor dem Hintergrund von Unternehmensbewertungen sehen, ergeben sich aus deren stetigem Anstieg Bewertungsüberlegungen, wie wir sie bereits in früheren Schreiben besprochen haben.

In der zweiten Hälfte September geschah dann jedoch etwas, was die relative Ruhe am Aktienmarkt doch ziemlich jäh beendete. Wenn wir hier "etwas" sagen, dann aus mehreren Gründen. Erstens haben wir selbstverständlich eine persönliche Ansicht dazu; diese ist aber natürlich subjektiv. Mit anderen Worten: Wir sind uns nicht wirklich sicher. Zweitens wurde zur Erklärung dieser erneuten Volatilität der Märkte bereits literweise Tinte verbraucht, ohne dass sich ein Konsens über die Ursachen ergeben hat. Der Streit um die relative Bedeutung eines Vergleichs zwischen einer veränderten Sachlage und einem geänderten Klima hat zwar keine Antwort hervorgebracht, brachte die Debatte aber auch nicht zum Erliegen. Vielleicht liegt die Lösung darin, dass diese Erklärungsmodelle keine Alternativen sind, sondern sich ergänzen. Wir fanden den Standpunkt einiger Strategen interessant, welche die Volatilität der letzten zwei Monate auf verschiedene menschliche Aspekte des Marktes zurückführen und andeuten, dass der Markt "sich von seinen Exzessen reinigt" oder eine "gesunde und kathartische Pause" einlegt. Andere wiederum meinen einfach, sie warteten darauf, dass der Markt "kapituliert", was aber bisher nicht eingetreten ist. Unsererseits finden wir diese Diskussion nicht sehr zweckdienlich, um die folgende Frage zu beantworten: "Was tun?"

Ganz abgesehen von der Masse neuer Faktoren wie dem jüngsten Ausbruch von Ebola (man erinnere sich an SARS und die Vogelgrippe), dem sich stetig erneuernden, aber sicher nicht neuen Chaos im Nahen Osten und dem Konflikt in der Ukraine, stehen verschiedene der im weiteren Sinne ökonomischen Fragen seit einiger Zeit im Raum. Neu ist lediglich, dass ihnen plötzlich wieder Aufmerksamkeit geschenkt wird. Darüber hinaus scheint es, dass um die nächste Ecke herum immer wieder neue Probleme auf einen warten, und wir haben den Verdacht, dass dieser Zustand weiter anhält, solange wir im Geschäft sind, was, wie wir hoffen, noch eine lange Zeit der Fall sein wird.

Wenn Sie im Anlagegeschäft sozusagen mitten im Ring stehen und auf den ersten Schlag warten, kann die Spannung stark ansteigen, und in dem ganzen Gebrüll der Menge kann man kaum noch klar denken. Es ist etwa so, wie Mike Tyson seine eigene Einstellung vor einem Kampf beschrieb: "Jeder hat

einen Plan, bis er einen Schlag auf den Mund erhält." Noch problematischer wird die Sache, schaut man auf den Erkenntnisstand der Forschung im Unterbereich Verhalten der Wirtschafts- und der Finanzwissenschaften, wonach wir nicht dazu gemacht sind, rational und objektiv zu handeln, wenn es um wirtschaftliche und Anlageentscheidungen geht. Nach unserer Ansicht verstärken diese Faktoren die Chance, dass man dem erliegt, was wir das "Teuer kaufen, billig verkaufen-Syndrom" nennen. Furcht ist ein starker Motivator, und ihre Beherrschung ist eine Stress verursachende Herausforderung, die selbst für "Profis" nicht einfach zu meistern ist. Mit zu dieser enormen Herausforderung trägt die starke Fokussierung auf kurzfristige Ergebnisse bei. Ohne jetzt auf den Bereich Hedgefonds näher eingehen zu wollen, finden wir es merkwürdig, um nicht zu sagen grotesk, dass die Medien den Oktoberergebnissen der Hedgefonds eine so enorme Bedeutung zumessen. Was bedeutet schon das Ergebnis eines einzelnen Monats? Welche Vorhersagen lassen sich schon auf der Grundlage des Ergebnisses eines einzelnen Monats treffen? Anders bei Tweedy, Browne: Wir verwenden unsere Energie größtenteils auf einen drei- bis fünfjährigen Zeithorizont, in dessen Rahmen wir die Ziele des Unternehmens über diesen Zeitraum festlegen. Wir wissen, dass nicht alle unsere Kunden so denken und dass einige in kürzeren Zeitspannen rechnen, aber unserer Ansicht nach steigt unsere Chance auf die Erwirtschaftung höherer Renditen durch das "Arbitraging" eines längeren Zeithorizonts, selbst wenn wir auf diese Weise einige kürzerfristige Renditen liegen lassen. Unserer Ansicht nach verwalten wir auf diese Weise Ihr Geld und unser Geld vernünftiger, und unsere Chancen, es gut zu verwalten, steigen dadurch. Am Tag, an dem wir dieses Schreiben aufsetzen, gegen Ende Oktober, hätte eine Fruchtfliege, die als "Erwachsene" eine Lebenserwartung von zwei Wochen hat, ihr ganzes Leben in einer finanziellen Hölle zugebracht. Gottseidank besitzen wir alle die Fähigkeit, in längeren Zeiträumen zu denken. Was wir jetzt brauchen, ist ein Plan oder, besser gesagt, einige Werkzeuge, damit wir diese Perspektive auch nutzen.

Wir kennen nicht die besondere Sachlage eines jeden unserer Anteilsinhaber, sodass wir keine Universalempfehlung abgeben können, die auf alle passt. Jedoch gibt es unserer Ansicht nach einige Werkzeuge, die bei der generellen Entscheidungsfindung im Investmentbereich hilfreich sein können und uns helfen, über die Schlagzeilen hinaus auf die Trendentwicklung zu sehen.

1. Verlängern Sie den zeitlichen Horizont Ihres Denkens – Anlegen ist ein Marathon-Lauf und keine Kurzstrecke.
2. Legen Sie kein Geld am Finanzmarkt an, das Sie innerhalb der nächsten 12 bis 18 Monate zur Begleichung einer finanziellen Verpflichtung benötigen. Renditen über einen kurzen Zeitraum sind unseres Erachtens in hohem Maße zufällig.
3. Setzen Sie sich klare Ziele und Beweggründe für Ihre Anlagen.
4. Falls Sie jemanden mit der Anlageentscheidungsfindung beauftragen, bemühen Sie sich darum, dessen Anlageprozess zu verstehen. "Das ist sicher nicht so schwierig."
5. Denken Sie daran, dass hinter jedem Aktienkurs ein Unternehmen steht. Bei Tweedy, Browne sind wir Eigentümer von Beteiligungen an Unternehmen, und unser Fokus liegt auf der Bewertung des Unternehmens und darauf, wie es sich bewährt. Wenn es dem Unternehmen gut geht und wir es zum richtigen Kurs kaufen können, wird die Anlage sich im Durchschnitt gut verzinsen.
6. Verlassen Sie sich nicht auf einen Anlageprozess, der auf "Intuition" basiert. Dem Prozess muss eine zeitlose, universelle Logik innewohnen.

Wir nehmen uns die Freiheit, aus dem jüngst erschienenen Jahresbericht von Berkshire Hathaway zu zitieren – dessen Autoren Warren Buffett und Charlie Munger wir hier ausdrücklich das Urheberrecht zusprechen – weil er den gesunden Menschenverstand zum Ausdruck bringt, den man für finanzielle

Gesundheit benötigt, und weil er wahrscheinlich wesentlich klarer und präziser formuliert, was wir nun über mehrere Seiten hinweg zu sagen versucht haben:

Während der außerordentlichen Panik an den Finanzmärkten Ende 2008 dachte ich nie darüber nach, meine Farm oder New Yorker Immobilien zu verkaufen, obwohl sich eindeutig eine schwere Rezession zusammenbraute. Und wenn ich 100 % an einem soliden Unternehmen mit guten langfristigen Aussichten gehalten hätte, dann wäre es idiotisch von mir gewesen, dessen Verkauf auch nur in Erwägung zu ziehen. Warum also hätte ich meine Aktien verkaufen sollen, die kleine Beteiligungen an wunderbaren Unternehmen darstellten? Natürlich kann mich eine der Beteiligungen irgendwann enttäuschen, aber als Gruppe erzielen sie eine gute Rendite. Kann es tatsächlich Menschen geben, die glauben, dass die Erde die unglaublich produktiven Vermögenswerte und den unbegrenzten Erfindungsgeist, wie sie in den USA herrschen, einfach schluckt?

Wenn Charlie Munger und ich Aktien kaufen – die wir als kleine Beteiligungen an einem Unternehmen betrachten – dann ist unsere Analyse sehr ähnlich, wie wenn wir ganze Unternehmen aufkaufen. Wir müssen zunächst entscheiden, ob wir für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren das Ertragsspektrum verlässlich schätzen können. Lautet die Antwort "Ja", dann kaufen wir die Aktien (bzw. das Unternehmen), solange die Beteiligung zu einem Kurs verkauft wird, der im Verhältnis zur Untergrenze unserer Schätzung angemessen ist. Können wir jedoch die zukünftigen Erträge nicht schätzen – was üblicherweise der Fall ist –, so gehen wir einfach zu anderen Projekten über. In den 54 Jahren, in denen wir schon zusammenarbeiten, haben wir niemals auf einen attraktiven Kauf verzichtet wegen des makroökonomischen bzw. politischen Umfelds oder aufgrund der Ansichten anderer Menschen. Eigentlich erwähnen wir diese Themen überhaupt nicht, wenn wir Entscheidungen treffen.

Wertentwicklung

Im Folgenden wird das Anlageergebnis der Gesellschaft Tweedy, Browne Value Funds SICAV ("Fonds") für das Jahr zum 30. September 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 30. September 2014 berechnetes Ergebnis*			
	Tweedy, Browne Value Fund (USD)	***MSCI World (in USD)***	***S&P 500 Index***
6 Monate	0,07 %	2,59 %	6,42 %
1 Jahr	7,58	12,20	19,73
3 Jahre	15,44	17,93	22,99
5 Jahre	10,30	10,86	15,70
10 Jahre	5,68	7,12	8,11
Seit Auflegung *(31.10.1996)*	6,41	6,19	7,88

** Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Tweedy, Browne Value Fund (USD) entspricht der von der Swiss Funds & Asset Management Association am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen.* ***Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

Tweedy, Browne International Value Fund (EUR)

Aufs Jahr zum 30. September 2014 berechnetes Ergebnis*

	Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)†	***MSCI EAFE (abgesichert gegenüber dem USD/EUR)***	***MSCI EAFE (in USD/EUR)***
6 Monate	6,56%	4,26%	6,89%
1 Jahr	11,32	10,32	11,72
3 Jahre	15,50	16,54	15,95
5 Jahre	11,70	7,48	9,72
10 Jahre	8,12	5,51	6,14
Seit Auflegung *(31.10.1996)*	9,20	4,82	4,71

** Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Tweedy, Browne International Value Fund (EUR) entspricht der von der Swiss Funds & Asset Management Association 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 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 Betrachtungszeitraum dar.

Zum Vergleich der Wertentwicklung wird die Entwicklung der Referenzindizes MSCI EAFE (abgesichert gegen USD- bzw. EUR-Schwankungen) und MSCI EAFE (in USD bzw. EUR) im jeweiligen Berichtszeitraum aufgeführt. Folglich eigneten sich die Indizes MSCI EAFE (abgesichert gegen USD-Schwankungen) und MSCI EAFE (in USD) für den Zeitraum vor dem 17. Mai 2004 besonders als Referenzwert, während für den Zeitraum danach die Indizes MSCI EAFE (abgesichert gegen EUR-Schwankungen) und MSCI EAFE (in EUR) die geeignetsten Referenzwerte darstellen.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufs Jahr zum 30. September 2014 berechnetes Ergebnis*

	Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)	***MSCI EAFE (abgesichert gegen CHF-Schwankungen)***	***MSCI EAFE (in CHF)***
6 Monate	3,93%	4,12%	5,97%
1 Jahr	8,08	10,02	10,16
3 Jahre	13,74	16,22	15,58
5 Jahre	9,91	7,12	4,82
10 Jahre	6,25	4,80	3,75
Seit Auflegung *(31.10.1996)*	7,56	3,54	3,33

** Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) entspricht der von der Swiss Funds & Asset Management Association am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen.* ***Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

*Aufs Jahr zum 30. September 2014 berechnetes Ergebnis**			
	Tweedy, Browne Global High Dividend Value	***MSCI World (abgesichert gegen EUR-Schwankungen)***	***MSCI World (in EUR)***
6 Monate	6,09%	5,20%	11,93%
1 Jahr	10,48	14,97	20,23
3 Jahre	12,77	18,83	20,32
5 Jahre	9,78	10,74	14,15
Seit Auflegung *(01.06.2007)*	3,15	1,98	3,74

** Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Teilfonds entspricht der von der Swiss Funds & Asset Management Association am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen.* ***Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

Wie sich aus dem Überblick über die Wertentwicklung ersehen lässt, reicht die Rendite der einzelnen Teilfonds von Tweedy, Browne für den einjährigen Zeitraum zum 30. September von 7,58 % bis 11,32 %. Die längerfristigen Renditen unserer Teilfonds sind nach wie vor positiv, und seit ihrer jeweiligen Auflegung haben alle unsere vier Teilfonds unter Abzug von Gebühren und Kosten ihre Vergleichsindizes übertroffen.

Wir möchten jedoch wie bereits oft unsere Anleger davor warnen, sich von die nähere Zukunft betreffenden Index-Vergleichen überwältigen zu lassen. Diese Warnung mag etwas eigennützig erscheinen, da wir etwa seit dem letzten Jahr eher hinter unseren Vergleichsindizes zurückbleiben (bei drei von vier Teilfonds), was teilweise auf unsere zunehmenden Zahlungsmittelreserven zurückzuführen ist. Unserer Ansicht nach können Index-Vergleiche zwar langfristig nützlich sein, doch ergeben sich die historischen Ergebnisse unserer Vergleichsindizes großteils aus den Anlageergebnissen von Wertpapieren, die wir nicht halten. Wie sich von selbst versteht, erzielt ein Portfolio, das nicht über genau dieselben Aktien in genau denselben Zuteilungen wie der Index verfügt, mit dem es verglichen wird, mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht die gleichen Ergebnisse wie der Index, d. h. unterschiedliche Aktien entsprechen unterschiedlichen Ergebnissen. Darüber hinaus sind wir der Ansicht, dass kurzfristige Vergleiche mit Indizes nicht unbedingt vorhersagen, was die Zukunft bringen wird.

In den Grafiken zur Wertentwicklung jedes der vier Teilfonds folgenden Erläuterungen haben wir uns immer nach besten Kräften bemüht, die innere Unstetigkeit von Aktienrenditen aufzuzeigen, insbesondere beim Vergleich mit den Vergleichsindizes über kürzere Messperioden. Wir möchten Sie um ein wenig Geduld bitten, damit wir Ihnen dies nochmals erläutern können. In einer Studie von 1986 mit dem Titel *Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive?* analysierte Eugene Shahan, der nach seinem Abschluss an der Columbia University Business School Portfoliomanager bei U.S. Trust wurde, die Leistung von sieben Vermögensverwaltern, über die Warren Buffett seinen bekannten Artikel *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville* geschrieben hatte. Über lange Messperioden von 13 bis 28 Jahren gelang es allen diesen Wertmanagern, mit ihren Ergebnissen den anhand der Ergebnisse des Dow Jones Industrial Average und des S&P 500 errechneten Markt erheblich zu übertreffen; jedoch gingen alle – mit Ausnahme von Warren Buffett – durch Perioden, in denen ihre Ergebnisse relativ zu diesen Vergleichsindizes unter dem Markt lagen, wobei diese mageren Jahre manchmal zwischen einem und sechs Jahren andauerten. Im heutigen Umfeld sähen sich viele dieser

Manager dem Problem gegenüber, dass ihnen wegen dieser Ergebnisse die Kunden weglaufen, aber in jedem Beispielfall wäre es falsch gewesen, den Manager zu feuern. In allen dargestellten Anlagebilanzen sagten ungünstige relative Ergebnisse in einem gegebenen Zeitraum nicht die später eintretenden günstigen Ergebnisse voraus, und günstige kurzfristige Ergebnisse zogen später nicht immer günstige Vergleichsergebnisse nach sich. Shahan schloss daraus:

> *Leider gibt es keine Möglichkeit der Unterscheidung zwischen einem schlechten Dreijahresergebnis eines Managers, der über 15 Jahre erfolgreich ist, und einem schlechten Dreijahresergebnis eines Managers, der auch weiterhin Misserfolge produziert. Ebenso wenig gibt es einen Grund zur Annahme, dass ein Manager, der von Anfang an gut dasteht, nicht auch weiterhin kontinuierlich erfolgreich sein kann.*

Alle Anlagebilanzen zeigen, dass Erfolg sowohl Glück als auch Fachwissen bedingt. Da die Aktienkurse kurzfristig von einer Vielzahl von Variablen beeinflusst werden, ist es ohne eine umfangreiche Stichprobe, d. h. ohne eine sehr lange Bilanz, praktisch unmöglich, Fachwissen von Glück zu unterscheiden. In seinem Buch *The Success Equation* weist Michael Mauboussin, der bekannte Anlagestratege und Verhaltensforscher, auf Folgendes hin:

> *In einem Pokerspiel kann ein Amateur mit Glück einen Profi über einige Spiele schlagen, aber je mehr Spiele stattfinden, desto klarer wird, dass der Profi Vorteile hat (...). Nur ein kleiner Prozentsatz von Anlegern verfügt über genügend Fachwissen, um mehr als die Kosten zu erwirtschaften. Folglich ist anlegen, insbesondere über relativ kurze Zeiträume, mehr Glückssache als dem Fachwissen geschuldet.*

Schließlich: Wenn sich, wie wir es sehen, Fachwissen auch daran misst, ob der Manager eine Rendite erwirtschaftet, die größer ist als die dabei eingegangenen Risiken, dann wäre es von größter Wichtigkeit festzustellen, welche Risiken das Portfolio des Managers im Vergleich mit den Indexrisiken eingeht. Wenn Sie unsere Ansicht teilen, wonach das Risiko nicht durch eine einzelne Zahl wie etwa die Standardabweichung der Rendite erklärt werden kann, sondern vielmehr das Potenzial der jeweiligen Portfolios darstellt, künftig eine Wertminderung des Vermögens hinnehmen zu müssen, dann wird es wichtig, den fundamentalen Charakter des Portfolios des Managers mit dem des Vergleichsindex zu vergleichen. Wir verbringen kaum Zeit damit, uns die Variabilität unserer Teilfondsrenditen anzusehen, die mit Hilfe statistischer Formeln wie der Standardabweichung berechnet werden. Aber wir können jederzeit einen durchdachten Diskurs über die fundamentalen Risiken führen, denen unsere Anteilsinhaber in unseren Teilfonds ausgesetzt sind. Diesbezüglich sind wir der Ansicht, dass unsere Portfolios eindeutig weniger Risiken aufweisen als die Portfolios der Vergleichsindizes, mit denen sie ständig verglichen werden. Vor diesem Hintergrund wird ein guter Manager nicht nur möglicherweise, sondern ganz routinemäßig nominelle Renditen erwirtschaften, die unter den vom Index erwirtschafteten liegen, dabei aber sehr viel besser aussehen, wenn man sie im Lichte der von den jeweiligen Portfolios eingegangenen Risiken sieht. In unserer Branche werden viel zu häufig einfach die Renditenströme anhand der Kennzahl der jeweiligen Renditenvarianz verglichen. Wir tun es, weil es leicht ist, aber nicht unbedingt, weil es eine angemessene Messgröße für Fachwissen darstellt. Wie wir vorstehend bereits erwähnt haben, hat Charlie Munger einmal gesagt:

> *(...) das heißt, man hat ein komplexes System, das eine Menge wundervoller Zahlen ausspuckt, mit deren Hilfe man einige Faktoren messen kann. Aber es gibt andere Faktoren, die enorm wichtig sind. Es gibt keine präzise Zahlentafel, wo man diese Faktoren unterbringen kann. Man*

weiß, dass sie wichtig sind, aber man hat keine Zahlen dafür. Die Folge ist, dass praktisch jeder die Faktoren übergewichtet, die sich in Zahlen ausdrücken lassen, weil sie sich statistischen Techniken unterwerfen, die an Orten wie diesem gelehrt werden und keiner die Faktoren einbezieht, die schwierig zu messen, aber vielleicht wichtiger sind. Das ist ein Fehler, den ich zeit meines Lebens versucht habe zu vermeiden, und ich bedaure das nicht.

Wir empfehlen Ihnen allen, das zu tun, was Charlie Munger bereits viele Jahre lang getan hat und damit die Tendenz zu bekämpfen, Bedeutung oder Fachwissen in "magischen Zahlen" zu finden, insbesondere kurzfristig.

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.

Wie zu Beginn des vorliegenden Schreibens erwähnt, wurden die Aktienmärkte weltweit gegen Ende September wieder von Volatilität erfasst. Aus leisen Befürchtungen, ob die Europäische Zentralbank bei der Rettung der europäischen Wirtschaft weit genug gehen würde, wurde wirkliches Unbehagen, als zunehmend klar wurde, dass die Volkswirtschaften außerhalb der USA tatsächlich einen Abschwung erlebten. Direkt nach dem Ende des Quartals spiegelten die Aktienmärkte im Ausland und in den USA dieses Unbehagen wider, denn die rapide sinkenden Ölpreise und der steigende US-Dollar drückten die Marktindizes in den USA und im Ausland unter ihre zuvor erreichten Höchststände. Vor allem aufgrund des Rückgangs von Aktien von mit der Branche Energie verbundenen Unternehmen und einer Untergewichtung von Unternehmen mit Sitz in den USA zerfloss der Gewinn, den unsere Teilfonds im letzten Jahr erzielt hatten, in den Wochen nach Ende des dritten Quartals. Dennoch beendeten unsere vier Teilfonds den Jahreszeitraum zum 30. September 2014 mit soliden absoluten Renditen in Höhe von 7,58 % bis 11,32 %.

Der Ölpreis sank nach Maßgabe des Brent Crude seit Mitte Juni bis zum 30. September 2014 um etwa 19 % (von USD 115 auf USD 93). Während der Großteil unseres Portfolios finanzielle Fortschritte erzielte und wir mit einigen unserer Pharma-, Finanzdienstleistungs- und Rüstungsbestände sehr schöne Renditen erzielten, sahen wir uns in Bezug auf die mit der Branche Energie verbundenen Unternehmen am Ende des dritten Quartals erheblichem Gegenwind ausgesetzt. Der Einbruch bei den Ölpreisen drückte die Aktien der Ölunternehmen so sehr herunter, dass es leicht war zu vergessen, dass Öl und Gas längerfristig fundamental gesund sind. Wir wissen nicht, was mit den Ölpreisen kurzfristig geschehen wird, aber wir sind der Meinung, dass in Bezug auf Angebot und Nachfrage bei Öl und Gas aufgrund fallender Produktionsleistung, zunehmender Nachfrage und höherer Explorations- und Entwicklungskosten längerfristig ein knappes Gleichgewicht herrschen wird. Zudem gehen Fachleute davon aus, dass die Kostendeckung für Exploration und Erschließung bei einem Fass Öl bei etwa USD 80 bis USD 100 liegt. Das vor Jahren entdeckte und erschlossene niedrigpreisigere Öl wird heute in hohem Masse durch höherpreisiges Öl aus unkonventioneller Erschließung wie Tiefwasser-Offshore und Schiefervorkommen ersetzt. Auch wenn Saudi-Arabien aufgrund seiner Fähigkeit, die Produktion erheblich zu erhöhen oder zu senken, eine wesentliche Unbekannte bei der kurzfristigen Preisgestaltung von Öl darstellt, ist die Branche längerfristig positiv zu bewerten. Zudem sind wir der Ansicht, dass die Öl- und Gasunternehmen in unseren Teilfondsportfolios über erhebliche finanzielle Ressourcen und attraktive Produktionswachstumsprofile verfügen. Viele dieser Unternehmen erwirtschaften auch einen Kapitalfluss, der zurzeit dazu dient, steigende Dividenden zu zahlen, während wir auf die längerfristige Wertanerkenntnis unserer Aktien warten.

Die Portfoliotätigkeit war im letzten Jahr eher verhalten. Wir erhöhten unter anderem unsere Bestände in Bangkok Bank, DBS Group, TNT Express, Safran, SCOR und Vallourec und verkauften oder verringerten unter anderem unsere Bestände in Union Pacific, Canon, Daily Mail & General Trust, Henkel KGaA sowie in mehreren japanischen Unternehmen. Außerdem kauften wir unter anderem neue Bestände in Standard Chartered, Cenovus Energy und Antofagasta und begannen Positionen in einigen wenigen neuen Unternehmen aufzubauen, darunter einem in Kanada notierten lateinamerikanischen Öl- und Gasunternehmen, einem südamerikanischen Flaschenabfüller und einer führenden Mobilfunkgesellschaft mit Sitz in den USA.

Wir möchten noch etwas zu unserem Global High Dividend Value Teilfonds sagen, da er in den letzten drei Jahren im Vergleich zu seinem Vergleichsindex hinter den anderen Teilfonds zurückblieb. Es ist wichtig anzumerken, dass unser Teilfonds keine hochverschuldeten Immobiliengesellschaften und regulierten Versorgungsunternehmen hält, sondern sich auf unterdurchschnittlich fremdverschuldete Unternehmen weltweit konzentriert, die unterbewertet sind und eine über dem Marktdurchschnitt liegende Dividendenrendite aufweisen. Wie Sie sich vorstellen können, floss in diesem künstlichen Umfeld, in dem Zentralbanken die Zinsen auf unterstem Niveau hielten und so Anlegern in festverzinslichen Wertpapieren jegliche Rendite unmöglich machten, viel Geld in dividendenzahlende Unternehmen, wo Anleger eine Rendite von bis zu 4 % und manchmal auch darüber finden können.[*] Dadurch stiegen wiederum die Bewertungen von dividendenzahlenden Unternehmen an und machten es wertabhängigen Anlegern wie uns selbst sehr schwer, ihr Geld zu disziplingerechten Preisen arbeiten zu lassen. Daher verfügt unser Teilfonds über eine überdurchschnittliche Reserve an Zahlungsmitteln, wodurch seit dem schwierigen Markt von 2011, als unser Dividenden-Teilfonds am besten von allen abschnitt, die Rendite nach unten gedrückt wird. Die Volatilität Anfang Oktober erinnert an diese Tage. Wenn sie sich fortsetzt, dann kann dieser Teilfonds einen willkommenen Widerstand gegen den Sturm bieten.

Noch eine Anmerkung zu den Portfolios unserer Teilfonds. Zunahmen der Teilfonds-Kapitalflüsse und steigende Aktienbewertungen haben in den letzten Jahren zu überdurchschnittlichen Reserven an Zahlungsmitteln in unseren Teilfonds geführt. Zur Erinnerung: Damit wir die Rendite unserer Alt-Anteilsinhaber in diesem schwierigen Umfeld nicht verwässern, werden wir weiterhin den Zufluss von Zeichnungen in unsere vier Teilfonds zeitweilig beschränken. Die zweimonatlichen Zeichnungen sind auf eine Nettozeichnung von 5 Mio. USD beim Tweedy, Browne Value Fund (USD) und eine Nettozeichnung von 5 Mio. EUR beim Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) sowie beim Tweedy, Browne Global High Dividend Fund beschränkt worden. Der Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) hat wegen seiner größeren Kapitalbasis eine Nettozeichnungsbeschränkung von 10 Mio. CHF. Wir haben immer daran festgehalten, dass unsere erste Verantwortung darin besteht, im wohlverstandenen Interesse unserer aktuellen Anleger zu handeln.

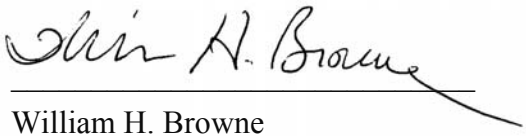
[*] *Aktien und Anleihen sind unterschiedlichen Risiken ausgesetzt. In der Regel unterliegen Aktien größeren Preisschwankungen und höherer Volatilität als Anleihen und können als Reaktion auf Beeinträchtigungen bei den Emittenten, in der Politik, im Aufsichtsrecht, am Markt oder in der Wirtschaft im Wert erheblich zurückgehen. Im Gegensatz zu Aktien liefern Anleihen, wenn man sie bis zur Endfälligkeit hält, einen festen Renditesatz und eine feste Kapitalsumme. Anleihen unterliegen dem Zinsrisiko (mit dem Steigen der Zinsen fallen in der Regel die Anleihepreise), dem Emittentenausfallrisiko, dem Emittentenbonitätsrisiko und dem Inflationsrisiko.*

Prognose

Der VIX (ein populärer Index, der die Volatilität am US-Aktienmarkt abbildet) stieg Ende September und im Oktober wie der Phönix aus der Asche, erwischte die Anleger kalt und führte zur Rückkehr einer gesunden Skepsis an die Finanzmärkte. In einer faszinierenden Studie über den Zusammenhang zwischen dem Eingehen von Risiken und den körperlichen Reaktionen auf Stress untersucht John Coates, ein Research Fellow an der University of Cambridge, den Einfluss der Marktvolatilität auf 17 Händler mit Sitz in London und stellt fest, dass mit dem Anstieg der Volatilität auch deren Stresshormon Cortison in einem Zeitraum von acht Tagen um 68 % anstieg. Nachfolgende Studien stellten scheinbar fest, dass dieser Cortisonanstieg als Reaktion auf Volatilität in Finanzkreisen durchaus häufig vorkommt. In einer Folgestudie erhöhten Kollegen von Coates von der Abteilung für Medizin den Cortisonspiegel pharmazeutisch in acht Tagen um 69 % und kamen mit Hilfe einer Spielaufgabe am Computer zu dem Ergebnis, dass der Risikoappetit der Probanden um 44 % nachließ. Coates schließt daraus, dass eine "sich aus einem längeren Ansteigen der Marktvolatilität ergebende andauernde Unsicherheit einen zu dem unbewussten Schluss führt, dass man das Geschehen nicht mehr versteht und, dass das Cortison dann die Risikofreude wieder hemmt".

Einen Kontrast zu den biologischen Reaktionen der von Coates untersuchten Händler bilden die leidenschaftslosen Reaktionen von Wert-Anlegern. Wie wir in einem früheren Schreiben an die Anteilsinhaber erwähnten, führt Jason Zweig, der bekannte Kommentator des Wall Street Journal und Verfasser von *Your Money and Your Brain* (2007), den Anlageerfolg von Wert-Anlegern wie Warren Buffett und Benjamin Graham größtenteils auf deren "umgekehrte Emotionalität" zurück, d. h. sie haben einen Charakterzug, der über Ruhe hinaus geht – "eine gewisse Unerschütterlichkeit oder Unerbittlichkeit". Zweig verwendet den klassischen griechischen Begriff "ataraxia", um den Zustand zu beschreiben, dass jemand nicht durch das beunruhigt werden kann, was die meisten Menschen beunruhigt. Vielleicht sind wir genauso. Während wir Ende September und Anfang Oktober mit einigem Kummer zuschauen mussten, wie unsere Ölaktien einbrachen, waren wir auch froh, dass die Marktvolatilität zunahm. Wie Warren Buffett schon vielfach gesagt hat, muss ein langfristiger Konsument der Aktienmärkte die Berichtigungen an den Aktienmärkten gutheißen, da er dadurch Gelegenheit erhält, Beteiligungen an Unternehmen zu attraktiven Preisen zu kaufen. Wir sind da ganz der gleichen Meinung. Zwar war die Volatilität der letzten Monate für viele verstörend, doch bietet sie eventuell auch Möglichkeiten, dass wir einen Teil unserer Zahlungsmittelreserven einsetzen können. Vielen Dank, dass Sie bei uns investieren und uns weiter Ihr Vertrauen schenken.

Mit freundlichen Grüßen



William H. Browne
Thomas H. Shrager
John D. Spears
Robert Q. Wyckoff, Jr.
Managing Directors, Tweedy, Browne Company LLC

Oktober 2014