

## ***Bericht des Anlagemanagers***

Die Verlangsamung des Wachstums in China, der zweitgrößten Wirtschaft der Welt, und die Ungewissheit über die Normalisierung der Zinsen in den USA ließen die globalen Aktienmärkte in den vergangenen Monaten erzittern. Nach einer relativ kurz andauernden, wilden Korrektur Ende August und Anfang September fassten die globalen Aktienmärkte wieder Tritt und konnten zum Zeitpunkt unseres Schreibens den Ende des Sommers verlorenen Boden zu einem großen Teil wieder gutmachen.

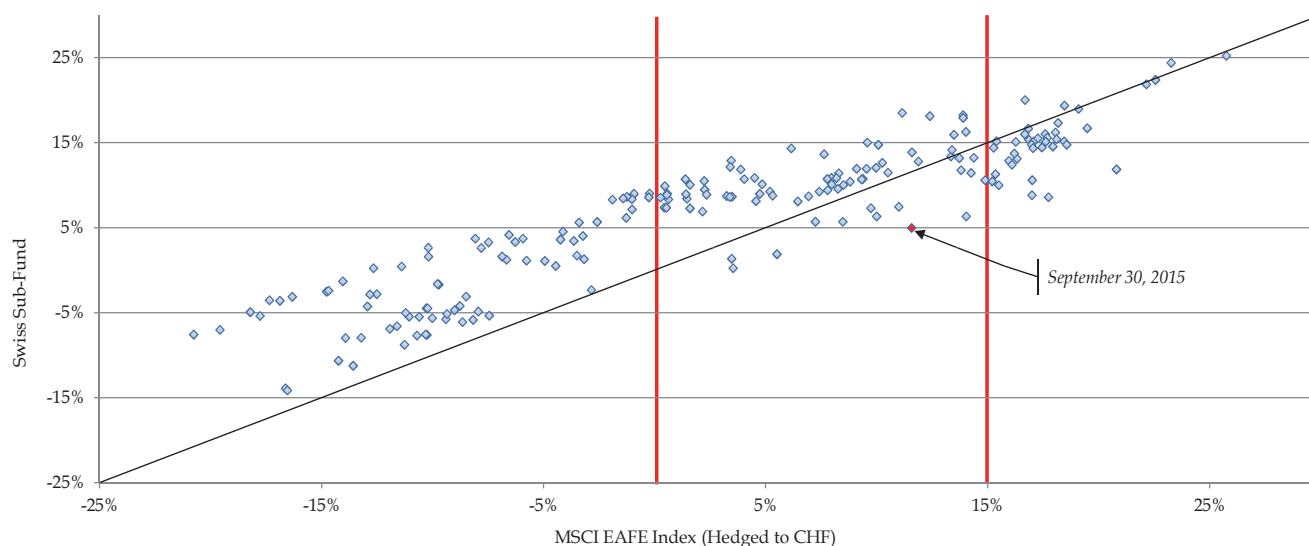
Für Wertanleger wie uns blieb das Geschäft bei aller Turbulenz jedoch ruhig, obwohl wir zugeben müssen, dass uns eine gewisse kontraintuitive Befriedigung erfasste, als die Aktienmärkte mit ihrem lange schon überfälligen Rückzug begannen. Nach sechseinhalb recht reibungslos verlaufenen Jahren – abgesehen von dem kurzen Schluckauf 2011 – wurde das Umfeld für Wertanleger doch recht schwierig. Schnäppchen gab es immer seltener, und viele unserer bestehenden Engagements erreichten ihren von uns geschätzten inneren Wert bzw. waren nahe daran, so dass wir einen Teil dieser Positionen verkauften bzw. reduzierten. Infolgedessen stiegen unsere Barrücklagen an und unsere Renditen wurden leicht verwässert, während die Hausse am Markt und bei den mit den Märkten verbundenen Vergleichsindizes weiterging. Wir konnten Ende Sommer leicht von der abwärts gerichteten Volatilität der Märkte profitieren. Jedoch dauerte diese Phase nicht lange und verlief auch nicht so stark abwärts, als dass wir unsere Barrücklagen wirklich entscheidend hätten einsetzen können.

Wie wir in vorausgehenden Schreiben bereits erläutert haben, sind die Renditeströme von Aktien von Natur aus ungleichmäßig. Wir können Unternehmen finden, die unserer Ansicht nach beim Kauf unterbewertet sind, aber es entzieht sich unserer Kontrolle, wann (bzw. ob überhaupt) dieser Wert an den Wertpapierbörsen anerkannt wird. Diese Anerkennung erfolgt häufig mehr zufällig. Daher ist jede Anlagebilanz sowohl auf Glück als auch auf Fachwissen zurückzuführen. Wie wir im letztjährigen Jahresbericht erwähnten, werden die Aktienkurse – insbesondere kurzfristig – von einer Vielzahl von Variablen beeinflusst, so dass es praktisch unmöglich ist, ohne eine umfangreiche Stichprobe, d. h. eine langjährige Bilanz, die Auswirkungen des Fachwissens von bloßem Glück abzugrenzen. Eines, das wir bei Tweedy, Browne dank unseres langen Bestehens und unserer Vorgänger im Überfluss haben, sind langjährige erfolgreiche Anlagebilanzen. Mit Ausnahme des Tweedy, Browne Value Fund (USD), der seit Mitte 2014 gegenüber seinem Vergleichsindex eine besonders schwere Phase durchmacht, haben die Teilfonds des Tweedy, Browne Value Funds SICAV die Vergleichsindizes seit ihrer jeweiligen Auflegung übertroffen. Jedoch waren die Renditeströme immer ungleichmäßig – es gab viele Zwischenzeiten wie die, in der wir uns heute befinden, in denen unsere Teilfonds in ihrer Wertentwicklung zurückblieben. Dennoch sind diese Zeiten der Underperformance ein fester Bestandteil unserer langfristigen, erfolgreichen Wertentwicklung.

Beispielhaft dafür stellen wir hier eine Grafik ein, die unserer Ansicht nach dem Leser einen zusätzlichen Blickpunkt auf die nun schon fast 19 Jahre andauernde Anlagebilanz des Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) („CHF-Teilfonds“) verschafft. Sie hat die Form eines Streudiagramms und untersucht die rollierenden Dreijahres-Ergebnisse für verschiedene Arten der Aktienmarktumgebung seit der Auflegung des CHF-Teilfonds im Vergleich mit dem (CHF-kursgesicherten) MSCI EAFE Index. Die Grafik veranschaulicht die Tatsache, dass Zeiten relativer Outperformance des CHF-Teilfonds eher in „Baisse“- oder „normalen“ Marktumgebungen lagen, während eine relative Underperformance eher in Zeiten mit ausgeprägter „Hausse“ und einer Neigung zur Spekulation eintrat, wie wir sie in den vergangenen drei Jahren erlebt haben.

## Rollierende Dreijahresergebnisse

In 192 dreijährigen Messzeiträumen lag der CHF-Teilfonds 141-mal bzw. in 73 % der gemessenen Zeiträume über dem (CHF-kursgesicherten) \* MSCI EAFE Index.



| Baisse-Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (unter 0 %)   | Normaler Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (0-15 %)  | Hausse-Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (über 15 %)   |
|---|---|---|
| CHF-Teilfonds: -1,31 %<br>(CHF-kursgesicherter) MSCI EAFE: - 8,94 %<br><b>Der CHF-Teilfonds schlägt den EAFE-Index in 100 % der Zeiträume</b> | CHF-Teilfonds: 10,33 %<br>(CHF-kursgesicherter) MSCI EAFE: 7,20%<br><b>Der CHF-Teilfonds schlägt den EAFE-Index in 81 % der Zeiträume</b> | CHF-Teilfonds: 15,38 %<br>(CHF-kursgesicherter) MSCI EAFE: 17,84 %<br><b>Der CHF-Teilfonds schlägt den EAFE- Index in 8 % der Zeiträume</b> |

Die vorstehende Grafik veranschaulicht die rollierenden monatlichen Ergebnisse des CHF-Teilfonds abzgl. Gebühren über drei Jahre hinweg seit dem 1. November 1996 gegenüber den im gleichen Zeitraum erzielten rollierenden Ergebnissen seines Vergleichsindex. Vom 1. November 1996 bis zum 30. September 2015 gab es 192 rollierende monatliche Ergebnisse über drei Jahre hinweg.

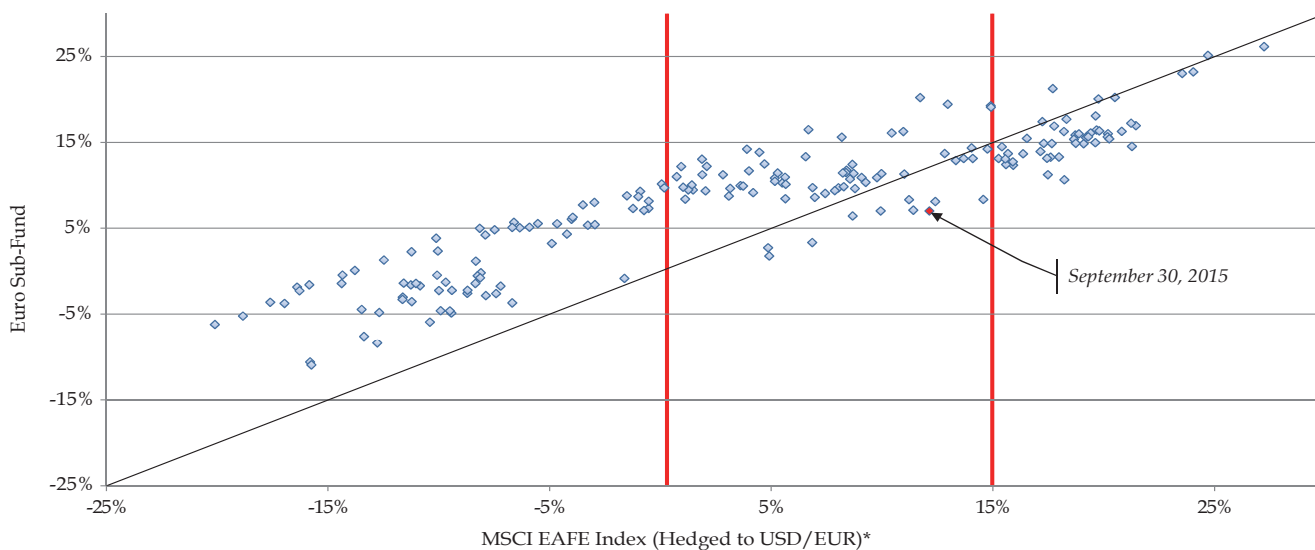
**Beschreibung der Grafik.** Die horizontale Achse stellt die rollierenden Ergebnisse des Vergleichsindex über drei Jahre dar, während die vertikale Achse die rollierenden Ergebnisse des Teilfonds über drei Jahre hinweg darstellt. Die diagonale Achse veranschaulicht die Outperformance bzw. Underperformance des Teilfonds gegenüber dem Vergleichsindex. Die Datenpunkte über der diagonalen Achse zeigen die relative Outperformance des Teilfonds an, während die Datenpunkte unterhalb der diagonalen Achse die relative Underperformance des Teilfonds anzeigen. Die Ergebnisse wurden für drei verschiedene Marktumgebungen erfasst: einen „Baisse-Markt“, d. h. einen Zeitraum, in dem das über drei Jahre berechnete rollierende Ergebnis des Vergleichsindex unter 0 % liegt; einen «normalen Markt», d. h. einen Zeitraum, in dem das über drei Jahre berechnete rollierende Ergebnis des Vergleichsindex 0 % bis 15 % beträgt; und einen „Hausse-Markt“, d. h. einen Zeitraum, in dem das über drei Jahre berechnete rollierende Ergebnis des Vergleichsindex 15 % übersteigt.

\*Der **MSCI EAFE Index** ist ein nicht verwalteter, nach Kapitalisierung gewichteter Index von Unternehmen, der die Aktienmärkte der Regionen Europa, Australien-Asien und Ferner Osten abbildet. Der **MSCI EAFE Index (in CHF)** bildet das Ergebnis des MSCI EAFE Index für Anlagen in Schweizer Franken ab. Der **(CHF-kursgesicherte) MSCI EAFE Index** enthält die Ergebnisse des zu 100 % CHF-kursgesicherten MSCI EAFE Index und berücksichtigt die Zinsunterschiede bei den Devisenterminkursen. Die Index-Ergebnisse schließen Ausschüttungen ein und ausländische Abzugssteuern aus.

Der CHF-Teilfonds erzielte über Ein-, Fünf- bzw. Zehnjahres-Zeiträume zum 30. September 2015 eine durchschnittliche jährliche Gesamtrendite von jeweils -7,81 %, 5,88 % bzw. 3,46 %. Die angezeigte Wertentwicklung betrifft allerdings Vergangenheitswerte und garantiert keine zukünftigen Ergebnisse. Das Anlageergebnis sowie der Wert der Anlage schwankt, so dass die Anteile eines Anlegers bei Rücknahme über oder unter ihren Anschaffungskosten liegen können. Die aktuelle Wertentwicklung kann über oder unter der angezeigten Wertentwicklung liegen.

Wie die vorstehende Grafik zeigt, ist die Underperformance unserer mit dem CHF-Teilfonds über die vergangenen drei Jahre verfolgten wertorientierten Strategie ganz normal sowie in der Endphase einer Hausse, in der sich die Aktienbewertungen vom zugrunde liegenden inneren Wert abkoppeln, auch zu erwarten. In der Tat würden „großartige Gewinne“ in dieser Marktumgebung im Vergleich mit unseren Vergangenheitswerten als ein „Ausreißer“ erscheinen, der zweifellos zu Fragen Anlass gäbe. Nachstehend finden Sie die gleiche Grafik jeweils auch für das rollierende Dreijahresergebnis der drei anderen Teilfonds. Unserer Ansicht nach veranschaulicht jede von ihnen ein ähnliches Muster von Ergebnissen.

**In 192 dreijährigen Messzeiträumen lag der Tweedy, Browne International Value Fund (EUR) („EUR-Teilfonds“) 134-mal bzw. in 70 % der gemessenen Zeiträume über dem (USD/EUR-kursgesicherten)\* MSCI EAFE Index.**



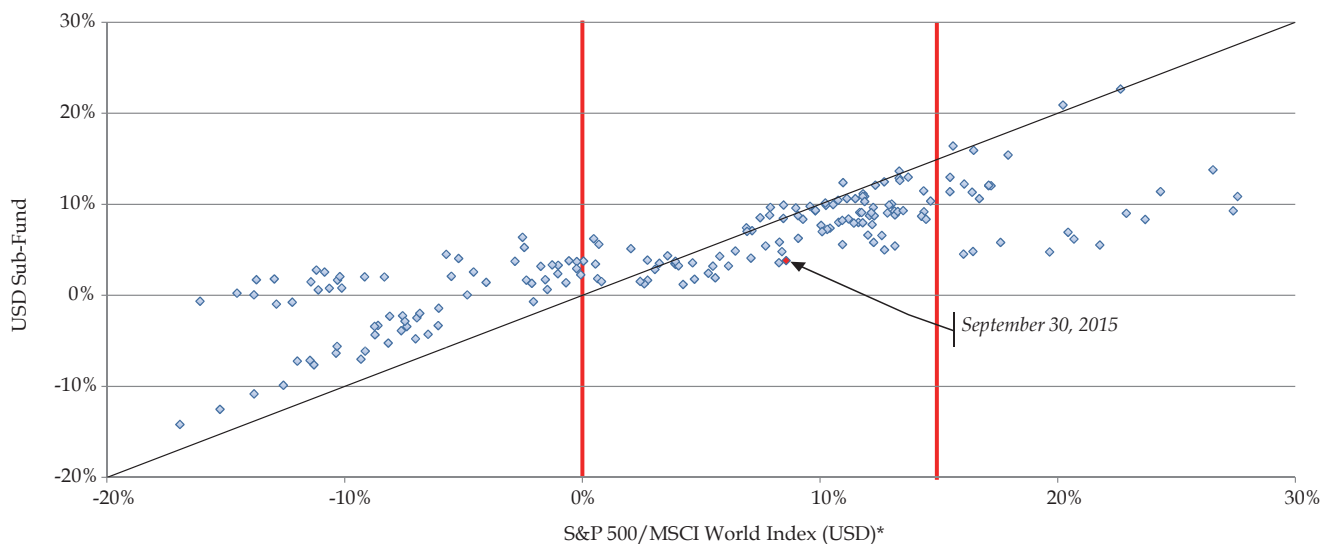
|  |  |   |
|--|--|---|
| <p><b>Baisse-Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (unter 0 %)</b><br/>           EUR-Teilfonds: 0,36 %<br/>           (USD/EUR-kursges.) MSCI EAFE Index: -8,94 %<br/> <b>Der EUR-Teilfonds schlägt den Index in 100 % der Zeiträume</b></p> | <p><b>Normaler Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (0-15 %)</b><br/>           EUR-Teilfonds: 11,06 %<br/>           (USD/EUR-kursges.) MSCI EAFE Index: 7,16 %<br/> <b>Der EUR-Teilfonds schlägt den Index in 81 % der Zeiträume</b></p> | <p><b>Hausse-Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (über 15 %)</b><br/>           EUR-Teilfonds: 16,09 %<br/>           (USD/EUR-kursges.) MSCI EAFE Index: 18,90 %<br/> <b>Der EUR-Teilfonds schlägt den Index in 8 % der Zeiträume</b></p> |
|--|--|---|

Die vorstehende Grafik veranschaulicht die rollierenden monatlichen Ergebnisse des EUR-Teilfonds abzgl. Gebühren über drei Jahre hinweg seit dem 1. November 1996 gegenüber den im gleichen Zeitraum erzielten rollierenden Ergebnissen seines Vergleichsindex. Vom 1. November 1996 bis zum 30. September 2015 gab es 192 rollierende monatliche Ergebnisse über drei Jahre hinweg. Bitte lesen Sie die vorstehende Beschreibung der Grafik für den CHF-Teilfonds, die auch bezüglich des EUR-Teilfonds gilt.

\*Der gemischte (USD/EUR-kursgesicherte) MSCI EAFE Index resultiert aus der Zusammenlegung des (USD-kursgesicherten) MSCI EAFE Index und des (EUR-kursgesicherten) MSCI EAFE Index durch Tweedy, Browne und bildet die Wertentwicklung des (USD-kursgesicherten) MSCI EAFE Index für den Zeitraum vom 1. November 1996 bis zum 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des (EUR-kursgesicherten) MSCI EAFE Index für den Zeitraum ab dem 17. Mai 2004 ab. Von seinem Auflegungstag bis zum 16. Mai 2004 war die Basiswährung des EUR-Teilfonds der US-Dollar und seine Anlagen wurden gegenüber dem Wechselkurs des USD gesichert. Daher diente der (USD-kursgesicherte) MSCI EAFE Index für diesen Zeitraum als geeigneter Vergleichsindex. Mit Wirkung ab dem 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des EUR-Teilfonds auf EUR geändert und seine Anlagen gegenüber dem Wechselkurs des EUR gesichert. Daher dient seit dem 17. Mai 2004 bis heute der (EUR-kursgesicherte) MSCI EAFE Index als geeigneter Vergleichsindex.

**Der EUR-Teilfonds erzielte über Ein-, Fünf- bzw. Zehnjahres-Zeiträume zum 30. September 2015 eine durchschnittliche jährliche Gesamtrendite von jeweils -3,58 %, 7,83 % und 5,69 %. Die angezeigte Wertentwicklung betrifft allerdings Vergangenheitswerte und garantiert keine zukünftigen Ergebnisse. Das Anlageergebnis sowie der Wert der Anlage schwankt, so dass die Anteile eines Anlegers bei Rücknahme über oder unter ihren Anschaffungskosten liegen können. Die aktuelle Wertentwicklung kann über oder unter der angezeigten Wertentwicklung liegen.**

**In 192 dreijährigen Messzeiträumen lag der Tweedy, Browne Value Fund (USD) („USD-Teilfonds“) 90-mal bzw. in 47 % der gemessenen Zeiträume über dem S&P 500/MSCI World Index (USD)\*.**



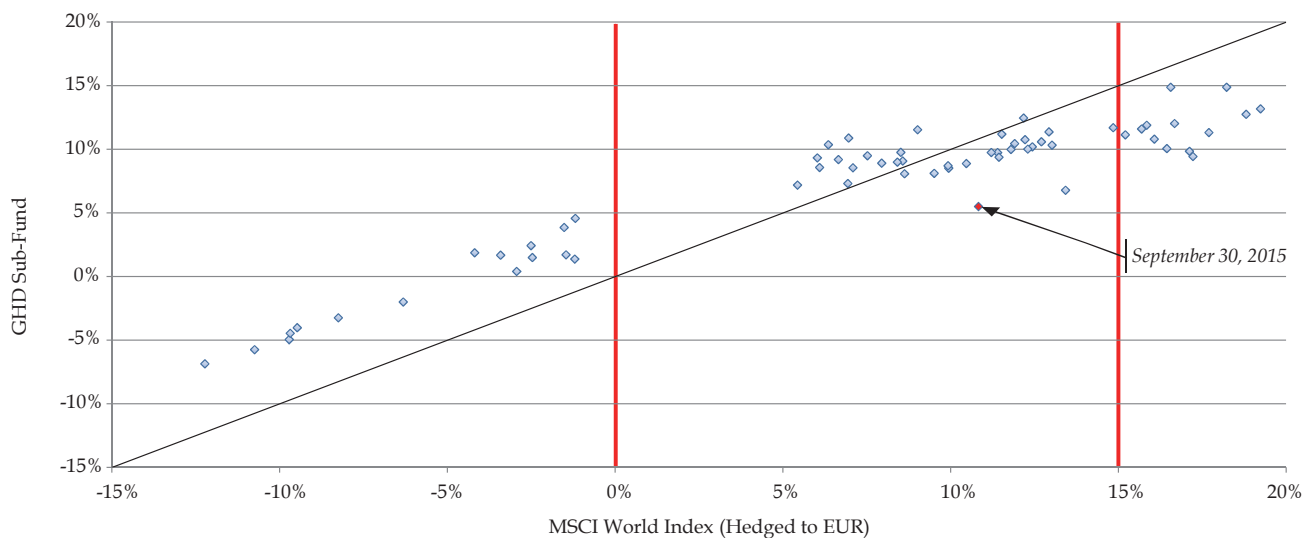
|  |  |  |
|--|--|--|
| <p><b>Baisse-Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (unter 0 %)</b><br/>           USD-Teilfonds: -0,97 %<br/>           S&amp;P/MSCI World Index: - 7,55 %<br/> <b>Der USD-Teilfonds schlägt den Index in 100 % der Zeiträume</b></p> | <p><b>Normaler Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (0-15 %)</b><br/>           USD-Teilfonds: 7,27 %<br/>           S&amp;P/MSCI World Index: 8,97%<br/> <b>Der USD-Teilfonds schlägt den Index in 21 % der Zeiträume</b></p> | <p><b>Hausse-Markt - Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (über 15 %)</b><br/>           USD-Teilfonds: 11,06 %<br/>           S&amp;P/MSCI World Index: 19,58 %<br/> <b>Der USD-Teilfonds schlägt den Index in 12 % der Zeiträume</b></p> |
|--|--|--|

Die vorstehende Grafik veranschaulicht die rollierenden monatlichen Ergebnisse des USD-Teilfonds abzgl. Gebühren über drei Jahre hinweg seit dem 1. November 1996 gegenüber den im gleichen Zeitraum erzielten rollierenden Ergebnissen seines Vergleichsindex. Vom 1. November 1996 bis zum 30. September 2015 gab es 192 rollierende monatliche Ergebnisse über drei Jahre hinweg. Bitte lesen Sie die vorstehende Beschreibung der Grafik für den CHF-Teilfonds, die auch bezüglich des USD-Teilfonds gilt.

\*Der **S&P 500/MSCI World Index (USD)** ist eine von Tweedy, Browne initiierte Zusammenlegung des S&P 500 und des MSCI World Index (USD), die die Wertentwicklung des S&P 500 für den Zeitraum vom 1. November 1996 bis zum 30. November 2007 und die Wertentwicklung des MSCI World Index (USD) ab dem 1. Dezember 2007 abbildet. Von seiner Auflegung bis zum 30. November 2007 schrieb sein Prospekt dem USD-Teilfonds vor, mindestens 80 % seines Nettovermögens in US-Aktien zu investieren. Daher war nach dem Dafürhalten von Tweedy, Browne der S&P 500 der geeignete Vergleichsindex für diesen Zeitraum. Mit Wirkung vom 1. Dezember 2007 wurde diese 80 %-Bestimmung aufgrund einer Änderung des Mandats des USD-Teilfonds gestrichen, und seitdem darf der Teilfonds unbeschränkt in Aktien von Unternehmen mit Sitz sowohl in als auch ausserhalb der USA investieren. Daher ist nach Ansicht von Tweedy, Browne der geeignete Vergleichsindex für den Zeitraum vom 1. Dezember 2007 bis heute der MSCI World Index (USD).

**Der USD-Teilfonds erzielte über Ein-, Fünf- bzw. Zehnjahres-Zeiträume zum 30. September 2015 eine durchschnittliche jährliche Gesamtertragsrendite von jeweils -12,34 %, 5,32 % und 3,52 %. Die angezeigte Wertentwicklung betrifft allerdings Vergangenheitswerte und garantiert keine zukünftigen Ergebnisse. Das Anlageergebnis sowie der Wert der Anlage schwankt, so dass die Anteile eines Anlegers bei Rücknahme über oder unter ihren Anschaffungskosten liegen können. Die aktuelle Wertentwicklung kann über oder unter der angezeigten Wertentwicklung liegen.**

In 64 dreijährigen Messzeiträumen lag der Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund („GHD-Teilfonds“) 31-mal bzw. in 48 % der gemessenen Zeiträume über dem (EUR-kursgesicherten)\* MSCI World Index.



| Baisse-Markt – Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (unter 0 %)       | Normaler Markt – Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (0-15 %)       | Hausse-Markt – Ertrag im Dreijahresdurchschnitt (über 15 %)     |
|---|--|---|
| GHD-Teilfonds: -0,74 %  | GHD-Teilfonds: 9,49 %  | GHD-Teilfonds: 11,84 %  |
| MSCI World Index: - 5,46 %  | MSCI World Index: 9,91 %   | MSCI World Index: 16,95 %                                       |
| <b>Der GHD-Teilfonds schlägt den Index in 100 % der Zeiträume</b> | <b>Der GHD-Teilfonds schlägt den Index in 43 % der Zeiträume</b> | <b>Der GHD-Teilfonds schlägt den Index in 0 % der Zeiträume</b> |

Die vorstehende Grafik veranschaulicht die rollierenden monatlichen Ergebnisse des GHD-Teilfonds abzgl. Gebühren über drei Jahre hinweg seit dem 1. Juni 2007 gegenüber den im gleichen Zeitraum erzielten rollierenden Ergebnissen seines Vergleichsindex. Vom 1. Juni 2007 bis zum 30. September 2015 gab es 64 rollierende monatliche Ergebnisse über drei Jahre hinweg. Bitte lesen Sie die vorstehende Beschreibung der Grafik für den CHF-Teilfonds, die auch bezüglich des GHD-Teilfonds gilt.

\*Der **MSCI World Index** ist ein um den Streubesitz berechtigter, nicht verwalteter, nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der die Aktienmarktentwicklung der Industrieländer darstellen soll. Der **MSCI World Index (in EUR)** bildet das Ergebnis des MSCI World Index für Anlagen in EUR ab. Der **(EUR-kursgesicherte) MSCI World Index** besteht aus den zu 100 % gegenüber dem EUR-Wechselkurs gesicherten Ergebnissen des MSCI World Index und berücksichtigt die Zinsunterschiede bei den Devisenterminkursen.

**Der GHD-Teilfonds erzielte über Ein-, Fünfjahres-Zeiträume seit der Auflegung (am 1. Juni 2007) zum 30. September 2015 eine durchschnittliche jährliche Gesamtertragsrendite von jeweils -3,75 %, 7,06 % und 2,29 %. Die angezeigte Wertentwicklung betrifft allerdings Vergangenheitswerte und garantiert keine zukünftigen Ergebnisse. Das Anlageergebnis sowie der Wert der Anlage schwankt, so dass die Anteile eines Anlegers bei Rücknahme über oder unter ihren Anschaffungskosten liegen können. Die aktuelle Wertentwicklung kann über oder unter der angezeigten Wertentwicklung liegen.**

Auch wenn es keine Garantien gibt, legt die Studie unserer Vergangenheitswerte doch nahe, dass diese schwierige Phase schließlich vorübergehen wird und wir wieder neue Gelegenheiten bekommen werden. Jetzt, da die US-Federal Reserve in den USA mit dem Rücken zur Wand steht und die chinesische Konjunktur sich weiter abschwächt, dauert die unruhige Marktlage mutmaßlich zunächst noch an, und wir sind bei einer wahrscheinlich anhaltenden Volatilität in einer guten Ausgangsposition, um daraus erheblichen Nutzen zu ziehen. In Zeiten wie diesen erinnern wir uns einmal mehr an das warnende Gleichnis Ben Grahams über „Herrn Markt“, den gefälligen, aber launenhaften Menschen, der jeden Tag an der Tür des Anteilsinhabers auftaucht und ihm anbietet, seine Anteile zu einem bestimmten Preis zu kaufen. Je nach seiner Laune kann dieser Preis völlig überhöht, eventuell gerade richtig oder lächerlich niedrig sein oder irgendwo dazwischen liegen. Warren Buffett hat diesbezüglich einen Rat bereit:

Herr Markt ist da, um Ihnen zu dienen, und nicht, um Sie zu führen. Es ist seine Brieftasche und nicht seine Weisheit, die Sie nützlich finden werden. Falls er irgendwann in einer besonders törichten Stimmung auftaucht, steht es Ihnen frei, ihn zu ignorieren oder von ihm zu profitieren, aber es wäre katastrophal, seinem Einfluss zu erliegen.

Bei uns als Ihren Fondsmanagern können Sie sich darauf verlassen, dass wir die Befürchtungen von Herrn Markt richtig einschätzen und vernünftig darauf reagieren, so dass wir für Sie einen Teil der Gewinne einfahren können, die sich unserer Ansicht nach zukünftig daraus ergeben. Wir hoffen, dass wir mit unseren Taten und Worten imstande sind, genau das zu erreichen.

### ***Bewährte Mitarbeiter und Prozesse***

Vielleicht ist es sinnvoll, neben der Reflexion über unsere Teilfonds und Märkte auch die Organisation zu beleuchten, der Sie einen Teil Ihres hart verdienten Geldes anvertrauen. Wir nähern uns mit Riesenschritten unserem 95. Geburtstag als Investmentgesellschaft, die in einer tief verwurzelten wertorientierten Anlagedisziplin verankert ist, welche in all den Jahren ihre Wirksamkeit empirisch und in der Praxis bewiesen hat. Wie wir schon häufig erwähnt haben, stehen wir immer noch tief in der Schuld von den Herren Graham, Buffett, Munger und Schloss, unseren intellektuellen Vordenkern, die mehreren Generationen von Mitarbeitern der Firma Tweedy, Browne den Weg gewiesen haben. Wir haben das Glück, dass inzwischen die dritte Generation der Familie Browne in unserer Firma tätig ist.

Während in der Vermögensverwaltungsbranche immer neue Anlageprodukte entstehen und der Zeithorizont der Anleger sich verkürzt, bleiben wir Grahams einfacher, aber eleganter These verpflichtet, dass jede Aktie im Wesentlichen zwei Preise hat: den an der Börse an einem bestimmten Tag notierten Kurs – und den anderen Preis, der den Anlegern zugute kommt, wenn das gesamte Unternehmen in einem nach Marktbedingungen zwischen einem sachkundigen Käufer und Verkäufer abgeschlossenen Geschäft erworben wird. Graham nannte diesen Kurs den inneren Wert des Unternehmens, und seiner Theorie nach bestand das Wesen der Anlagetätigkeit darin, Unterschiede zwischen diesen beiden Preisen auszunutzen oder, anders ausgedrückt, Vorteile aus Fehlbewertungen an öffentlichen Wertpapiermärkten zu ziehen. Bis heute bilden Urteile in Bezug auf diese beiden Preise die Grundlage für unsere gesamte Tätigkeit bei Tweedy, Browne. Vielen Dank dafür, Ben.

Im Rückblick ist es für eine Investmentgesellschaft eine bemerkenswerte Leistung, 95 Jahre unbeschadet zu überstehen, besonders in dieser Zeit. Unserer Ansicht nach liegt der Schlüssel zum Erfolg in unserer strengen Einhaltung eines hochwirksamen Anlageansatzes und -prozesses, in der Aufsicht mehrerer Generationen von Partnern, die ihr jeweiliges Ego zugunsten der Firma als Ganzes zurückstellten, und nicht zuletzt in einer gesunden Portion Glück. Wir haben unglaubliches Glück gehabt, dass wir ein Unternehmen führen, dessen Ansatz auf Zusammenarbeit und Teamorientierung beruht, der unserer Ansicht nach besser für die Entscheidungsfindung geeignet ist als ein Ansatz, der sich auf den Scharfsinn eines einzelnen Anlegers abstützt. Es wurde uns mit der Zeit klar, dass die Vielfalt der Betrachtungsweisen, die diese Struktur zu Tage bringt, häufig zu besonderen Einsichten, einem tieferen Verständnis und gelegentlich bahnbrechendem Research-Erfolgen führt. Für qualitativ hochwertige Anlageentscheidungen ist das unverzichtbar. Uns ist auch klar geworden, dass die Wahrung eines Gleichgewichts unter den Persönlichkeiten und deren jeweiligem Kompetenzbereich entscheidend dazu beiträgt, die interkollegiale Harmonie zu erhalten, die für eine langjährige und erfolgreiche Berufslaufbahn notwendig ist. Wir sind der Ansicht, dass wir erfolgreich eine Kultur geschaffen haben, welche die Zusammenarbeit zum Besten der Firma fördert, sodass auch der Einzelne profitiert.

Unser Anlageausschuss besteht zurzeit aus unseren vier langjährigen *Managing Directors* Will Browne, Tom Shrager, John Spears und Bob Wyckoff sowie aus drei unserer Analysten, Roger de Bree, Frank Hawrylak und Jay Hill, die dem Ausschuss in den letzten zwei Jahren nach langjähriger Tätigkeit in der Firma beitraten. Die vier *Managing Directors* arbeiten bei Tweedy, Browne seit 24 bis 41 Jahren ununterbrochen zusammen, während die Analysten im Anlageausschuss seit 12 bis 29 Jahren mit dabei sind.

Kein *Managing Director* bzw. unbeschränkt haftender Gesellschafter hat jemals die Firma verlassen, um in eine andere Stellung zu wechseln. Alle Mitglieder unseres Anlageausschusses sind an der Firma beteiligt und haben einen erheblichen Teil ihres Vermögens genau wie unsere Kunden in die verschiedenen Produkte investiert, die die Firma anbietet. Wenn auch kein *Managing Director* in der nächsten Zukunft an Rücktritt denkt, wird es unsere Kunden dennoch beruhigen zu wissen, dass der Übergang zu einer neuen Leitung, wenn er dann irgendwann ansteht, angesichts der Kompetenz der Analysten im Anlageausschuss wiederum nahtlos erfolgen wird.

Die gleiche langjährige Firmenzugehörigkeit und das gleiche Engagement zeichnen die Mitarbeiter praktisch aller Abteilungen von Tweedy, Browne aus. So sind die verbleibenden fünf Analysten, die zurzeit nicht im Anlageausschuss amtieren, seit sechs bis 28 Jahren bei Tweedy, Browne. Die durchschnittliche Dienstzeit von Händlern unserer Handelsabteilung beträgt 20 Jahre, und die acht Mitglieder unseres Kundendienst-Teams sind durchschnittlich seit 13 Jahren in der Firma tätig. Jason Minard, der Leiter unserer Kundendienstabteilung, und Glenn Finn, unser Chief Operations Officer, sowie Pat Rogers, unser Justiziar, sind alle seit über 16 Jahren bei der Firma beschäftigt; Jane Ciar, unsere Investmentfonds-Koordinatorin, ist seit über 26 Jahren dabei, John Mullahey, der Leiter unserer IT-Abteilung, seit über 27 Jahren, und Mary Gaddist, unsere Bibliothekarin, seit über 35 Jahren. Wir legen auch Wert darauf, dass alle Abteilungsleiter ihre potenziellen Nachfolger vorbereiten, so dass wir sofort Ersatz haben, falls einer von ihnen plötzlich ausfällt.

Insofern ist das langfristige Ergebnis des Tweedy, Browne Value Funds SICAV weiterhin gut, wenn auch, kurzfristig betrachtet, das Anlageklima für Wertanleger schwierig ist. Die Geschäftsleitung, die dieses langfristige Ergebnis eingefahren hat, ist größtenteils die gleiche Geschäftsleitung, die heute noch im Amt ist. Anlageansatz und -prozess haben sich nicht verändert, und wir schlagen weiterhin Tag um Tag unsere geschäftlichen Nägel ein.

### **Wertentwicklung**

Im Folgenden wird das Anlageergebnis der Gesellschaft Tweedy, Browne Value Funds SICAV („Fonds“) für das Geschäftsjahr zum 30. September 2015 im Vergleich zu den von uns als Vergleichsindizes gewählten Indizes dargestellt. In diesem Bericht legen wir den Bericht des Investmentmanagers 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.

| <b>Tweedy, Browne Value Fund (USD)</b>                        |  |                                |                          |
|---|--|--------------------------------|--------------------------|
| <b>Aufs Jahr zum 30. September 2015 berechnetes Ergebnis*</b> |  |                                |                          |
|   | <b>Tweedy, Browne<br/>Value Fund (USD)</b> | <b>MSCI World<br/>(in USD)</b> | <b>S&amp;P 500 Index</b> |
| 6 Monate  | -8,72 %                                    | -8,16 %                        | -6,18 %                  |
| 1 Jahr  | -12,34                                     | -5,09                          | -0,61                    |
| 3 Jahre   | 3,83                                       | 8,58                           | 12,40                    |
| 5 Jahre   | 5,32                                       | 8,29                           | 12,34                    |
| 10 Jahre  | 3,52                                       | 4,73                           | 6,80                     |
| Seit Auflegung (31.10.96)                                     | 5,33                                       | 5,56                           | 7,41                     |

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

## Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)

*Aufs Jahr zum 30. September 2015 berechnetes*

|                           | <i>Tweedy, Browne<br/>International<br/>Value Fund (Euro)†</i> | <i>MSCI EAFE<br/>(USD/EUR-<br/>kursgesichert)</i> | <i>MSCI<br/>EAFE<br/>(in USD/EUR)</i> |
|---------------------------|--|---|---------------------------------------|
| 6 Monate                  | -9,57 %  | -10,75 %  | -13,10 %                              |
| 1 Jahr                    | -3,58  | 0,46  | 3,37                                  |
| 3 Jahre                   | 7,01   | 12,14   | 10,75                                 |
| 5 Jahre                   | 7,83   | 7,23  | 8,25                                  |
| 10 Jahre                  | 5,69   | 2,97  | 3,76                                  |
| Seit Auflegung (31.10.96) | 8,48   | 4,59  | 4,64                                  |

*\*Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und für Zeiträume über ein Jahr 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 (Euro) entspricht der von der Swiss Funds Association (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen. **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

*† 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 Wertentwicklung im Kalenderjahr 2004 und die auf 15 Jahre annualisierte bzw. seit Auflegung erzielte Wertentwicklung basieren auf dem prozentualen Wertanstieg der Anteile in USD bis zum 17. Mai 2004 sowie dem prozentualen Anstieg in 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.*

*Der gemischte (USD/EUR-kursgesicherte) MSCI EAFE Index bildet – aufgrund der Verknüpfung beider Indizes durch Tweedy, Browne – die Wertentwicklung des (USD-kursgesicherten) MSCI EAFE Index für den Zeitraum zum 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des (EUR-kursgesicherten) MSCI EAFE Index für den Zeitraum ab dem 17. Mai 2004 ab. Der gemischte MSCI EAFE Index (in USD/EUR) bildet – aufgrund der Verknüpfung beider Indizes durch Tweedy, Browne – die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in USD) für den Zeitraum zum 16. Mai 2004 und die Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (in EUR) für den Zeitraum ab dem 17. Mai 2004 ab. (Vgl. die vorstehende Anmerkung.)*

*Der MSCI EAFE Index ist ein nicht verwalteter, nach Kapitalisierung gewichteter Index von Unternehmen, der die Aktienmärkte der Regionen Europa, Australien-Asien und Ferner Osten abbildet. Der MSCI EAFE Index (in USD) bildet das Ergebnis des MSCI EAFE Index für Anlagen in US-Dollar (von der Auflegung zum 16. Mai 2004) und das Ergebnis des MSCI EAFE Index für Anlagen in Euro ab dem 17. Mai 2004 bis heute ab. Der (USD/EUR-kursgesicherte) MSCI EAFE Index besteht aus den Ergebnissen des MSCI EAFE Index, der von der Auflegung zum 16. Mai 2004 zu 100 % USD-kursgesichert und (ab dem 17. Mai 2004 bis heute) zu 100 % EUR-kursgesichert ist und berücksichtigt den Zinsunterschied bei den Devisenterminkursen. Die Index-Ergebnisse schließen Ausschüttungen ein und ausländische Abzugssteuern aus.*

## Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

*Aufs Jahr zum 30. September 2015 berechnetes Ergebnis\**

|                           | <i>Tweedy, Browne<br/>International<br/>Value Fund (CHF)</i> | <i>MSCI EAFE<br/>(CHF-kursgesichert)</i> | <i>MSCI EAFE<br/>(in CHF)</i> |
|---------------------------|--|--|-------------------------------|
| 6 Monate                  | -9,09 %  | -11,31 %                                 | -9,14 %                       |
| 1 Jahr                    | -7,81  | -0,75                                    | -6,59                         |
| 3 Jahre                   | 4,96   | 11,58                                    | 7,01                          |
| 5 Jahre                   | 5,88   | 6,57                                     | 3,98                          |
| 10 Jahre                  | 3,46   | 2,29                                     | 0,34                          |
| Seit Auflegung (31.10.96) | 6,68   | 3,31                                     | 2,78                          |

*\*Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und für Zeiträume über ein Jahr 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 Association (SFA) 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 2015 berechnetes Ergebnis\**

|                             | <i>Tweedy, Browne Global<br/>High Dividend Value<br/>Fund</i> | <i>MSCI World<br/>(EUR-kursgesichert)</i> | <i>MSCI World<br/>(in EUR)</i> |
|-----------------------------|---|---|--------------------------------|
| 6 Monate                    | -11,57 %  | -8,45 %                                   | -11,64 %                       |
| 1 Jahr                      | -3,75   | -1,23                                     | 7,41                           |
| 3 Jahre                     | 5,49  | 11,33                                     | 13,84                          |
| 5 Jahre                     | 7,06  | 9,44                                      | 12,73                          |
| Seit Auflegung (01.06.2007) | 2,29  | 1,59                                      | 4,18                           |

*\*Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und für Zeiträume über ein Jahr 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 Global High Dividend Value Fund entspricht der von der Swiss Funds Association (SFA) 16. Mai 2008 veröffentlichten Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlagen. Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.*

### **Die Portfolios unserer Teilfonds**

*Bitte beachten Sie, dass die hier besprochenen einzelnen Unternehmen von unseren Teilfonds gehalten werden, dass aber nicht unbedingt alle vier Teilfonds von Tweedy, Browne die hier besprochenen Unternehmen halten.*

Auch wenn wir die Volatilität der letzten Monate begrüßt haben, verloren unsere Teilfonds, absolut gesehen, doch einiges an Boden. Obwohl natürlich Unternehmen weltweit vom Einbruch der Märkte beeinträchtigt waren, verloren wir relativ am meisten mit unseren Öl- und Gas- sowie Bankengagements. Die Ölpreise waren im letzten Jahr hochvolatil, und die Unsicherheit über Chinas Wirtschaft schadete Unternehmen im Rohstoffsektor, in Asien und in Schwellenländern. Engagements im Energiesektor, etwa in Halliburton und in Öl- und Gasproduktionsunternehmen wie Devon Energy, Total und Royal Dutch, fuhren Achterbahn, als die Ölpreise zwischen 48 und 96 USD pro Barrel schwankten. Wir sind weiterhin der Meinung, dass die Ölpreise angesichts der Nachfrage der Industrie und Überlegungen zu den Kosten langfristig wahrscheinlich steigen und dass wir uns, falls diese Prognose eintrifft, mit einer unserer Ansicht nach breit aufgestellten und unterbewerteten Unternehmensgruppe in einer guten Ausgangslage befinden. Wir zweifeln auch kaum daran, dass unsere Unternehmen über die finanziellen Ressourcen verfügen, um diese Periode der niedrigeren Energiepreise durchzustehen.

Vor der jüngsten Korrektur waren die einzigen Bereiche, wo man an den Märkten Ängste feststellen konnte, die Schwellenländer und der Rohstoffsektor, und das hat sich grundsätzlich nicht geändert. Unsere asiatischen Bankengagements legten davon im letzten Jahr ein klares Zeugnis ab. Wie Sie aus früheren Schreiben wissen, engagieren wir uns seit langem und erfolgreich in zwei Singapurern Banken, der DBS Group and der United Overseas Bank, beide unserer Ansicht nach qualitativ hochwertige, konservativ finanzierte und gut geleitete Finanzinstitute, die erhebliche Wachstumsaussichten bieten und uns zurzeit eine attraktive Dividende von mindestens 4 % pro Jahr zahlen. Wir haben außerdem in mehreren Käufen über die letzten zwei Jahre eine Beteiligung an der Standard Chartered Bank erworben, einer großteils schwellenlandabhängigen Bank mit Sitz in Großbritannien, die unserer Ansicht nach ebenfalls durch Einlagen, die weit umfangreicher sind als die Darlehen, konservativ finanziert ist und unserer Auffassung nach über eines der besten Filialnetze unter den Banken in Asien, dem Nahen und Mittleren Osten sowie Afrika und anderen Schwellenländern verfügt. Im Gegensatz zu unseren sonstigen Engagements im asiatischen Banksektor erlitt Standard Chartered überdurchschnittliche Verluste im Darlehensgeschäft, ersetzte kürzlich den Vorstand und ergriff diverse Maßnahmen, um ihre unserer Ansicht nach „lösbaren“ Probleme in den Griff zu bekommen.

Zwar kann dieser Prozess länger als erwartet dauern – und er tut dies normalerweise auch –, dennoch sind wir optimistisch, dass die Bank diese schwierige Zeit hinter sich bringen und letztlich stärker und rentabler daraus hervorgehen kann. Wie Sie sich angesichts der Unsicherheit über Chinas zukünftiges Wachstum (wie durch die jüngste Abwertung des Yuan belegt) sicher vorstellen können, erhielten diese Bankbeteiligungen kurzfristig nicht das Plazet von „Herrn Markt“; jedoch weisen China und andere Länder in Asien unserer Ansicht nach langfristig weiterhin Wachstumsraten auf, welche die in westlichen Ländern üblichen übersteigen, und unserer Überzeugung nach werden diese Banken davon erheblich profitieren.

Nun, da die Märkte in Bewegung geraten sind, haben einige der defensiveren Teile unserer Teilfonds im Geschäftsjahr zum 30. September 2015 besonders gut abgeschnitten. Dazu zählen Nahrungsmittelunternehmen wie Nestlé, Getränkeunternehmen wie Heineken und Tabakengagements wie Imperial Tobacco, Philip Morris und British American Tobacco. Ebenfalls sehr gute Ergebnisse erzielten unsere neueren Anlagen in den südkoreanischen Automobil-Hersteller Kia, in den Medienkonzern Axel Springer, in den französischen Motorenhersteller für Zivilflugzeuge Safran und in Google.

Mit dem Anstieg der Kursvolatilität nahm auch die Portfolioaktivität in allen unseren Teilfonds zu, so dass wir die Barrücklagen in unseren Teilfondsportfolios etwas reduzieren konnten. Wir errichteten neue Positionen in den beiden südkoreanischen Automobil-Herstellern, Hyundai Motor und Kia, und stockten unsere Engagements in ihrem Zulieferer und Wartungsspezialisten, Hyundai Mobis, auf. Beim Kauf notierten Hyundai Motor, Kia und Hyundai Mobis alle mit Abschlag auf den Buchwert und mit einem einstelligen Kurs-Gewinn-Verhältnis. Der Ruf dieser Unternehmen in Bezug auf Produktqualität und Kundenzufriedenheit stieg im letzten Jahrzehnt dramatisch an, aber der starke südkoreanische Won sowie Bedenken, ob die chinesische Nachfrage kurzfristig erhalten bleiben würde, gaben uns im Sommer eine Preis Gelegenheit.

Wir errichteten ausserdem eine Position in MRC Global, einem weltweit tätigen Hersteller von Rohren, Ventilen und Armaturen überwiegend für die Öl- und Gasindustrie mit Sitz in den USA, in Ebara, einem japanischen Hersteller von Pumpen, Kompressoren und Verbrennungsanlagen mit mittlerer Kapitalisierung, und in IBM. Alle drei Unternehmen notierten zum Zeitpunkt des Kaufs mit erheblichem Abschlag von unserer konservativen Schätzung ihres jeweiligen inneren Werts. Zudem sind sie unserer Ansicht nach finanziell stark und bieten attraktive Wachstumsaussichten hinsichtlich ihres inneren Werts. Darüber hinaus zahlt IBM uns zurzeit, während wir darauf warten, dass der Markt den Wert des Unternehmens erkennt, eine attraktive Dividendenrendite. Was den Verkauf angeht, so veräußerten wir im September einige wenige Werte aus steuerlichen Gründen mit Verlust und reduzierten Positionen in allen vier Teilfonds, deren Kurse unserer Ansicht nach ihren inneren Wert erreicht hatten oder ihm nahe waren.

Zum Zeitpunkt dieses Schreibens gilt für alle vier Teilfonds Folgendes: Sie sind nach Emissionen, Branchen und Ländern hoch diversifiziert; sie bestehen aus Wertpapieren, die insgesamt zu unserer Ansicht nach angemessenen Bewertungen notieren und zurzeit durchschnittlich attraktive Dividendenrenditen zahlen; und sie verfügen über bedeutsame, aber sinkende Barrücklagen. Sollten die globalen Aktienmärkte bei ihrem Höhenflug bleiben, so werden unsere Teilfonds daran teilhaben; kommt es jedoch nochmals zu einer volatilen Lage wie im August und Anfang September, dann sind wir in einer guten Ausgangslage und können davon erheblich profitieren.

### ***Prognose***

In gerade einmal fünf Jahren feiern wir unser hundertjähriges Bestehen als Investmentgesellschaft. Das ist ein Meilenstein in der Geschichte unserer Firma und – wie bereits erwähnt – ein seltenes Ereignis in unserer Branche.

Wir haben in all diesen Jahren hart daran gearbeitet, eine Technik zu entwickeln, von der wir hoffen können, dass sie einheitlich und wiederholbar auf lange Sicht Leistungen im Anlagegeschäft erbringt. Unserer Ansicht nach ist unsere langjährige Wertentwicklungsgeschichte eine Erfolgsbilanz für den Fonds, doch bleiben wir auf dem Boden der Tatsachen angesichts der Launen unserer Kapitalmärkte und angesichts der mangelnden Kontrolle, die wir kurzfristig über unser Anlageglück haben. Die Aktien, die wir halten, wissen nicht, dass wir sie halten, und benehmen sich daher nicht immer so, wie es unseren kurzfristigen Interessen entspricht. Wir können Nischen am Markt aufspüren, in denen wir Unterbewertung wahrnehmen, sowie einzelne Unternehmen, deren Wertpapiere Anzeichen zukünftiger Anlagegelegenheiten enthalten; aber es besteht keine Gewähr, dass andere Marktteilnehmer oder Erwerber diesen Wert erkennen.

Was wir hingegen genau wissen, ist, dass Grahams zentrale Idee bisher empirisch und in der Praxis langfristig funktioniert hat und dass wir unser Bestes getan haben, um die Belegschaft einer Investmentgesellschaft für die Ausführung dieser Idee fit zu machen. Einer unserer *Managing Directors* las im vergangenen Sommer ein Buch mit dem Titel *The Boys in the Boat*, das die Geschichte des Achters der University of Washington und ihres epischen Kampfs um olympisches Gold im 2000 m langen Achterfinale bei den Olympischen Spielen 1936 in Berlin erzählt. Es ist eine wunderbar emotionale, historische Erzählung, wie acht junge Männer – die meisten aus Familien, deren Leben mühselig war – für diese bemerkenswerte und die Erwartungen übertreffende Leistung zusammenfanden. Was uns besonders beeindruckt hat, ist die Beschreibung des Autors, welche Vorteile eine Mannschaft von ganz unterschiedlicher Herkunft bietet und wie sie schließlich zu einem einheitlichen „Schlag“ im Wasser zusammenfindet. Die Geschichte erinnerte uns an die vielen Jahre bei Tweedy, Browne und die Mannschaften, welche die Firma zu dem machten, was sie heute ist:

*Ruderrennen werden nicht von Klonen gewonnen, sondern von Mannschaften, und große Mannschaften sind ausgewogene Mischungen von körperlichen Fähigkeiten und Charakteren. Körperlich gesehen sind die Arme eines Ruderers etwas länger als die der anderen, der dafür einen stärkeren Rücken hat. Keiner ist deshalb notwendig der bessere oder wertvollere Ruderer. Sowohl die langen Arme wie der kräftige Rücken sind Stärken der Mannschaft. Wenn die beiden aber gut zusammenrudern sollen, muss jeder sich an die Bedürfnisse und Fähigkeiten des anderen anpassen. Beide müssen zu Kompromissen bereit sein und ihren Schlag am Nutzen der Mannschaft insgesamt ausrichten – der Ruderer mit den kürzeren Armen muss sich etwas mehr vorbeugen, der mit den längeren etwas weniger –, bis die Riemen von beiden sich genau parallel bewegen und die Ruderblätter genau im selben Moment ins Wasser eintauchen und wiederauftauchen. ...*

*... Gute Mannschaften sind ausgewogene Mischungen verschiedener Persönlichkeiten. Der eine führt den Angriff, der andere hat noch etwas in Reserve, einer provoziert den Kampf, ein anderer strebt nach Frieden, einer denkt alles durch, ein anderer greift blindlings an. All das muss sich irgendwie mischen. Das ist die größte Herausforderung. Denn selbst wenn die richtige Mischung gefunden ist, muss noch jeder im Boot seinen Platz innerhalb der Mannschaft annehmen und sich damit und auch mit der Eigenart der anderen abfinden. Wenn dann alles auf die richtige Art zusammenspielt, ist das eine große Sache. Die intensive Bindung und das daraus entstehende Glücksgefühl sind für viele Ruderer mehr noch als Pokale und Preise die eigentliche Motivation. Doch braucht es dafür junge Männer und Frauen mit außergewöhnlichen Persönlichkeiten und körperlichen Fähigkeiten. [Daniel James Brown: **Das Wunder von Berlin**. Wie neun Ruderer die Nazis in die Knie zwangen. Aus dem Amerikanischen von Wolfram Ströle. München: Riemann Verlag, 2015, S. 424. Englische Originalausgabe: *The Boys in the Boat. Nine Americans And Their Epic Quest For Gold at the 1936 Berlin Olympics*. New York: Penguin Books, 2013.]*

Vielen Dank, dass Sie bei uns investieren und uns weiterhin 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***

November 2015