Tweedy, Browne Value Funds 30. September 2019

Bericht des Anlageverwalters an die Anteilinhaber

Im Titel dieses Seminars, «Die Renaissance der Wertorientiertheit», deutet sich an, dass der Wert als Konzept an der Wall Street zunehmend an Bedeutung verloren hatte. Dieser Niedergang ging einher damit, dass die früher klar erkennbare Unterscheidung zwischen Anlage und Spekulation praktisch verschwunden war. Im letzten Jahrzehnt wurde jeder ein Anleger – einschliesslich der Käufer von Aktienoptionen und der Odd-Lot-Leerverkäufer. So wie ich es sehe, ist der Wert als Konzept, zusammen mit der Sicherheitsmarge, seit je zentral für wirkliches Anlegen, während die Kurserwartung bei der Spekulation im Mittelpunkt steht.

Benjamin Graham, «The Renaissance of Value» [Die Renaissance der Wertorientiertheit] (1974)

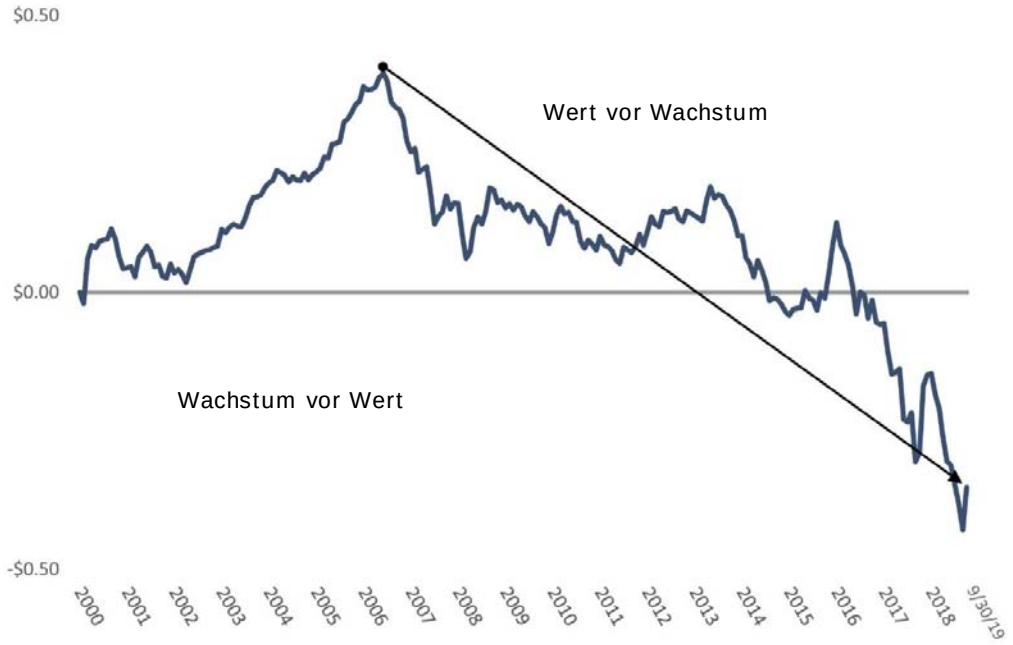
An unsere Anleger:

Nach beunruhigend vielen, wenn auch kurzen Marktturbulenzen Ende letzten Jahres drehten die Marktkurse Anfang Januar plötzlich um und stiegen – erneut unter Führung der US-Technologieaktien – wieder an. Die Erholung der Märkte fiel zusammen mit der Versicherung des Vorsitzenden der Federal Reserve, Jay Powell, die Fed werde bei der Erwägung zukünftiger Zinsanhebungen geduldig und flexibel bleiben, und mit ersten Anzeichen von Fortschritten bei den laufenden Handelsgesprächen zwischen den USA und China. Die Märkte wurden im zweiten und dritten Quartal des Kalenderjahrs etwas volatiler angesichts der Verlangsamung des Wachstums, aber die Kurse stiegen aufgrund erneuter Zinssenkungen scheinbar unaufhaltsam weiter an und erreichten Ende Juli Rekordwerte. In diesem ziemlich robusten Umfeld erzielten die Tweedy, Browne Value Funds weiterhin fundamentale finanzielle Fortschritte, wobei zwei unserer vier Teilfonds ihre Referenzindizes überflügelten.

Wie wir in einem unserer früheren Berichte erwähnt haben, stiegen Technologie-Aktien letztmals Anfang 2000 derart stark an (und es war auch damals, als wir uns zum letzten Mal so schlecht fühlten wie heute). Barton Biggs, der damals ein renommierter Aktienstratege bei Morgan Stanley war, gab Anlegern folgende Mahnung mit auf den Weg: «Verzweifeln Sie nicht am Wert, und feuern Sie um Gottes willen nicht Ihren wertorientierten Verwalter, um stattdessen wachstumsorientierte Firmen anzuheuern. Der vernünftige, stoische Vermögensverwalter, der antizyklisch orientiert ist, sollte nämlich gerade jetzt genau das Gegenteil tun.» Er schrieb diese Mahnung nur zwei Wochen bevor Ende März 2000 die Technologie-Blase platzte, womit eine Zeit erheblicher Überschüsse für die in Bedrängnis geratene wertorientierte Strategie begann.

Heute sind wir wieder an einem Punkt, wo wertorientierte Anlagen und übrigens auch die aktive Verwaltung als solche sich nicht als so einträglich erwiesen haben wie das einfache Bezahlen des vollen Preises für disruptive Technologie-Aktien, insbesondere die hochfliegenden FAANG-Aktien (Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google), die dazu beigetragen haben, dass passive Indizes immer weitere Rekordwerte erzielen. In der Finanzpresse liest man wieder oft, wertorientiertes Anlegen sei tot oder liege zumindest im Sterben. Sie werden also verstehen, warum die Anleger einmal mehr durch Sprüche wie «Dieses Mal ist es aber anders» in helle Aufregung versetzt werden. Wie die nachstehende Grafik veranschaulicht, erreichte der MSCI World Value Index seinen Höchststand gegenüber seinem Wachstums-Widerpart im Jahr 2006 und hat kumulativ seither eine Minderrendite erzielt. Jedoch ist unserer Ansicht nach diese Minderrendite des MSCI World Value Index teilweise auf die unangebrachte Hervorhebung der Kennzahl des Kurs-Buch-Verhältnisses (auch «KBV» genannt) zurückzuführen, die bei der Zusammenstellung von stilbasierten Indizes wie diesen verwendet werden. Doch mehr dazu später.

Kumulative Wertdifferenz: MSCI World Value abzüglich MSCI World Growth Index



Das vorstehende Liniendiagramm bildet den relativen Wert ab, den der MSCI World Value Index («Wertindex») langfristig im Vergleich zum MSCI World Growth Index («Wachstumsindex»») erzielt hat. Wenn die blaue Linie über Null liegt, erbrachte eine Anlage im Wertindex eine kumulative Überschussrendite gegenüber dem Wachstumsindex. Wenn die blaue Linie unter Null liegt, ist die Anlage im Wertindex weniger Wert als die im Wachstumsindex. Das Diagramm geht von jeweils einer «Anlage» von 1 USD in den beiden Indizes am 31. Dezember 2000 aus. Eine Linie mit einem positiven Trend bildet einen Zeitraum höherer Wertkumulierung für eine wertorientierte Strategie ab, wie vom Wertindex gemessen, gegenüber einer wachstumsorientierten Strategie, wie vom Wachstumsindex gemessen; und eine absteigende Linie bildet einen Zeitraum geringerer Wertkumulierung einer wertorientierten Strategie gegenüber einer wachstumsorientierten ab.

Der MSCI World Value Index umfasst Large- und Mid-Cap-Wertpapiere in 23 Industrieländern, die insgesamt dem wertorientierten Stil entsprechende Eigenschaften aufweisen. Der MSCI World Growth Index umfasst Large- und Mid-Cap-Wertpapiere in 23 Industrieländern, die insgesamt dem wachstumsorientierten Stil entsprechende Eigenschaften aufweisen.

Es hilft auch nicht, dass die Anlagewelt heutzutage völlig auf dem Kopf zu stehen scheint, weshalb Anleger ihre bisherigen Anlagestandards hinterfragen. Es ist einfach unmöglich, die 15 Billionen USD an Schuldtiteln mit negativer Rendite, die laut Financial Times etwa ein Viertel der von staatlicher und Unternehmensseite ausgegebenen Schuldtitel ausmachen, adäquat zu erklären: die Dividendenrenditen der Euro-Stoxx-50-Index-Futures, welche die Renditen der deutschen, Schweizer und französischen kurzfristigen Anleihen um über 400 Basispunkte übersteigen (Stand: 30. September 2019); Junk-Bonds, die mit negativen Renditen gehandelt werden; dänische Hypothekenzinsen, die ins Negative gekippt sind; und ertragslose Technologie-Unternehmen (sogenannte «Einhörner»), die per Blitzscaling zu einem riesigen Marktwert gelangt sind. Es scheint, als kauften Anleger heutzutage Aktien im Hinblick auf Erträge und Anleihen im Hinblick auf Kapitalzuwachs. Warum sonst investiert jemand in ein festverzinsliches Wertpapier, das eine niedrige bis negative Rendite erzielt, als in der Erwartung, dass die Zinssätze noch weiter sinken? Ein Beleg dafür ist die 2017 ausgegebene österreichische Hundertjahresanleihe mit einem Preis, der auf eine Rendite von 2,1 % zielte und die mit Stand vom 30. September 2019 (zwei Jahre später) mit 192 % ihres Nennwerts gehandelt wird.

Wenn Sie gestatten, wollen wir es hier wagen, Ihnen zu versichern, dass die heutige Zeit sich (wenigstens unserer Ansicht nach) NICHT von anderen unterscheidet, sondern einfach ein normaler Zeitraum der Minderrendite für die wertorientierte Anlagemethode ist, die ihren wachstumsorientierten Widerpart im Verlauf des letzten halben Jahrhunderts meistens problemlos geschlagen hat, wenn auch alles andere als elegant.

Wie wir in unserem Halbjahresbericht vor einigen Monaten erwähnten, hängt die Antwort auf die Frage, ob man die jüngste Minderrendite von wertorientierten Anlagen als alarmierend oder einfach als normalen Bestandteil langfristigen Anlageerfolgs ansieht, davon ab, wie man Wert definiert. Wenn man die Kennzahl des Kurs-Buchwert-Verhältnisses als Massstab für die Wirksamkeit des wertorientierten Anlegens nimmt, so ist seine Wertentwicklung leider in der Tat über einen unangenehm langen Zeitraum enttäuschend verlaufen. Die Kennzahl des Kurs-Buchwert-Verhältnisses hat eine illustre Geschichte. Sie wurde über die Jahre hinweg in zahllosen wissenschaftlichen und akademischen Studien verwendet, um einen soliden Renditevorteil für Wertaktien gegenüber Wachstumsaktien nachzuweisen. Eugene Fama und Kenneth French rückten die Kennzahl 1989 in ihrem bahnbrechenden Artikel *Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds* [Den Renditen von Aktien und Anleihen häufig gemeinsame Risikofaktoren] noch weiter in den Mittelpunkt, in dem sie längerfristig einen Renditevorteil für Aktien mit niedrigem Kurs-Buchwert-Verhältnis und Aktien von Kleinunternehmen feststellten. Wenn wir auch noch nicht bereit sind, den Tod des Kurs-Buchwert-Verhältnisses als gegeben zu akzeptieren, so erscheint es doch zumindest etwas gefährdet. Wenn man jedoch die gewinnbasierten Multiplikatoren der Käufer vorzieht, wie etwa den Unternehmenswert im Verhältnis zu den Erträgen vor Zinsen und Steuern (EBIT), die wir in der Regel zur Beurteilung des Unternehmenswerts verwenden, kommt man zu einem etwas anderen und für wertorientierte Anleger weniger dramatischen Schluss.

Wie dem nachfolgenden Diagramm zu entnehmen ist, entwickelten sich Aktien, die im Verhältnis zum EBIT zu einem niedrigen Unternehmenswert notierten, seit 1995 erheblich besser als Aktien, die im Verhältnis zum Buchwert zu niedrigen Kursen notierten; erstere erzielten langfristig ein attraktives absolutes und über den Grossteil des Zeitraums über dem Index liegendes Ergebnis. De facto erzielten diese Aktien 3,6 Mal den Wert des MSCI World Index und 3,5 Mal den Wert des MSCI World Growth Index sowie 1,8 Mal den von Wertaktien nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis erzielten Wert.

Seit 1995 entwickelten sich Aktien, die zu einem niedrigen Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis notierten, erheblich besser als Aktien, die zu einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis notierten, aber im Verhältnis zum Wachstum hatten beide wertorientierten Faktoren in jüngster Zeit Schwierigkeiten.

Das vorstehende Diagramm bildet die Wertentwicklung von Aktien mit niedrigem Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis und niedrigem Kurs-Buchwert-Verhältnis unter Verwendung der Komponenten des MSCI World Index auf Basis der von Bloomberg bereitgestellten Daten ab. Für diese Studie wurden Finanzaktien wie z. B. Aktien von Banken und Versicherungsunternehmen aus dem Datensatz «Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis» ausgeschlossen, sind aber Teil des Datensatzes «Kurs-Buchwert-Verhältnis», in dem die Kennzahl eine geeignetere Bewertungsgrösse darstellt. (Die Renditen der im Diagramm enthaltenen Aktien mit niedrigem Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis wären bei Einschluss von Finanzaktien niedriger.) Das sich ergebende Aktienuniversum wurde auf Basis von zwei Faktoren in fünf gleichgrosse Gruppen bzw. Quintile (nach Nummer) unterteilt: Kurs-Buchwert-Verhältnis und Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis. Das Gesamtuniversum und jedes Quintil werden monatlich für jeden dieser Faktoren neu gewichtet. Unternehmen im Universum werden von der Quintil-Zuweisung ausgeschlossen, wenn entweder (i) das Preis-Buchwert-Verhältnis oder das Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis nicht verfügbar ist oder (ii) sie als statistische Ausreisser betrachtet werden. Im Verlauf der Studie wurden etwa 20 % des Universums aufgrund des Datenmangels oder ihres Status' als Ausreisser von der Quintil-Zuweisung ausgeschlossen. Das Quintil 1 (1. Quintil) besteht aus Unternehmen mit dem niedrigsten Kurs-Buchwert- oder Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis, die aus Sicht eines wertorientierten Anlegers als «preisgünstig» gelten. Entsprechend besteht das Quintil 5 (5. Quintil) aus Unternehmen mit dem höchsten Kurs-Buchwert- oder Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis, die aus Sicht eines wertorientierten Anlegers als «teuer» gelten. Die Studie wurde in der Bloomberg-Umgebung automatisch durchgeführt, und die Renditen für jeden Wertfaktor und jedes Quintil wurden pro Monat berechnet. Die Renditen für jedes Quintil wurden gleich gewichtet, d. h. dass die Ergebnisse der einzelnen Unternehmen auf das Gesamt-Quintil den gleichen Einfluss hatten, und zwar unabhängig von ihrer Marktkapitalisierung. (Gleich gewichtete Renditen dienten dazu, den Einfluss der Unternehmensgrösse auf die Studie auszuschliessen.) Die Renditen jedes Index sind nach Marktkapitalisierung gewichtet.

Das Diagramm zeigt das Wachstum von 1 USD für Unternehmen mit dem niedrigsten Kurs-Buchwert- oder Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis (Quintil 1) verglichen mit dem Wachstum von 1 USD im MSCI World Index und MSCI World Growth Index im Zeitraum vom 1. März 1995 bis zum 30. September 2019. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

Eine jüngst von der Leuthold Group durchgeführte Studie, welche den Zeitraum von 1985 bis 2018 umfasst, kommt zu dem Ergebnis, dass eine Kombination von Aktien, die zu niedrigen gewinnbasierten Multiplikatoren, d. h. Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis, Rendite des freien Cashflows, Gewinnrendite und Dividendenrendite («Kombination 4»), notieren, sich erheblich besser entwickelt als Aktien, die zu niedrigen Kursen im Verhältnis zum Buchwert notieren, und Renditen erzielt, die weit über den kumulativen kapitalisierungsgewichteten Renditen des eigenen Universums von Leuthold mit den 1 000 Top-US-Aktien liegen. Das nachstehende Diagramm zeigt, dass die relative Wertentwicklung des preisgünstigsten nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis ausgewählten Quintils von Aktien im Jahr 2006 ihren Höhepunkt erreichte und bis 2018 dann kumulativ negativen Wert erzielt hatte im Vergleich mit den 1 000 Top-Aktien. Im Gegensatz dazu stieg die relative Wertentwicklung des preisgünstigsten nach der Kombination von gewinnbasierten Multiplikatoren (Kombination 4) ausgewählten Quintils von Aktien über die nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis ausgewählten im Grossteil des Zeitraums an und erreichte relativ gesehen im Vergleich mit den 1 000 Top-US-Aktien erst Anfang 2018 ihren Höhepunkt. Über den gesamten Zeitraum hinweg legten die nach den gewinnbasierten Multiplikatoren ausgewählten Aktien mehr als dreimal so viel kumulativen Wert zu wie die 1 000 Top-US-Aktien. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis war in diesem Zeitraum als Kennzahl einfach nicht sehr verlässlich.

Kumulativer Wert
Kapitalisierungsgewichtet: Kurs-Buchwert-Verhältnis ggü. Kombination 4

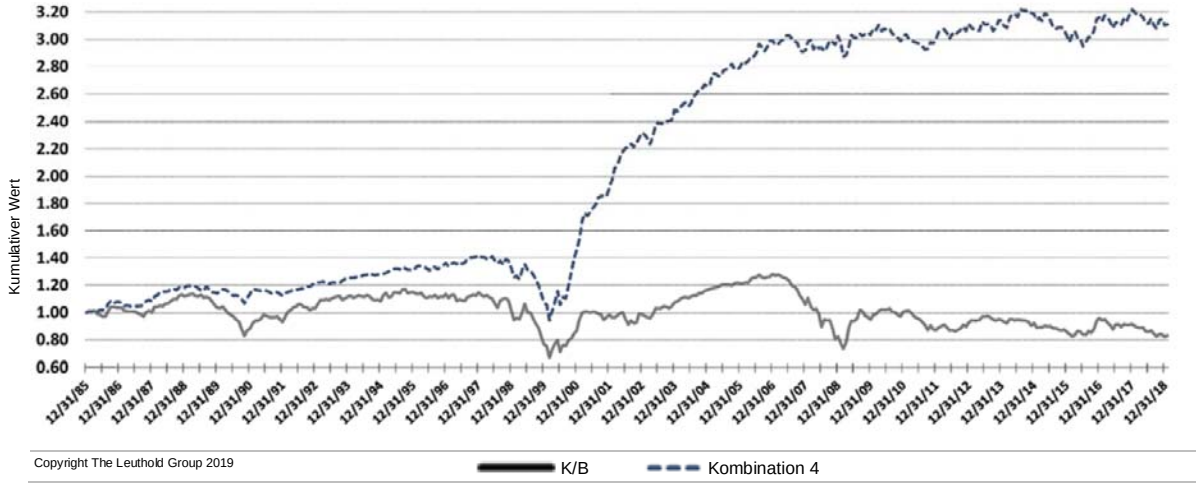


Diagramm 4. «Price To Book: The King Is Dead» [Kurs-Buchwert-Verhältnis. Der König ist tot] von Scott Opsal, 7. März 2019, *The Leuthold Group*

Die Leuthold Group führte eine Studie über die 1.000 größten in den USA ansässigen Unternehmen („Universum") durch, die vierteljährlich neu austariert wurde. Dabei wurden Daten von Compustat und Factset vom 31.12.1985, dem frühesten verfügbaren Datum, bis zum 31.12.2018 verwendet. Leuthold mass die Wertentwicklung des preisgünstigsten Quintils der nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis ausgewählten Aktien und des preisgünstigsten Quintils der nach der firmeneigenen Kombination von Wertfaktoren ausgewählten, d. h. Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis, Rendite des freien Cashflows, Gewinnrendite und Dividendenrendite (Kombination 4). *Beide wertorientierten Quintile wurden mit der Wertentwicklung des Universums verglichen, und die monatliche Renditedifferenz jedes Quintils zum Universum wurde langfristig zusammengefasst. Das vorstehende Liniendiagramm geht davon aus, dass eine Erstanlage von 1 USD jeden Monat um die Renditedifferenz jedes Quintils im Verhältnis zum Universum wächst. Wenn zum Beispiel am Ende des ersten Monats die Rendite nach dem Kurs-Buchwert-Verhältnis bei 5 % liegt und die Rendite des Universums bei 2 %, dann steigt die Erstanlage von 1 USD auf einen Wert von 1,03 USD (1 * (5 % - 2 %)). Das nach Kombination 4 ausgewählte Quintil und das nach Kurs-Buchwert-Verhältnis ausgewählte Quintil wurden monatlich neu gewichtet.*

Die Weltwirtschaft hat sich wirklich verändert. Die starke Zunahme der Anzahl dienstleistungsbasierter Unternehmen mit geringem Betriebsvermögen hat in den letzten Jahrzehnten anscheinend die Nützlichkeit des Buchwerts vermindert. Es gibt heutzutage einfach nicht mehr so viele Unternehmen, deren innerer Wert mit der Kennzahl Buchwert angemessen beschrieben werden kann – sicherlich wesentlich weniger als in der industriell geprägten Nachkriegswirtschaft. Zwar können wir ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis als ersten Filter zur Auswahl von Aktien für die nähere Betrachtung einsetzen, insbesondere wenn wir Banken, Versicherungsunternehmen und andere zutiefst zyklische Unternehmen filtern, doch ist ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis fast nie der einzige Grund, warum wir bestimmte Aktien kaufen. Dennoch messen viele Indexanbieter, Berater und Wissenschaftler dieser Kennzahl weiterhin erhebliches Gewicht bei, wenn es um die Wirksamkeit des wertorientierten Anlageansatzes geht.

Im Gegensatz dazu bestimmen wir bei Tweedy, Browne den inneren Wert mithilfe von umfassenden Unternehmensbewertungen und der Studie von Bar-Fusions- und Übernahmegeschäften vergleichbarer Unternehmen, um zu verstehen, was sachkundige Käufer ganzer Unternehmen unter unabhängigen Marktbedingungen zu bezahlen bereit waren. Diese Übernahmepreise werden oft als ein Vielfaches des Gewinns vor Steuern ausgedrückt, Multiplikatoren wie Unternehmenswert/EBIT, Unternehmenswert/EBITA (Unternehmenswert im Verhältnis zu Gewinn vor Zinsen, Steuern und

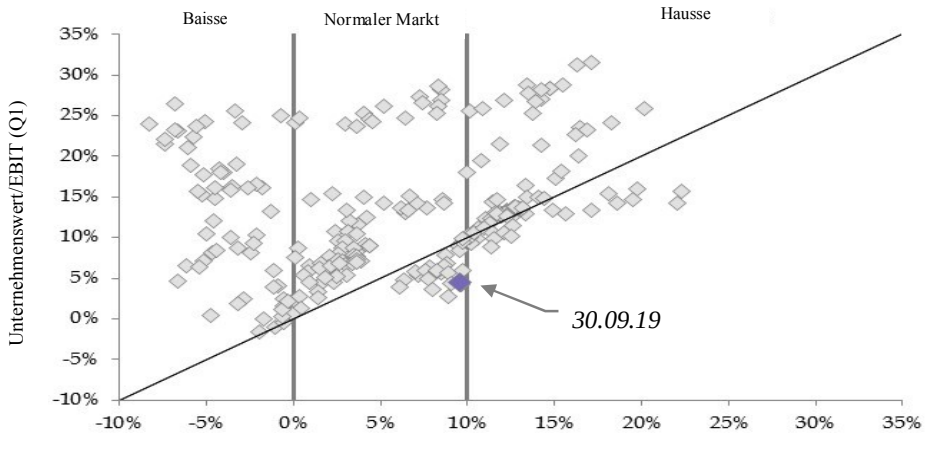
Abschreibungen) und Unternehmenswert/EBITDA (Unternehmenswert im Verhältnis zu Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf das Anlagevermögen und den Geschäfts- oder Firmenwert). Diese gewinnbasierten Unternehmensmultiplikatoren beeinflussen die Multiplikatoren mit, die wir zur Bewertung vergleichbarer Unternehmen verwenden, die wir an der Börse beobachten.

Gewinnbasierte Multiplikatoren wie das Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis waren in den letzten Jahrzehnten zweifellos wirksamere Faktoren zur Wertbestimmung; jedoch erreichten diese Aktien, wie im vorstehenden Diagramm veranschaulicht, im Januar 2018 ihren Höchststand, was dazu führte, dass diese Kennzahl mit ihrer aufs Jahr berechneten rollierenden Fünfjahresrendite zum 30. September 2019 gegenüber dem MSCI World Index und dem MSCI World Growth Index eine erhebliche Minderrendite erzielte. Es ist eine empirische Tatsache, dass jede Wertkennzahl, einschliesslich des niedrigen Kurs-Buch-Verhältnisses, des niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnisses, des niedrigen Kurs-Umsatz-Verhältnisses und der gewinnbasierten Multiplikatoren wie des Gewinns vor Zinsen und Steuern, hin und wieder gegenüber Wachstums-Widerparts und passiv verwalteten Marktindizes über unangenehm lange Zeiträume eine Minderrendite erzielt. Jedoch sind solche Zeiträume unserer Ansicht nach absolut normale Bestandteile einer erfolgreichen wertorientierten Leistungsbilanz. Wie Sie dem nachstehenden Streudiagramm entnehmen können, erzielten seit 1995 (als diese Daten erstmals von Bloomberg veröffentlicht wurden) Aktien, die zu niedrigen Kursen im Verhältnis zu ihrem Gewinn vor Zinsen und Steuern (im untersten Quintil) notierten, mit ihrer rollierenden Fünfjahresrendite während etwa 18 % der Zeit eine Minderrendite gegenüber dem MSCI World Growth Index. Umgekehrt heisst das aber auch, dass Aktien, die mit einem niedrigen Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis notierten, gegenüber dem MSCI World Growth Index in 82 % der rollierenden Fünfjahreszeiträume eine Überschussrendite erzielten.

Niedriges Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis – preiswertestes Quintil (1. Quintil) (ohne Finanzwerte) ggü. MSCI World Growth Index

Durchschnittliche rollierende Fünfjahresrendite (pro Monat berechnet)
28. Februar 1995 bis 30. September 2019

Von 236 Messperioden erzielten preisgünstige (1. Quintil) nach dem Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis ausgewählte Aktien gegenüber dem MSCI World Growth Index 193 Mal bzw. in 82 % der Messperioden eine Überschussrendite.



	Durchschnitt der oben angegebenen Renditen	
	Unternehmenswert/EBIT (Q1)	Index
Baisse (unter 0 %) – 59 Perioden **Unternehmenswert/EBIT (Q1) schlug Index in 100% der Perioden**	12,01%	-3,58%
Normaler Markt (0%-10%) – 101 Perioden **Unternehmenswert/EBIT (Q1) schlug Index in 77% der Perioden**	10,89%	4,88%
Hausse (über 10%) – 76 Perioden **Unternehmenswert/EBIT (Q1) schlug Index in 74% der Perioden**	16,83%	13,64%

Das vorstehende Diagramm veranschaulicht die rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite (gleichgewichtet und pro Monat berechnet) von nach dem Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis ausgewählten Aktien (1. Quintil) seit 28. Februar 1995 im Vergleich zur rollierenden durchschnittlichen Fünfjahresrendite des kapitalisierungsgewichteten MSCI World Growth Index («Index»). Die horizontale Achse bildet die Rendite des Index ab, die vertikale Achse die Rendite der nach dem Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis ausgewählten Aktien (1. Quintil). Die diagonale Achse ist die Grenzlinie zwischen dem Zeitraum der Überschussrendite und dem Zeitraum der Minderrendite. Die Diagrammpunkte über der diagonalen Achse zeigen eine relative Überschussrendite der nach dem Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis ausgewählten Aktien, die Punkte unterhalb der diagonalen Achse eine relative Minderrendite der nach dem Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis ausgewählten Aktien (1. Quintil). Die jeweilige Rendite wurde für drei unterschiedliche Marktumfelder berechnet: eine «Baisse» (Index-Rendite unter 0 %), einen «normalen Markt» (Index-Rendite zwischen 0 % und 10 %) und eine «Hausse» (Index-Rendite über 10 %). Zwischen dem 28. Februar 1995 und dem 30. September 2019 lagen 236 rollierende jahresdurchschnittliche Renditezeiträume. Die vorstehenden Werte deuten nicht hin auf die Werte eines Teilfonds, und die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

Wenn wir noch weiter zurückgehen, kommen wir zu anderen Zeiträumen, in denen wertorientierte Anlagen über eine unangenehm lange Zeit eine Minderrendite erzielten, darunter zum Zeitraum vor der Internet-Blase im Jahr 2000 und in der «Nifty-Fifty»-Ära von 1965 bis 1973. Wir sollten dabei aber nicht übersehen, dass auf beide dieser für wertorientierte Anlagen schwierigen Zeiten jeweils lange Zeiträume folgten, in denen wertorientierte Anlagen eine Überschussrendite erzielten. Die Holprigkeit des Renditestroms aus wertorientierten Anlagen erinnert an den Kommentar von Warren Buffet im Jahresbericht 1996 von Berkshire Hathaway in Bezug auf die «Windungen des Ertrags von Berkshire (…) Charlie und ich würden lieber langfristig holprige 15 % verdienen als ruhige 12 %».

Trotz der Wirksamkeit von gewinnbasierten Multiplikatoren wie einem niedrigen Unternehmenswert-EBIT-Verhältnis auf lange Sicht sind wir weiterhin der Ansicht, dass die übliche Methode, Anlageverwalter und ihren Anlagestil lediglich aufgrund einiger Bewertungskennzahlen entweder als wert- oder wachstumsorientiert zu bezeichnen, in sich problematisch ist. Zwar können diese Kennzahlen den Anlegern zeitweise sinnvolle Hinweise auf potenzielle Überschussrenditen geben, doch sind sie auf keinen Fall alleine massgebend. Wie wir in unserem letzten Jahresbericht feststellten, ist es nicht ungewöhnlich, dass qualitative Überlegungen, die nicht so leicht gemessen werden können, bei der Wertbestimmung stark ins Gewicht fallen – Attribute wie Unternehmen,

Branchendynamik, Wachstumsaussichten, Stärke der Bilanz, Unternehmenskultur, Führungsqualität, Bilanz der Kapitalallokation, Kundenbeziehungen, Markenmacht und Patente unter vielen anderen.

Wann (und ob) das Anlageklima sich wieder zugunsten der Wertorientierung ändert, kann man nicht vorhersagen, aber letzthin gab es einige Anzeichen, wonach wir uns im Frühstadium dieser Veränderung befinden. Seit Januar 2018 gab es zahlreiche, aber kurze Bereiche, in denen die Volatilität kurz aufflammte, was unserer Ansicht nach darauf hindeutet, dass bei den Anlegern die Besorgnis zunimmt. Die entsprechende Kursvolatilität führte zu mehr Möglichkeiten für wertorientierte Anleger wie uns. Das Wirtschaftswachstum hat sich verlangsamt, und Unternehmensgewinne sind in vielen Branchensegmenten unter Druck geraten. Von einigen Seiten wird argumentiert, der Fertigungssektor der Wirtschaft befinde sich bereits in der Rezession. Gegen mehrere FAANG-Unternehmen, deren Aktien einen unverhältnismässig grossen Einfluss auf das Marktwachstum hatten, laufen zurzeit Ermittlungen durch US- und ausländische Aufsichtsbehörden wegen wettbewerbswidriger Praktiken, und eine Reihe von Börsengängen neuer Technologie-Unternehmen haben sich als Enttäuschungen erwiesen. All das ist unserer Ansicht nach ein gutes Zeichen für Wertaktien.

Zudem tauchte in letzter Zeit eine Vielzahl makroökonomischer Warnsignale auf: die Möglichkeit eines harten Brexit; die anhaltenden Handelsspannungen zwischen den USA und China; die zunehmende Gefahr eines Konflikts zwischen den USA und Iran; ein Konflikt zwischen der Volksrepublik China und Hongkong; die Unsicherheit aufgrund der bevorstehenden Wahlen in den USA; schnell zunehmende Defizite und nicht finanzielle Schulden in den USA und im Ausland; je nach politischem Ergebnis die Möglichkeit für Steueranhebungen und verschärfte Regulierungen in aller Welt und – vielleicht am wichtigsten – die Möglichkeit, so gering sie auch sein mag, einer Zunahme der Inflation und einer Erhöhung der Zinsen. Ein unerwarteter Ausgang bei einem dieser makroökonomischen Probleme kann den Enthusiasmus der Anleger dämpfen und damit die Bewertung der Risikoanlagen beeinträchtigen, so dass das Pendel wieder zugunsten wertorientierter Anlagen ausschlägt, da die Wertorientierung in einem schwierigen Marktumfeld tendenziell besser abschneidet. In der Zwischenzeit gehen wir davon aus, dass die periodische Marktvolatilität uns wahrscheinlich erhalten bleibt, was sich auf die Schnäppchenjagd günstig auswirkt.

Wertentwicklung der Anlagen

Die Aktienmärkte beendeten das letzte Jahr in der Landeswährung solide, aber mit reichlich Volatilität auf dem Weg dahin, vor allem aufgrund der andauernden Handelsspannungen mit China und der zunehmenden Anzeichen für ein sich verlangsamendes Wirtschaftswachstum. In diesem zunehmend volatilen Umfeld erzielten die Tweedy, Browne Value Funds grundsätzlich weiterhin finanzielle Fortschritte und positive Ergebnisse. Im Geschäftsjahr zum 30. September reichten die Ergebnisse unserer Teilfonds von 0,15 % bis 7,05 %.

Nachstehend die Wertentwicklung der Tweedy, Browne Value Funds in verschiedenen Zeiträumen im Vergleich mit ihren jeweiligen Referenzindizes und der jeweiligen durchschnittlichen rollierenden Fünfjahresrendite (Streudiagramm) des International Value Fund (Euro). (Bitte beachten Sie, dass die Informationen im Streudiagramm über den International Value Fund (Euro) nicht repräsentativ für die Wertentwicklungen des Tweedy, Browne International Value Fund (CHF), des Tweedy, Browne Value Fund (USD) oder des Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund sind.)

Gesamtrenditen

	6 Monate bis zum 30.09.2019	Seit Jahresbeginn bis 30.09.2019	Wertentwicklung bis 30.09.2019 Annualisiert bei Perioden von über einem Jahr: 1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Seit Auflegung
Tweedy, Browne Value Fund (USD)* *(Auflegung 31.10.96)*	0,87%	9,86%	0,26%	2,89%	6,53%	5,63%
MSCI World Index (in USD)	4,56	17,61	1,83	7,18	9,01	6,41
S&P 500 Index	6,09	20,56	4,26	10,84	13,24	8,52
Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*† *(Auflegung 31.10.96)*	3,24%	11,21%	2,50%	4,70%	8,14%	8,20%
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR)	4,24	15,15	0,88	5,45	6,46	4,96
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	5,64	18,28	5,11	6,36	8,03	5,07
Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)* *(Auflegung 31.10.96)*	1,80%	9,54%	0,15%	3,13%	6,47%	6,58%
MSCI EAFE Index (Hedged to CHF)	4,19	15,02	0,62	4,80	5,96	3,82
MSCI EAFE Index (in CHF)	2,70	14,10	0,72	4,16	4,49	3,51
Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund* *(Auflegung 01.06.07)*	5,83%	14,46%	7,05%	5,88%	7,81%	4,25%
MSCI World Index (abgesichert gegen Euro)	3,98	16,53	0,53	6,89	8,80	3,94
MSCI World Index (in Euro)	7,69	23,32	8,49	10,39	12,25	6,39

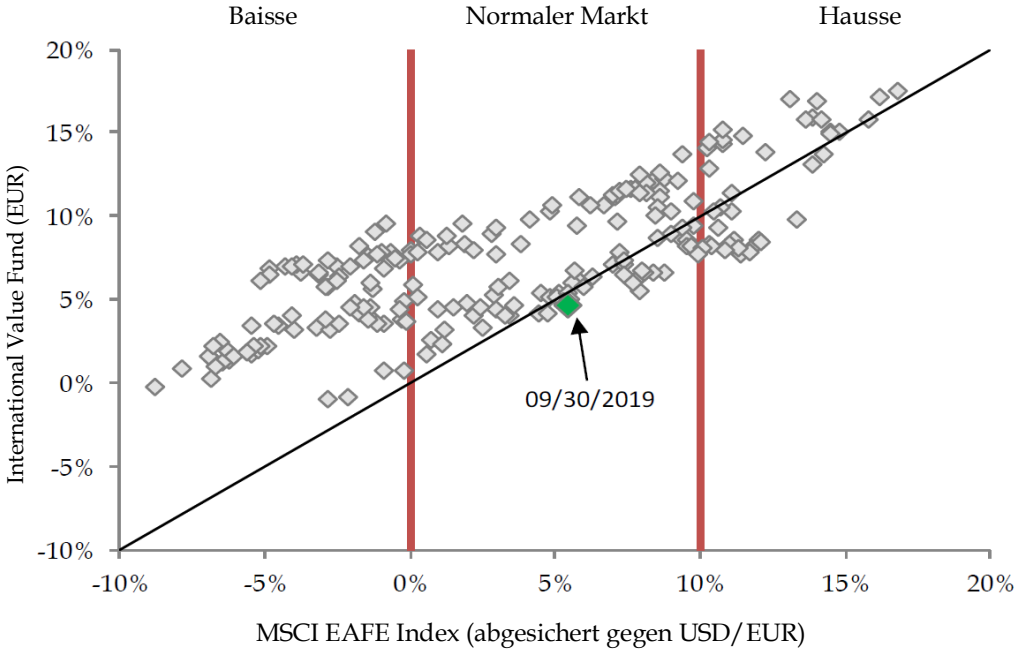
** Die Wertentwicklung wird annualisiert und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und die von ihnen erwirtschafteten Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse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

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

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)
Durchschnittliche rollierende Fünfjahresrendite (pro Monat berechnet) (netto)

31. Oktober 1996 bis 30. September 2019

Von 216 Fünfjahresmessperioden schlug der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) 171-mal bzw. 79 % der Messperioden.



	Durchschnitt der oben angegebenen Renditen	
	Fonds	Index
Baisse (unter 0 %) – 76 Perioden **Fonds schlug Index in 100% der Perioden**	4,40%	-3,26%
Normaler Markt (0%-10%) – 101 Perioden **Fonds schlug Index in 74% der Perioden**	7,78%	5,50%
Hausse (über 10%) – 39 Perioden **Fonds schlug Index in 51% der Perioden**	12,25%	12,24%

Das vorstehende Diagramm veranschaulicht die rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite (pro Monat berechnet) des Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) («Teilfonds») seit der Auflegung des Teilfonds (31. Oktober 1996) im Vergleich zur rollierenden durchschnittlichen Fünfjahresrendite seines Referenzindex («Index»), des MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/Euro) («Index»). Die horizontale Achse bildet die Rendite des Index ab, die vertikale Achse die Rendite des Teilfonds. Die diagonale Achse ist die Grenzlinie zwischen dem Zeitraum der Überschussrendite und dem Zeitraum der Minderrendite. Diagrammpunkte über der diagonalen Achse zeigen eine relative Überschussrendite des Teilfonds, die Punkte unterhalb der diagonalen Achse eine relative Minderrendite. Die jeweilige Rendite wurde für drei unterschiedliche*

Marktumfelder berechnet: eine «Baisse» (Index-Rendite unter 0 %), einen «normalen Markt» (Index-Rendite zwischen 0 % und 10 %) und eine «Hausse» (Index-Rendite über 10 %). Zwischen dem 31. Oktober 1996 und dem 30. September 2019 lagen 216 rollierende durchschnittliche Renditeperioden. Die Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu.

**Abbildung der Wertentwicklung des MSCI EAFE Index (abgesichert gegenüber USD) ab dem 16. Mai 2004 und des MSCI EAFE Index (abgesichert gegenüber EUR) ab dem 17. Mai 2004, die von Tweedy, Browne miteinander verknüpft wurden.* Vor dem 17. Mai 2004 lautete der Teilfonds auf USD, und die Anlagen wurden entsprechend gegen den USD abgesichert. Ab 17. Mai 2004 änderte sich die Basiswährung des Teilfonds auf EUR, und seine Anlagen wurden gegenüber dem EUR abgesichert.

Unsere Teilfonds-Portfolios

Bitte beachten, dass die einzelnen nachstehend besprochenen Unternehmen im Jahr zum 30. September 2019 von mindestens einem der Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen vier Teilfonds gehalten wurden.

Obwohl das Ergebnis aller vier Teilfonds sich in der Landeswährung im Verlauf der letzten 12 Monate recht positiv entwickelte, gab es in den Teilfonds eine Reihe von Branchengruppen und Unternehmen, die besonders viel zum Ergebnis des jeweiligen Teilfonds beitrugen. Positiv können wir die Bestände der Teilfonds aus den Branchen Luftfahrt und Rüstung, Lebensmittel, Versicherungen und Medien verbuchen, die im Berichtszeitraum sehr solide Ergebnisse erbrachten. Dazu zählen: das gute Ergebnis von Safran, dem Motorenbauer für Zivilflugzeuge mit Sitz in Frankreich, der seine Gewinne und unsere Schätzung seines inneren Werts mit weit überdurchschnittlichen Zahlen immer noch ausbaut; BAE, ein Rüstungsunternehmen mit Sitz in Grossbritannien, das weiterhin von einer sich verfestigenden Pipeline an Projekten profitiert, die für Transparenz bei den zukünftigen Umsätzen sorgt; Nestlé und Unilever, zwei europäische Nahrungsmittelgiganten, die ihre jeweiligen Markenportfolios ausgezeichnet verwalten; Zurich Insurance Group und Münchener Rück, Versicherungsunternehmen mit Sitz in der Schweiz bzw. in Deutschland, die ihre Kosten im Griff haben und solide Zahlen beim Neuversicherungsgeschäft aufweisen; und das Medienunternehmen Axel Springer, das von einem im Berichtszeitraum bekanntgegebenen Buyout-Plan profitiert hat. Auch unsere Kernbestände im Pharma-Bereich, Roche and GlaxoSmithKline, deren Arzneimittel-Pipelines weiterhin solide sind, und unsere Aktien der Getränkeunternehmen Diageo und Heineken Holding weisen recht gute Ergebnisse auf.

Wie vorstehen angemerkt, war das deutsche Verlagshaus Axel Springer, eine langfristige Beteiligung der Teilfonds, im Berichtszeitraum Gegenstand eines Buyout-Plans. Der Aufsichtsrat des Unternehmens empfahl im Sommer formell ein Geschäft, das den Buyout der Minderheitsaktionäre von Axel Springer durch KKR & Co. zum Preis von 63 EUR in bar vorsah. Dieser Preis bedeutet einen 40%igen Aufschlag auf den Schlusskurs der Aktie am 29. Mai 2019, dem Tag vor der Bekanntgabe des Beginns der Verhandlungen über das Geschäft, und ein Aufschlag von bis zu 230 % der gewichteten Durchschnittskosten der Teilfonds.[1] Friede Springer (die Witwe des Gründers des Unternehmens) und Mathias Döpfner (der CEO des Unternehmens), die zusammen direkt oder indirekt etwa 45 % der Unternehmensaktien halten, bleiben Eigentümer ihrer Aktien und sind weiterhin am Unternehmen beteiligt. Wir gehen davon aus, dass das Geschäft kurz vor Jahresende vollzogen wird.

Im Gegensatz zu diesen positiven Entwicklungen wurde die relative Wertentwicklung durch Börsenkursrückgänge einiger Technologie-Aktien, darunter die der chinesischen Internet-

---

[1] Aufschlag der gewichteten Durchschnittskosten: International Value Fund (Euro) (231%); International Value Fund (CHF) (176%); Value Fund (USD) (100%); Global High Dividend Value Fund (91%).

Unternehmen Baidu und Sina, leicht beeinträchtigt. Die Teilfonds sahen sich auch einem Kursrückgang einer Reihe anderer Aktien aus Schwellenländern gegenüber, wobei die Teilfonds in diesen Ländern relativ wenig investieren.[2] Dazu zählen enttäuschende Kursergebnisse der Bangkok Bank, einer Beteiligung an einer Bank mit Sitz in Thailand; von Embotelladora Andina, einem Coca-Cola-Abfüllunternehmen mit Sitz in Chile; und der LG Corp, des südkoreanischen Industrie-Mischunternehmens. Trotz eines schweren Angriffs auf die Ölförderanlagen von Saudi-Arabien im Berichtszeitraum blieben die Ölpreise volatil und gingen weiter zurück, und die Aktienkurse der meisten Unternehmen der Öl- und Gasbranche zogen nach. Daher erwiesen sich die Kursentwicklungen der Bestände von Royal Dutch, Total und dem in den USA ansässigen Öldienstleister MRC Global als enttäuschend. Tarkett, ein Hersteller von Industrieböden mit Sitz in Frankreich, erlebte im Berichtszeitraum aufgrund einer schwachen Gewinn- und Verlustrechnung sowie kurzfristigen Prognose einen erheblichen Rückgang. Die Bodenbelagsbranche befindet sich in einer zyklischen Flaute, und das Ergebnis von Tarkett überrascht uns angesichts der kurzfristigen Schwierigkeiten nicht. Da der Aktienkurs unserer Ansicht nach mit einem zu starken Rückgang reagiert hat, entschieden wir, unsere Positionen im Tweedy Browne Value Fund (USD), Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) und Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund aufzustocken, wie es auch die Familie Deconinck tat, die eine beherrschende Beteiligung am Unternehmen hält.

Baidu wies in den beiden letzten Quartalen ein schwaches Betriebsergebnis aus, und nach vielen Analysen und Diskussionen entschieden wir, das Engagement unserer Teilfonds zu verkaufen. Das Unternehmen sieht sich aufgrund der kurzfristigen makroökonomischen Probleme in China, der regulatorischen bzw. Sanierungsprobleme bei einigen Segmenten seines Werbeumsatzes, der zunehmenden Fluktuation im Führungskreis und des stärkeren Wettbewerbs am Markt zurzeit einigem Gegenwind ausgesetzt. Das Wachstum der Internet-Werbung hat sich in China mehr als erwartet verlangsamt, und das Unternehmen sieht sich zunehmendem Wettbewerb in der Werbung ausgesetzt, insbesondere von ByteDance (dem Eigentümer der populären Kurzvideo-App Douyin, ausserhalb Chinas als TikTok bekannt), was den digitalen Gewinnpool der Werbebranche stört. Dadurch werden das voraussichtliche Wachstum und die voraussichtliche Ertragsfähigkeit von Baidu beeinträchtigt, so dass wir unsere Schätzung von dessen zugrunde liegendem innerem Wert vermindert haben.

Wir fühlen uns durch die Tatsache ermutigt, dass sich durch die zunehmende Kursvolatilität weiterhin Preisgelegenheiten für uns ergeben; dies schlägt sich in mehreren Käufen für unsere Teilfonds nieder: in Krones, dem deutschen Hersteller von Getränkemaschinen; BASF, dem deutschen Chemiegiganten; Trelleborg, dem schwedischen Hersteller von Industriepolymeren; und Fox Corp., dem Nachrichten- und Sportsender mit Sitz in den USA. Wir nutzten ausserdem die Preisgelegenheiten im Berichtszeitraum aus, um unsere Beteiligungen an Bollore, Michelin und – wie vorstehend erwähnt – Tarkett aufzustocken.

Andererseits verkauften wir Beteiligungen an Henkel, HSBC und G4S, und wir reduzierten unter anderem Beteiligungen an Emerson Electric, Novartis, DBS Group, Diageo, Roche, Cisco Systems und Royal Dutch Shell.

Neue Beteiligungen in unseren Teilfonds-Portfolios

Die neuen Beteiligungen an unseren Teilfonds-Portfolios, Krones (im Tweedy, Browne Value Fund (USD), im Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) und im Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)), Fox Corp. (nur im Tweedy, Browne Value Fund (USD)), Trelleborg (in allen

---

[2] Engagement in Schwellenländern zum 30. September 2019: International Value Fund (Euro) (4,2%); International Value Fund (CHF) (4,6%); Value Fund (USD) (2,7%); Global High Dividend Value Fund (3,7%).

vier Teilfonds) und BASF (im Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund), notierten alle mit einem erheblichen Abschlag auf unsere konservative Schätzung ihres jeweiligen inneren Werts zum Anschaffungszeitpunkt, und wir sind der Meinung, dass sie ihren inneren Wert attraktiv verzinst erreichen können. Zudem wurden diese Aktien in letzter Zeit von Insidern (z. B. Führungskräften und Organmitgliedern) gekauft. Wir entschieden uns für den Kauf von Krones-Aktien, da der Aktienkurs sich im letzten Jahr mehr als halbiert hat. Krones ist der dominierende Hersteller von Abfüllmaschinen für Getränkeunternehmen. Seine Geschäftstätigkeit verläuft leicht zyklisch, sein Wachstum hat sich im letzten Jahr verlangsamt, und seine Gewinnspannen sind mit dem Ansteigen des Kostendrucks zurückgegangen. Jedoch ist dieser Gegenwind unserer Ansicht nach nur vorübergehend, und der Markt hat überreagiert, so dass seine Aktien für uns zu einer sehr attraktiven Preisgelegenheit geworden sind. Krones erzielt zurzeit eine Dividendenrendite von 2,7 % und kann unserer Ansicht nach langfristig seinen inneren Wert erreichen.

Die verarbeitende Industrie scheint sich besonders ausserhalb der USA bereits in einer Rezession zu befinden, wodurch wir in letzter Zeit einige Preisgelegenheiten bei Nischenherstellern in aller Welt entdecken konnten, darunter Trelleborg. Dieser mittelgrosse schwedische Hersteller ist ein Marktführer bei der Produktion von Polymer-Lösungen (Gummi und Kunststoffe), die Anwendungen versiegeln, dämpfen und schützen. Sein Segment «Versiegelungslösungen», das über die Hälfte seines Betriebsgewinns ausmacht, gilt als eines der besten in der Region Nordeuropa. Die Kosten der Produktion einer Versiegelung sind im Verhältnis zu dem Wert, den sie schützt, geringfügig, so dass Trelleborg Preisbildungsmacht hat, die überdurchschnittliches organisches Wachstum, hohe Gewinnspannen und hohe Kapitalrenditen ermöglicht. Nach der Bewertung der Summe der Teile, die konservative Fusions- und Übernahmevergleichswerte umfasst, sind wir der Ansicht, dass Trelleborg zum Zeitpunkt der Anschaffung mit einem erheblichen Abschlag auf seinen zugrunde liegenden inneren Wert notierte. Obwohl das Wachstum sich kurzfristig verlangsamt, was den Aktienkurs zusätzlich unter Druck setzen kann, hat das Unternehmen Jahr für Jahr, 24 Quartale nacheinander mehr EBIT generiert. Seit 2010 zahlt es eine zunehmende Dividende, und die aktuelle Rendite beträgt etwa 3,0 %.

Die «neue» Fox Corp. Besteht, nach dem Verkauf bestimmter Teile des Betriebsvermögens an Disney, hauptsächlich aus den «Live»-Programmen ihres Vorgängerunternehmens, insbesondere Nachrichten und Sport. Die Geschäftsführung von Fox hat sich für den Schwerpunkt «Live-Programme» entschieden, weil es in dem Bereich weniger langfristige Herausforderungen in Bezug auf Fernsehkonsum/-ausstrahlung gibt als bei nach Skriptvorlage produzierten Programmen.

Fox besteht daher jetzt aus Fox News, Fox Sports, dem Fox Broadcast TV Network und einem Segment aus lokalen Fernsehsendern. Fox News macht zurzeit etwa 70 % des Gesamt-EBITDA des Unternehmens aus. Unabhängig davon, was man von den Inhalten von Fox News hält, ist dessen Publikum sehr loyal und die Marke solide. Unserer Ansicht nach gibt das dem Unternehmen relativ hohe Preisbildungsmacht gegenüber den Kabelnetzbetreibern. Wall-Street-Analysten schätzen, dass der Kanal Fox News eine mehr als 60%ige EBITDA-Spanne einfährt, so dass er einer der ertragsfähigsten Kabelfernsehkanäle überhaupt ist. Fox News hat auch eine geringfügige Kapitalintensität und unserer Ansicht nach angesichts der derzeitigen Höhe der Gebühren seiner verbundenen Sender im Verhältnis zur Zahl und Loyalität seines Publikums solides Wachstumspotenzial.

Bei der Erstanschaffung schätzten wir, dass Fox Corp. beim neunfachen EBIT für die vorausgegangenen zwölf Monate bzw. einer 8%igen Eigentümer-Gewinnrendite (Nettobetriebsgewinn nach Steuern geteilt durch den Unternehmenswert) notierte. Eingeschlossen in dieser Berechnung des Unternehmenswerts sind die Leistungen bzw. der Wert der Beteiligung von Fox an Roku und seines Produktionsstudios. Fox erzielt eine Kapitalrendite von 20 % auf eine 20%ige operative Gewinnspanne und dürfte unserer Ansicht nach angesichts seiner niedrigen Kapitalintensität und eines sich aus dem Disney-Geschäft ergebenden Tax Shield einen erheblichen

freien Cashflow erzielen. Ausserdem ist bemerkenswert, dass bei Fox wesentliche Insiderkäufe getätigt wurden: Sein Gründer und derzeitiger Mitvorsitzender hat seit Juni Aktien im Wert von über 36 Millionen USD gekauft.

BASF, 1865 gegründet, ist ein weltweit tätiger Chemiekonzern mit über 118 000 Mitarbeitern in über 80 Ländern und führend in vielen seiner Geschäftsfelder. BASF ist ein komplexes Unternehmen mit 13 operativen Geschäftsbereichen in fünf Segmenten, eines davon Öl und Gas. Im November 2018 setzte der neue CEO, Dr. Martin Brudermüller, zahlreiche Ziele, die in den kommenden Jahren zu erreichen seien, darunter: 1) erhebliche Kosteneinsparungen (insgesamt 2 Milliarden EUR in jährlichen Einsparungen bis 2021); 2) eine neue vereinfachte Segmentberichterstattung; 3) ein jährliches EBITDA-Wachstum von 3 % bis 5 %; und 4) jährliche Zunahmen der Dividende pro Aktie. BASF plant auch die Veräusserung seines Segments Öl und Gas.

Obwohl Chemikalien ein zyklisches Geschäft sein können, scheint die BASF dieser Zyklizität weniger ausgesetzt zu sein als seine Wettbewerber. Das Unternehmen operiert traditionell mit einer konservativen Bilanz, und obwohl es mit der Übernahme eines landwirtschaftlichen Segments von Bayer einige Schulden machte, gehen wir davon aus, dass BASF innerhalb der nächsten Jahre wieder seine niedrige Fremdverschuldung erreichen wird.

Zum Anschaffungszeitpunkt notierte BASF bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,3 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,8 in den letzten Monaten, hatte eine Eigentümer-Gewinnrendite von etwa 7,3 % und zahlte eine überdurchschnittliche Dividendenrendite von 4,6 %. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen seinen inneren Wert langfristig entsprechend dem jährlichen EBITDA-Wachstumsziel von 3 % bis 5 % erhöht. Zudem fanden Ende 2018 sowie im Mai und August 2019 umfangreiche Insiderkäufe statt.

* * * * *

Der hundertste Geburtstags von Tweedy, Browne nähert sich; diese Gelegenheit möchten wir nutzen, um Ihnen die Geschichte der Firma und von deren Einfluss auf den von uns heutzutage praktizierten Anlageansatz zu erzählen, hier und in den folgenden Berichten. Nachstehend finden Sie nun den zweiten Teil unserer Geschichte. Wir hoffen, auch Sie geniessen unseren historischen Rückblick.

Die nächste Generation der Partner von Tweedy, Browne // Die 1970er und 1980er Jahre

Chris Browne, einer der vier Söhne von Howard Browne, kam im Juni 1969 in das Büro von Tweedy, Browne in Downtown-Manhattan, um von seinem Vater fünf USD für den Zug nach Hause in New Jersey zu leihen. Er war gerade zwei Tage vorher von einer Wehrübung bei der Army Reserve entlassen worden und hatte angesichts des einen Semesters, das er noch an der University of Pennsylvania im Herbst studieren musste, keine Pläne für den Sommer gemacht. Ed Anderson, ein Tweedy, Browne-Partner und immer unermüdlicher Lehrer, hielt Chris zuerst einen zweistündigen Vortrag über wertorientiertes Anlegen und bot ihm danach einen Sommerjob an. Und der kam, um zu bleiben. Im Herbst senkte die University of Pennsylvania ihre Kursanforderungen für den Studienabschluss, um die Studenten zu besänftigen, die damals Campusse niederbrennen wollten, und erklärte, man werde Chris Browne die Abschlussurkunde Ende Jahr zusenden. So begann für ihn eine distinguierte 40-jährige Berufslaufbahn und Liebesaffäre mit dem wertorientierten Anlegen.

Als Chris Browne 1969 in die Firma eintrat, tätigte Tweedy, Browne immer noch in grossem Umfang Maklergeschäfte mit Firmen wie John W. Bristol & Co., einer Firma, die das Vermögen mehrerer Ivy-League-Colleges verwaltete. Aber die Firma konzentrierte sich zunehmend auf Vermögensverwaltung. Ende 1969 löste Warren Buffett seine Kommanditgesellschaft auf, da er in einem zu dem Zeitpunkt recht lebhaften und soliden Aktienmarkt nicht genügend unterbewertete

Wertpapiere finden konnte. Ruane, Cunniff und Tweedy, Browne, zwei wertorientierte Unternehmen mit einer eng mit Graham und Buffett verbundenen Anlagetradition, profitierten von der Schliessung des Buffett-Unternehmens. Bill Ruane hatte einen offenen Investmentfonds gegründet, auch um mehrere Kommanditisten der aufgelösten Kommanditgesellschaft von Buffett anzuziehen, und einige dieser Anleger nahmen die Dienste von Tweedy, Browne in Anspruch.

Anfang der siebziger Jahre verdiente die Firma kaum Geld, da die Märkte sich schwach entwickelten, und insbesondere Ed Anderson war besorgt. Howard Browne und Tom Knapp, die bereits schwache Märkte erlebt hatten und etwas frugaler waren als Ed Anderson, waren etwas weniger besorgt. Gespräche mit Bill Ruane über die mögliche Zusammenlegung der Verwaltung führten zu nichts. Am 1. Mai 1975 (häufig als «May Day» bezeichnet [in den USA nicht nur «Maitag», sondern auch «SOS»]) untersagte die US-Securities and Exchange Commission feste Mindestsätze bei Provisionen, wie es sie seit 183 Jahren gegeben hatte. Langfristig würde diese Änderung zum Rückgang von Maklerprovisionssätzen führen und erheblich die Möglichkeiten der Firma schmälern, in ihrer spezialisierten Nische als Makler wenig gehandelter Wertpapiere zu reüssieren.

Aufgrund des Rückgangs des Wertpapiergeschäfts benötigte die Firma eine andere Ertragsquelle. Etwa 1975 entschied sich Bill Ruane dafür, in das Geschäft mit der Betreuung einzelner Kunden einzusteigen, und Chris Browne, der noch kein Partner war, drängte Tweedy, Browne dazu, das Gleiche zu tun. Man könnte sich doch als Anlageberater registrieren und versuchen, einiges Geld zur Verwaltung an Land zu ziehen, vielleicht 10 Millionen USD für eine Pauschalgebühr von 1% bis 2 %. Tweedy, Browne hätte dann mindestens einen gesicherten Ertrag von 100 000 bis 200 000 USD pro Jahr. Obwohl Ed Anderson und andere bei Tweedy, Browne dem Vorschlag, individuelle Vermögen zu verwalten, zunächst skeptisch gegenüberstanden, blieb Chris Browne hartnäckig bei seinem Vorschlag, und die Firma registrierte sich 1975 als Anlageberater. Sie erstellte eine Anlageverwaltungsbroschüre mit einer Beschreibung der Dienstleistungen und Fähigkeiten der Firma, besorgte sich eine Adressenliste, so dass sie ihre Broschüre versenden konnte, und begann langsam den Umfang des von der Firma verwalteten Vermögens zu steigern.

Zu Beginn seiner Laufbahn verbrachte Chris Browne die meiste Zeit mit Ed Anderson zusammen und las die Bankverzeichnisse von Standard & Poor's, Moody's und Polk's auf der Suche nach Aktien, die unter ihrem Buchwert oder Nettovermögenswert notierten. In den Sechzigern und Anfang der siebziger Jahre gab es noch keine Computerdatenbanken von Aktienunternehmen, so dass die Suche nach preisgünstigen Aktien ziemlich arbeitsintensiv war. 1974 gesellte sich John Spears zu Chris Browne, wodurch sich das Research-Personal bei Tweedy, Browne praktisch verdoppelte.

John Spears erinnert sich, wie er kurz nach seiner Ankunft am Handelsschreibtisch gegenüber von Howard und Chris Browne sass, Ed Anderson zu Chris Linken und Tom Knapp zu Johns Rechten. Das machte Spass, es war viel los, es war aber auch chaotisch und ineffektiv. Wenn das Telefon klingelte, griffen fünf Leute nach dem Hörer. John Spears ist geräuschempfindlich, und so tat ihm bei dieser Atmosphäre, die häufig durch Ed Andersons laute Stimme noch mehr aufgeladen wurde, am Ende des Tages manchmal der Kopf weh. Er nimmt denn auch für sich in Anspruch, in der Firma das Konzept von Privatbüros eingeführt zu haben: Es begann damit, dass er sich in einer Ecke des Raums einen Kartenspieltisch aufstellte, so dass er nicht mehr am Handelsschreibtisch sass und es wenigstens geringfügig ruhiger hatte.

Alice Schroeder, die Biografin von Warren Buffett, beschreibt das damalige Büro von Tweedy, Browne folgendermassen:

> *Wenn Warren Buffett im winzigen Büro von Tweedy, Browne an der Adresse 52 Wall Street ankam, im gleichen Art-déco-Gebäude, in dem Ben Graham früher gearbeitet hatte, hatte er wegen des schwarz-weiss gemusterten Fliesenbelags das Gefühl, er betrete einen altmodischen Barbierladen. In einem kleinen Büro links befanden sich Sekretariat und Büroleitung. Rechts*

lag das Handelsbüro. Dann folgte eine kleine gemietete Nische mit einem Wasserspender und einer Garderobe – oder eher eine Art Einbauschrank –, wo Walter Schloss sass und die Firma von einem ramponierten Schreibtisch aus leitete (…).

Die Mitte des Handelsbüros füllte ein sechs Meter langer Holztisch aus, den die Firma irgendwo und irgendwie vor dem Gang auf die Mülldeponie gerettet hatte und dessen Oberfläche übersät war mit den Taschenmesser-Kerben mehrerer Schülergenerationen. Wer hier etwas schreiben wollte, musste zuerst eine Unterlage unters Papier schieben, weil er sonst «Mark liebt Tina» durchgepaust hätte.

Auf der einen Seite des Tischs mit den Kinderspuren herrschte Howard Browne mit gutmütiger Autorität. Er und seine Partner sassen dem Händler der Firma gegenüber, der – wie alle Händler – nervös auf das Klingeln des Telefons wartete, also darauf, dass er endlich handeln konnte. Neben ihm diente ein leerer Platz am Schreibtisch als «Kundenschalter». Und der Wand entlang standen die billigsten Holzaktenschränke, die man hatte auftreiben können.

- Alice Schroeder, ***The Snowball***, 2008

John Spears' Weg zu Tweedy, Browne war wie der vieler früherer und zukünftiger Partner ziemlich einzigartig. Zum Zeitpunkt seines Schulabschlusses in Rosemont, Pennsylvania, hatte er etwa 10 000 USD zusammenbekommen, teilweise durch Anlagen und teilweise durch Rasenmähen und andere Tätigkeiten, darunter auch der Verkauf von Weihnachtskarten an der Haustür. Schon als Kind war Spears daran interessiert, wie Geschäftsleute Geld verdienen, und in früher Jugend tätigte er seine erste Anlage. Er fuhr mit dem Fahrrad etliche Kilometer von Gladwyne nach Ardmore, um einen Makler bei Woodcock, Moyer, Fricke und French aufzusuchen und für 250 USD Aktien von British Petroleum zu kaufen. Kurze Zeit später stieg deren Wert um 35 % bis 40 % an, und da packte es ihn. Er fand das einfach toll. Leichte Arbeit unter einem Dach! Ganz sicher besser als Rasenmähen.

Nach der Lektüre eines Artikels über Charles Allen, den Gründer und Senior Partner von Allen & Co., und dessen aussergewöhnliches Aktienwissen schrieb er diesem und bat um einen Termin, nahm sich dann einen Tag von der Schule frei, fuhr mit dem Zug nach New York und verbrachte 45 Minuten damit, den Finanzmogul über dessen Anlagetechniken zu befragen. Allen schlug ihm vor, einen Kurs in Wertpapieranalyse am New York Institute of Finance zu machen, wo er sein Grundwissen über Buchhaltung und die Wertpapieranalyse nach Ben Graham und David Dodd erwarb. Spears hatte damit seine Berufung gefunden. Er schrieb sich am Babson Institute of Business Administration ein und machte später Kurse am Drexel Institute, an der Wharton School und am St. Joseph's College, um Buchhaltung und Finanzen gründlich zu lernen. Einen Abschluss zu erwerben, war nie sein Hauptziel. So stellte er häufig zu seiner Verblüffung fest, dass viele Leute, die sehr reich und erfolgreich waren, keine College-Absolventen und zahlreiche von ihnen Immigranten waren. Es überrascht wenig, dass seine Eltern nicht gerade begeistert waren, aber Spears liess sich nicht entmutigen.

Zu seiner Karriere gehörte eine kurze nicht erfolgreiche Zeit als Börsenmakler, auch arbeitete er als Wertpapieranalyst bei einer kleinen Anlageberatungsfirma und entschied sich schliesslich für die Gründung seines eigenen Anlageunternehmens, wobei er sich an der Gesellschaft von Warren Buffett und A.W. Jones orientierte. Er begann mit insgesamt 30 000 USD, von denen 3 000 USD sein eigenes Kapital waren. Am Abend betätigte er sich als Fahrer von Mietautos, um sich über Wasser zu halten, bis die Gesellschaft beginnen würde, ihm Anreizprovisionen zu zahlen. Während John bei Fleming, Berger, Kent, der Firma, der er als Wertpapieranalyst angehört hatte, Werbeagenturen prüfte, schlug ihm Bill Kent vor, er solle sich doch an Bill Ruane wenden, der viel Erfahrung mit Werbeagenturen hatte und Spears vielleicht würde unterstützen können. Während seines Termins bei Ruane fragte dieser Spears, welche Aktien er für seine Gesellschaft kaufe, und nachdem Spears Graham und Buffett erwähnte, riet ihm Ruane, sich bei Tweedy, Browne zu melden. Bald darauf kam es tatsächlich

zu einem Treffen, aber die Einkünfte der Firma hatten sich inzwischen etwas verringert, und Tweedy, Browne konnte ihm keine Stellung anbieten.

1973 entschied sich Spears, als Finder/Broker für private und Unternehmensanleger zu arbeiten, die an potenziellen Übernahmekandidaten interessiert waren. Er konzentrierte sein Research auf Unternehmen, deren Führungskräfte und Organmitglieder nur geringe Beteiligungen hielten und bei denen ein Anleger eine beherrschende Stellung erwerben konnte. Er verdiente bald gutes Geld als Finder/Broker. Einmal bot er Tweedy, Browne Anteile an einem geschlossenen Investmentfonds an, der mit einem erheblichen Abschlag auf den Wert der Wertpapiere und des Bargelds im Fonds notierte. Tweedy, Browne war von den Anteilen angetan, aber man hielt auch Spears' Arbeit für interessant. 1974 fand die Firma, die Zeit sei endlich reif, ihn als Finder/Broker und Teilzeit-Analyst zu beschäftigen. Spears entschied sich, es bei Tweedy, Browne zu versuchen, und der Rest ist Geschichte.

In seinen Anfangsjahren bei Tweedy, Browne setzte Spears seine Arbeit als Makler fort und erwarb grosse Pakete von Beteiligungen an potenziellen Übernahmekandidaten für die LBO- und Buyout-Giganten der Zeit, Leute wie Allen Gruber, Ron Perelman, Arthur Cohen, Joseph Steinberg und Ian Cumming von Leucadia National sowie die Partner von Dyson, Kissner, Moran. Aber mit der Zeit beteiligte sich Spears immer mehr an der Analyse von Aktien für die Einbeziehung in die von der Firma verwalteten Vermögen.

Im August 1976 trat Jim Clark bei Tweedy, Browne ein. Er war mit Abschlüssen von Princeton, Harvard und der Columbia University ungewöhnlich gut ausgebildet; zunächst hatte er in einer Initiative von Eisenhower, dem Critical Issues Council, und dann für den Bürgermeister von New York, John Lindsay, in der Politik gearbeitet; schliesslich hatte er sich dem Anlagegeschäft zugewandt und bei Whitcom Communications angefangen, einem Unternehmen der Familie Whitney. Whitcom war Eigentümer eines Medienportfolios, das aus den fünf Fernsehsendern von Corinthian Broadcasting, der Herald-Tribune, der International Herald-Tribune, dem Parade Magazine, dem Interior Design Magazine und einigen Radiosendern bestand.

Nach mehreren Jahren bei Whitcom entschied er sich für ein weiteres Studium an der Columbia University, wo er sich in Architektur einschrieb; nach dem Abschluss war er bei einem kleinen Architekturbüro tätig. Gleich zu Anfang wurde das Büro beauftragt, einige Gartenwohnungen für einen geschlossenen Offshore-Fonds zu entwerfen, und Clark erkannte, dass die Anteile am Fonds etwa bei 1 USD pro Anteil notierten, das von ihm gehaltene Vermögen aber eher bei 6 USD pro Anteil lag. Er kaufte einige Anteile für sich selbst und begann sich zu fragen, ob er eventuell die Kontrolle über den Fonds erlangen konnte. Aufgrund seines Kapitalbedarfs sprach er mit Wyndham Robertson, einer Freundin, die mit Carol Loomis zusammen beim Fortune Magazine tätig war. Sowohl Robertson als auch Loomis waren mit Warren Buffett befreundet und Teil eines Freundes- und Kollegenkreises, der auf Initiative von Buffett alle paar Jahre am Wochenende traf, um aktuelle Themen, ob anlagebezogen oder anderweitig, zu besprechen. Robertson schlug ihm vor, doch bei Tweedy, Browne vorzusprechen. Sie kannte Tom Knapp und Ed Anderson von den Wochenenden bei Buffett. Auf ihr Drängen hin wandte sich Clark an Tweedy, Browne, die interessiert waren und begannen, Anteile an dem Fonds zu kaufen. Clark und Tweedy, Browne blieben in Kontakt, und 1976 trat er in die Firma ein, wo er 1983 Partner wurde. Clark war nicht nur als Investmentanalyst einflussreich, sondern akquirierte auch neue Kunden für die Firma.

Anfang der achtziger Jahre begann Tweedy, Browne im Namen seiner Kunden in eine Reihe von Medienunternehmen zu investieren, und es war die Erfahrung von Clark bei Whitcom Communications, welche die Firma dazu brachte, Radio- und Fernsehsender sowie Zeitungen zu schätzen. Vor Clarks Eintritt in die Firma hatte Tweedy, Browne noch nie in Unternehmen investiert, in deren Besitz Fernsehsender waren, weil diese Unternehmen nur einen geringfügigen bis gar keinen Buchwert besassen. Clark lehrte Tweedy, Browne, dass diese dafür über Franchise-Wert verfügten,

und verschaffte der Firma einen Private-Equity-Rahmen für die Bewertung von Unternehmen, deren Vermögen aus immateriellen Vermögenswerten bestand. Fernsehsender wie die mit CBS verbundenen Sender in Miami oder Chicago waren häufig Quasi-Monopole. Darüber hinaus änderten sich die Eigentumsverhältnisse bei Fernsehsendern ziemlich oft, wobei die Cashflow-Kennzahlen ziemlich konstant blieben. Tweedy, Browne realisierte schnell, dass der Wert eines Fernsehsenders leichter zu ermitteln war als der Wert eines Fertigungsunternehmens, das zwar mit der Hälfte seines Buchwerts notierte, aber keine angemessene Kapitalrendite erzielte.

Clarks Wissen über die Bewertung von gewinnbasierten Unternehmen mit niedriger Kapitalintensität bedeutete einen kleinen, aber bedeutenden Wendepunkt im Anlageverfahren von Tweedy, Browne. Die Firma war nicht mehr ausschliesslich von einer auf Statistik beruhenden, nur den Zahlen vertrauenden Methode abhängig. Die Pfeile von Unternehmensbeurteilung und Übernahmevergleichen (bzw. «Comps» – abgeleitet vom englischen «comparisons») steckten jetzt auch in ihrem Köcher. Unter Verwendung dieses neuen gewinnbasierten Bewertungsrahmens tätigte die Firma weitere Anlagen in Nachrichten- und Fernsehunternehmen. Mitte der achtziger Jahre entdeckte Tweedy, Browne auch das Übernahmepreismodell für Lebensmittel- und andere markenorientierte Konsumgüterunternehmen. Durch die Einbeziehung der Fähigkeit zur Unternehmensbeurteilung unter Anwendung eines gewinnbasierten Bewertungsmodells hatte die Firma ihre potenziellen Gelegenheiten unter preisgünstigen Aktien eindeutig erweitert.

Will Browne, ein weiterer Sohn von Howard Browne, war der letzte dieser Generation von Partnern, der in die Firma eintrat. Nach seinem Studienabschluss an der Colgate University 1967 und zweieinhalb Jahren im Peace Corps in Ecuador studierte Will Browne am Trinity College in Dublin und schloss sein Studium mit einem Master in Wirtschaftswissenschaften ab. Danach trat er in die Abteilung Investment Research bei der Bank of New York ein, wo er Anlageanalysen erstellte. Er wechselte dann zu Gerald Tsai, der einen Go-go-Fonds, den Manhattan Fund, betrieb, der während der Hausse der späten sechziger Jahre stark profitiert hatte. Als für den Fonds harte Zeiten anbrachen, wechselte Will Browne zu Drexel, aber sein Chef war mehr interessiert daran, den Markt zu erspüren, als unternehmensbasierte Analysen durchzuführen. Daher hing er während des Mittagessens bei Tweedy, Browne herum und stellte fest, dass die Ideen der Firma zu Aktienanlagen ihm mehr zusagten. Er trat 1978 bei Tweedy, Browne ein, wo er zunächst den Handel und das Maklergeschäft der Firma beaufsichtigte, da sein Vater, Howard Browne, seine Absicht bekanntgegeben hatte, in den Ruhestand zu treten. Mit der Zeit widmete er sich immer weniger dem täglichen Handelsgeschäft und wurde mehr zum Wertpapieranalysten, wie es seine Erfahrung nahelegte; 1983 wurde er Partner.

1980 gründete Tweedy, Browne seinen ersten Offshore-Investmentfonds auf den niederländischen Antillen, so dass nicht aus den USA stammende Anleger Gelegenheit bekamen, in einem von Tweedy, Browne verwalteten Investmentfonds anzulegen. Schon bald wurde Will Browne von den ersten Anlegern und Anlageinteressenten wegen der Vorzüge der Anlagestrategie von Tweedy, Browne angegangen. Auf einer seiner Reisen ins Ausland kommentierte einer der Anleger in diesem Fonds, Tweedy, Browne solle sich, wenn der Firma das Unternehmen «XYZ» in den USA zusagte, doch einmal dessen europäisches Unternehmen ansehen, das wesentlich wertvoller war. Will Browne nahm sich diesen Rat zu Herzen. Da er als junger Mann viel gereist war und in Europa studiert hatte, war es für ihn «nicht als normal», die Anlagen der Firma im internationalen Bereich voranzutreiben, was sich für die Firma und ihre Kunden in den Jahrzehnten danach in erheblichem Umfang auszahlen sollte.

Mitte bis Ende der siebziger Jahre wurde Tweedy, Browne langsam, aber sicher als sachkundiges Anlageunternehmen angesehen, und die Zahl seiner Kunden nahm zu. 1976 wurde die Firma ohne grösseres Aufsehen im Fortune Magazine besprochen. Doch dann nahm John Train, der bekannte Vermögensverwalter und Autor, Tweedy, Browne in sein 1980 erschienenes Buch *The Money Masters* auf. Und man kann durchaus sagen, dass sich danach das Leben änderte, als das Telefon immer öfter klingelte.

1984 hielt Warren Buffett seinen inzwischen legendären Vortrag mit dem Titel *The Superinvestors of Graham & Doddsville* an der Columbia Business School, in dem er neun Investmentfirmen nannte, welche erfolgreich einen auf der Methode von Graham und Dodd basierenden, wertorientierten Anlageansatz einsetzten. Unter diesen Firmen war Tweedy, Browne.

Während die Firma ihre Anlagen in stark diskontierten Nettoumlaufvermögenswerten, unterbewerteten Aktien und aussergewöhnlichen Situationen fortsetzte, nahm sie gelegentlich auch eine beherrschende Stellung in Unternehmen ein und trug sogar zur Finanzierung eines der ersten Discount-Brokerage-Unternehmen bei.

1979 erhielt Tweedy, Browne sein erstes institutionelles Anlagemandat, als die Firma ein Pensionskassenkonto in Höhe von 10 Millionen USD von der FMC Corporation annahm, einem im Mittelwesten ansässigen Industrieunternehmen unter der Leitung eines gewissen Bob Malott, der in Bezug auf die Anlageverwaltung der Pensionskasse seines Unternehmens von Warren Buffett beraten worden war. Die Grösse dieses ersten Pensionskassenkontos von Tweedy, Browne verursachte einige Bedenken, da es zu dem Zeitpunkt einen erheblichen Teil des von der Firma verwalteten Vermögens darstellte. FMC war im Kreis der institutionellen Anleger etwas Besonderes, weil das Unternehmen ungewöhnlicherweise die Anlagewerte seiner Pensionskasse nur bei wertorientierten Anlageverwaltern anlegte und es nicht durch die Anlage bei Verwaltern verschiedener Anlagestile diversifizierte. Sie begannen mit einigen Firmen, darunter Tweedy, und nahmen im Laufe der Jahre mit dem Wachstum ihres Planvermögens viele weitere wertorientierte Verwalter hinzu. Viele der wertorientierten Verwalter der Kasse, von denen einige wie wir selbst Vertreter der Anlagetheorie von Benjamin Graham waren, verfolgten in erster Linie Long-Only-Strategien und setzten keine Hebel ein. Das Personal von FMC setzte sich grösstenteils aus einem einzigen Organmitglied für Pensionskassen und dessen Assistenten zusammen, weswegen seine Kosten gering waren. FMC pflegte auch einen einfachen Asset-Allokationsrahmen von etwa 80 % Aktien und 20 % festverzinslichen Wertpapieren. Die Beziehung von Tweedy, Browne und FMC dauerte etwa vierzig Jahre bis 2018 an, als das Unternehmen sich für eine Umstrukturierung seiner überfinanzierten Pensionskasse sowie für die Anlage ausschliesslich in festverzinslichen Wertpapieren, d. h. eine verbindlichkeitsorientierte Strategie, entschied.

Nicht lange nach der Annahme des FMC-Kontos erhielt Will Browne einen Anruf von einem Pensionskassenberater an der Westküste, der mehr über die Firma wissen wollte. Nach zahlreichen Konferenzen und umfangreicher Sorgfaltsprüfung begann der Berater der Firma Neugeschäft zuzuweisen, und Ende der achtziger Jahre umfasste das verwaltete institutionelle Vermögen von Tweedy, Browne Hunderte von Millionen USD.

Howard Browne trat 1978 in den Ruhestand, dies nach einer 58-jährigen Laufbahn an der Wall Street, die er im Alter von 16 begonnen hatte. Ed Anderson trat 1982 in den Ruhestand, um sich seinen Interessen an Wohlfahrt und Bildung zu widmen, und Tom Knapp trat Mitte der achtziger Jahre in den Ruhestand. Die Firma wurde von Chris Browne, John Spears, Jim Clark und Will Browne geleitet, die das Firmenschiff durch die achtziger und neunziger Jahre und darüber hinaus steuern würden.

In dieser nächsten Generation von Partnern verfolgten Chris Browne, John Spears, Jim Clark und Will Browne alle verschiedene berufliche Wege, die alle Ende der sechziger Jahre und in den siebziger Jahren zu Tweedy, Browne führten, prägten die Firma nachhaltig, die vorher eine ziemlich bescheidene und eigenwillige in der Anlagetheorie von Benjamin Graham verankerte Handels- und Anlagefirma gewesen war. Jeder von ihnen trug auf seine Weise zur Entwicklung des Anlageverfahrens sowie zum Wachstum des Kundenstamms und des Vermögens der Firma bei. Jim Clark ging 1995 nach zwanzig Jahren bei Tweedy, Browne in den Ruhestand, und Chris Browne starb 2009 unerwartet nach vierzig Jahren in der Firma. John Spears und Will Browne leiten die Firma nach 45 bzw. 41 Jahren Firmenzugehörigkeit bis heute und sind weiterhin aktiv geschäftlich tätig.

Ihre Arbeit trug dazu bei, den Weg für die nächste Generation von Partnern bei Tweedy, Browne zu bereiten, die in den späten achtziger und neunziger Jahren die Bühne betraten. Aber das wird Gegenstand des dritten und letzten Teils der Geschichte von Tweedy, Browne sein.

* * * * *

Nachwort

Die Achterbahnfahrt in den heutigen Investmentmärkten sorgt für Verwirrung, manchmal sogar für Fassungslosigkeit unter den vielen Anlegern. Aber die Märkte haben es auch verstanden, die Besorgnisse der Anleger durch stetig ansteigende Bewertungen von Risikoanlagen, Anleihen und Aktien zu zerstreuen. Zehn Jahre nach Beginn des Marktanstiegs sind die Bewertungen von qualitativ hochwertigen Risikoanlagen überdurchschnittlich und eine ganze Reihe makroökonomischer Probleme am unmittelbaren Horizont, und so macht sich an den Märkten eine Nervosität breit, die eine periodische und manchmal verunsichernde Kursvolatilität bewirkt.

Bei einem im September 1974 in New York veranstalteten Anlageseminar (auf das sich das Zitat am Anfang dieses Berichts bezieht) wies Benjamin Graham auf einen ähnlichen Zeitraum an den Märkten von 1965 bis 1973 hin, als laut Graham «die Wertorientiertheit an der Wall Street verschwunden war». Einige Leser erinnern sich vielleicht an die überschwängliche «Nifty Fifty»-Ära, als Anleger die Preisdisziplin zugunsten der Steigerung der Kurse von sogenannten «One Decision»-Aktien aufgaben. Dazu gehörten die Technologieaktien der damaligen Zeit – Börsenlieblinge wie IBM, Xerox, Digital Equipment, Polaroid, Texas Instruments und eine Vielzahl anderer populärer Unternehmen. Angesichts von deren scheinbar niemals endender Wachstumskurve war der Glaubenssatz dieser Zeit, dass man einfach nur diese Aktien kaufen musste.

Die Anleger verfolgten diese Strategie und zahlten einen KGV von 15 bis 90 für dieses Privileg. Viele von uns erinnern sich, wie die Ära 1974 zu Ende ging. Nach vielen Jahren der Überschussrendite kollabierten die «Nifty Fifty»-Aktien. Laut Boris Schlossberg bei Bloomberg erlebten «Anleger, welche die Nifty-Fifty-Werte auf ihrem Höhepunkt, 1972, kauften, bis 1975, wie mehr als zwei Drittel ihres Vermögens dahinschmolzen».

Heute wird das wertorientierte Anlegen dank des scheinbar unendlichen Aufstiegs der Technologie-Aktien einmal mehr totgesagt oder als sterbenskrank bezeichnet. Als wertorientierte Anleger finden wir im Titel von Grahams Seminar von 1974 Trost: «Die Renaissance der Wertorientiertheit». Wie wir heute glaubte Graham damals fest daran, dass das Konzept des Werts und der Sicherheitsspanne immer im Zentrum wirklichen Anlegens gestanden haben, während Kurserwartungen immer im Zentrum der Spekulation angesiedelt waren. Der Zusammenbruch der Nifty-Fifty-Welle Ende 1973 und 1974 führte in der Tat bei den Aktienkursen zu einer Rückkehr zum Mittelwert («Mean Reversion»), die dem Titel von Grahams Seminar zugrunde lag.

Werden wir dereinst auf diesen jüngsten Zeitraum als Voraussetzung für die nächste «Renaissance» der Wertorientiertheit zurückschauen, oder wird er sich als Vorbote einer neuen Zeit herausstellen? Wir raten aber ab davon zu glauben, dass es sich um eine neue Zeit handelt. In der Vergangenheit haben sich Überzeugungen dieser Art nämlich als kostspielig erwiesen.

Wie George Bernard Shaw es formuliert hat, «passt sich der vernünftige Mensch an die Welt an; der unvernünftige hingegen besteht auf dem Versuch, die Welt an sich anzupassen. Deshalb hängt aller Fortschritt vom unvernünftigen Menschen ab». Wertanleger wie Benjamin Graham sind und waren stets unvernünftige Menschen, und kurz vor dem hundertsten Geburtstag unserer Anlageleistungen zählen wir uns bescheiden auch dazu.

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

Mit freundlichen Grüssen

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

Investment Committee
Tweedy, Browne Company LLC

Oktober 2019

Literatur

Biggs, Barton M: „Even Monkeys Fall from Trees." *Morgan Stanley Global Investment Research.* 6. März 2000

Schlossberg, Boris: «Are 'FAANG' stocks the new Nifty Fifty?» *CNBC.com.* 7. August 2017

«Price To Book: The King Is Dead.» *The Leuthold Group Research.* 7. März 2019

Stubbington, Tommy: «Negative rates: investors go through looking glass to sub-zero yields.» *Financial Times.* 8. November 2019

Endnoten:

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

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

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

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

Vertrauens- und Kreditwürdigkeit der US-Bundesregierung gesichert sind. Anlagen in ausländischen Wertpapieren beinhalten zusätzliche Risiken wie etwa Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Standards der Rechnungslegung und Finanzberichterstattung, unterschiedliche Aufsichtsrechte sowie unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in diversen Ländern. Zudem sind die Wertpapiere kleinerer Unternehmen tendenziell volatiler als die Wertpapiere grösserer Unternehmen. Das Wertanlegen beinhaltet das Risiko, dass der Markt den inneren Wert eines Wertpapiers lange Zeit nicht erkennt oder dass ein Wertpapier, welches als unterbewertet betrachtet wird, tatsächlich beim Kauf richtig gepreist ist. Dividenden werden nicht garantiert, und ein Unternehmen, das zurzeit Dividenden zahlt, kann diese Zahlungen jederzeit einstellen. Risikostreuung garantiert keinen Gewinn und schützt in einem allgemein einbrechenden Markt nicht vor Verlusten. Bitte lesen Sie im Verkaufsprospekt des Fonds die Beschreibung der Risikofaktoren, die mit Anlagen in Wertpapieren verbunden sind, wie sie von den Teilfonds eventuell gehalten werden.

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

Das ***Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)*** ist das Verhältnis des Börsenwerts der Aktien eines Unternehmens zum Wert des Vermögens des Unternehmens in dessen Bilanz. Das ***Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)*** ist ein Vergleich des Schlusskurses der Aktien eines Unternehmens und seines Gewinns pro Aktie in den letzten 12 Monaten davor. Der ***Unternehmenswert*** ist eine Kennzahl, die den Gesamtwert eines Unternehmens anzeigt (Börsenwert der Stammaktien + beizulegender Zeitwert der Vorzugsaktien + beizulegender Zeitwert der Schulden + Minderheitsbeteiligung - Zahlungsmittel und Anlagen). ***Erträge vor Zinsen und Steuern (EBIT)*** ist eine Kennzahl zur Ertragsfähigkeit eines Unternehmens, die aus dem Umsatzerlös abzüglich Aufwendungen ohne Steuern und Zinsen berechnet wird. ***Erträge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert (EBITA)*** dient als Kennzahl für die betriebliche Ertragsfähigkeit eines Unternehmens (EBIT + Zinsaufwand + Abschreibungsaufwand). ***Erträge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf das Anlagevermögen und den Geschäfts- oder Firmenwert (EBITDA)*** dient als Kennzahl für die betriebliche Ertragsfähigkeit eines Unternehmens, wobei sie die zahlungsunwirksamen Aufwendungen zum Betriebsergebnis eines Unternehmens hinzuaddiert (EBIT + Abschreibungsaufwand Anlagevermögen + Abschreibungsaufwand Geschäfts- oder Firmenwert). Die Kennzahl ***Nettobetriebsergebnis nach Steuern (NOPAT)*** entspricht der Kennzahl «Erträge vor Zinsen und Steuern» (EBIT) zuzüglich Steuern. Das **Nettoumlaufvermögen** ist der Gesamtwert der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente, Forderungen und Vorräte nach Abzug aller gegenüber den Stammaktien vorrangigen Schulden, darunter kurzfristige Schulden, langfristige Schulden, Schulden aus Leasingverhältnissen, Vorsorgeverpflichtungen und Vorzugsaktien (auch «Net-nets» genannt). Die ***Kapitalrendite (ROE)*** ist eine Kennzahl der finanziellen Wertentwicklung, die errechnet wird, indem man die Nettoerträge durch das Eigenkapital teilt. Die ***Eigentümer-Gewinnrendite*** ist der Nettobetriebsgewinn nach Steuern geteilt durch den Unternehmenswert.

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

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