

# Tweedy, Browne Value Funds

Bericht des Anlageverwalters an die Anteilinhaber

31. März 2020

*„Es ist, als ob die Mission der Moderne darin bestünde, jeden Tropfen Variabilität und Zufälligkeit aus dem Leben herauszupressen – mit dem ironischen Ergebnis, dass die Welt dadurch viel unberechenbarer wird, als ob die Göttinnen des Zufalls das letzte Wort haben wollten.“*

*-Nassim Nicholas Taleb, **Antifragil: Dinge, die von Unordnung profitieren***

An unsere Anleger:

Wir hoffen, dass Sie und Ihre Lieben dieser Brief in Sicherheit erreicht, dass es Ihnen und Ihren Lieben gut geht und dass Sie das Beste daraus machen, was in dieser verrückten und schwierigen Zeit erwartet werden kann. Wenn man seit über 100 Jahren im Anlagegeschäft tätig ist, kann dies in Zeiten, in denen die Märkte Amok laufen, eine hilfreiche Perspektive ermöglichen. Das ist ein bedeutender Vorteil. Zum Redaktionszeitpunkt ist zwar etwas Licht am Ende des Tunnels erkennbar, aber COVID-19 richtet weiterhin verheerenden Schaden für die Weltgesundheit, unsere Weltwirtschaft und unsere Kapitalmärkte an. Die Hausse, die wir in den vergangenen mehr als zehn Jahren erlebt haben und die zum Teil durch eine eher beruhigende niedrige Marktvolatilität gekennzeichnet war, endete Mitte März, als große Teile der Weltwirtschaft schlossen, die Unternehmensgewinne rasch absackten, die Arbeitslosigkeit sprunghaft anstieg und praktisch alle wichtigen Marktindizes in eine Baisse stürzten und um mehr als 20 % sanken. Nach der außergewöhnlichen Performance des Aktienmarktes des letzten Jahres war und ist dieser abrupte und scharfe Abschwung für die Anleger verständlicherweise sehr beunruhigend. Wir haben in unseren letzten Briefen bereits darauf hingewiesen, dass hoch bewertete Märkte völlig unvorhersehbaren Ereignissen zum Opfer fallen können. Man bezeichnet diese als „Black Swan“-Ereignisse. Diesmal hat uns der „schwarze Schwan“ in Form eines Virus heimgesucht, der sich rasch zu einer Pandemie entwickelt hat.

Obwohl es unmöglich ist, den finanziellen und psychologischen Stress zu lindern, dem wir alle aufgrund des Ausbruchs von COVID-19 und der anhaltenden Ungewissheit über die Dauer der damit verbundenen wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen ausgesetzt sind, möchten wir Ihnen versichern, dass wir unserer Meinung nach vernünftige Schritte unternommen haben, um unser Unternehmen, unsere Mitarbeiter und das Vermögen unserer Kunden zu schützen. In vielerlei Hinsicht haben wir uns seit dem Anschlag auf das World Trade Center im Jahr 2001 auf so etwas vorbereitet. Seitdem betreiben wir ein Disaster-Recovery-Zentrum, konzentrieren uns zunehmend auf die physische und Cyber-Sicherheit und sorgen dafür, dass unsere Mitarbeiter gut ausgestattet sind, um bei Bedarf auch aus der Ferne arbeiten zu können. Diese Bereitschaft wird heute belohnt, da die meisten unserer Mitarbeiter seit einigen Monaten erfolgreich aus der Ferne arbeiten, ohne dass es zu nennenswerten Störungen in unseren Arbeitsabläufen gekommen ist. Wir haben das unglaubliche Glück, in einem Unternehmen zu arbeiten, in dem so vieles von dem, was wir tun, durch Telefon und Computer erleichtert werden kann. So halten wir weiterhin unsere regelmäßigen Forschungstreffen ab und treffen uns mit Kunden und Unternehmen via Telefon- und Videokonferenzen. Unsere Händler kaufen und verkaufen weiterhin effizient Wertpapiere; unsere Kontoverwalter stimmen ihre Konten weiterhin täglich ab; und unsere IT-Fachleute sind weiterhin wachsam, um die Sicherheit unserer Online-Kommunikation aufrechtzuerhalten und sicherzustellen, dass wir über die Bandbreite verfügen, die wir benötigen, um Wertpapiere zu recherchieren, miteinander zu kommunizieren und zu interagieren und Transaktionen durchzuführen. Unsere Rechts- und Compliance-Fachleute sind

unentwegt damit befasst, sicherzustellen, dass wir all dies unter Einhaltung der einschlägigen Branchenregeln und -vorschriften tun. Natürlich vermissen wir den persönlichen Kontakt mit unseren Kollegen, Branchenkollegen und aktuellen und potenziellen Kunden. Ansonsten hat sich jedoch kaum etwas daran geändert, wie wir unser Geschäft und Ihr Geld verwalten.

Mitte März begannen wir damit, Maßnahmen zu ergreifen, um die Sicherheit und das Wohlbefinden unserer Mitarbeiter zu gewährleisten, indem wir diejenigen, die Anzeichen von Atemnot zeigten oder die immungeschwächt oder deren Familienmitglieder immungeschwächt waren oder Anzeichen von Atemnot zeigten, anwiesen, zu Hause zu bleiben. Wir baten pendelnde Mitarbeitende, öffentliche Verkehrsmittel zu meiden und alle nicht absolut notwendigen Geschäftsreisen einzuschränken. Darüber hinaus baten wir Mitarbeitende in Schlüsselpositionen mit ähnlichen Funktionen im Unternehmen, an unterschiedlichen Standorten zu arbeiten, entweder in unseren Räumlichkeiten in Stamford, unseren Ausweichräumen in Wilton, CT, oder zu Hause. Gegenwärtig arbeitet die überwiegende Mehrheit unserer Mitarbeitenden von zu Hause aus.

Wo stehen wir also nun mit all der Angst und Verunsicherung, die das Coronavirus verursacht? Wir wollen ganz sicher nicht den Eindruck der Selbstzufriedenheit erwecken oder uns naiv optimistisch im Hinblick auf die Entwicklungen geben. Wir sind nach wie vor zutiefst besorgt über diese beunruhigende Wendung der Ereignisse. Jedoch glauben wir nicht, dass diese Bedrohung unseren längerfristigen Ansatz für die Märkte wesentlich beeinflussen wird. Dank Benjamin Graham verlieren wir als Anleger nie die Tatsache aus den Augen, dass wir beim Kauf einer Aktie tatsächlich eine Beteiligung an einem realen Unternehmen kaufen, dessen Wert in den meisten Fällen unabhängig von dem Preis ist, zu dem die Aktie am Markt gehandelt wird. Für Graham und uns liegt das Wesen der Geldanlage schon immer darin, Diskrepanzen zwischen diesen beiden Preisen zu nutzen... um bei günstigen Gelegenheiten zu kaufen. Langfristig kann der Aktienkurs durchaus volatil sein und durch eine beliebige Anzahl exogener Faktoren nach oben oder unten ausschlagen – Faktoren, die häufig eine Überreaktion der Anleger auslösen. Der zugrunde liegende geschätzte intrinsische Wert des Unternehmens ist (aus unserer Sicht) meist viel stabiler. Wir richten unsere Aufmerksamkeit auf unsere Einschätzung des intrinsischen Werts eines Unternehmens, und wenn wir der Meinung sind, dass der Markt diesen Wert unterschätzt, schlagen wir zu. Wenn die Bewertung des Unternehmens durch den Aktienmarkt unserer Schätzung des zugrunde liegenden Wertes entspricht oder diese übertrifft, stoßen wir unsere Aktien oft wieder ab. In der Zwischenzeit versuchen wir, die Spanne zwischen Preis und Wert auszunutzen und am Wachstum des intrinsischen Wertes der Unternehmen zu partizipieren.

In Krisenzeiten wie diesen bieten sich in schwierigen Märkten Chancen, und das Wesen der langfristigen Geldanlage liegt aus unserer Sicht darin, diese Chancen zu nutzen, wenn sie sich bieten. In den vergangenen Wochen waren wir sehr beschäftigt, und wir haben unser Bestes getan, um mit Bedacht und in angemessenem Tempo vorzugehen, um das, was wir bei einer wachsenden Zahl sich uns bietender potenzieller Einstiegsmöglichkeiten auf niedrigem Kursniveau für das Beste halten, zu bewerten und auszunutzen. Und obwohl es vielleicht nicht eingängig erscheinen mag, fühlen wir uns in Zeiten wie diesen hinsichtlich unserer Aussichten auf künftige Erträge tatsächlich allmählich besser. Dies vorausgeschickt, hängt unsere und Ihre Fähigkeit zu einer erfolgreichen Geldanlage in hohem Masse von der Bereitschaft ab, „an Bord zu bleiben“. Die Fahrt kann holprig werden, aber letztlich muss man nach unserem Dafürhalten an Bord bleiben, wenn man eine Chance haben will, ans Ziel zu gelangen. Wir erinnern an den berühmten Ausspruch von Margaret Thatcher, die kurz vor Beginn des Kuwait-Krieges 1990 zu George Bush Sr. sagte: „Remember, George, this is no time to go wobbly.“ – „Denk dran, George, jetzt ist keine Zeit, um herumzueiern.“

### ***Wertentwicklung der Anlagen***

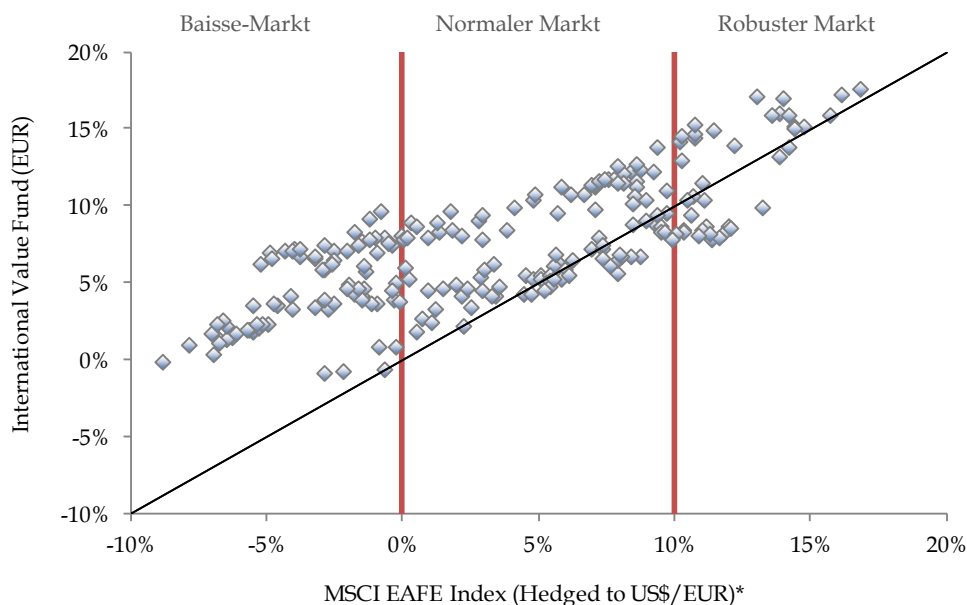
Da ein großer Teil der Weltwirtschaft Mitte bis Ende März aufgrund der Coronavirus-Pandemie vollständig zum Erliegen kam, konnten sich nur sehr wenige Unternehmen in den USA oder im Ausland den darauffolgenden drastischen finanziellen Auswirkungen entziehen. Die Aktienmärkte gerieten Ende März in ein wildes Chaos und gaben bis zu 30 % bis 35 % ihrer Höchststände ab, bevor sie einen bedeutenden Teil der Verluste wiedergewannen, da die Anleger, ob unklug oder nicht, sich auf ein finanzielles Leben nach dem Virus freuten. Zum Zeitpunkt der Redaktion des vorliegenden Berichts bleiben die globalen Aktienmärkte zum größten Teil zwischen 10 % und 20 % unter ihren Höchstständen vor der Pandemie. Die Tweedy, Browne Value Funds waren nicht immun gegen die Kollateralschäden, die dieser Virus unseren Kapitalmärkten auferlegt hat. Vom Jahresanfang bis zum 30. April 2020 lagen alle vier Teilfonds zwischen etwa 15 % und 18 % unter ihrem Höchststand vor der Pandemie.

Zwar sinken die meisten Aktienkurse seit Jahresanfang, doch ist es interessant festzustellen, dass die Wachstumsindizes während dieses Abschwungs um etwa tausend Basispunkte (10 %) weniger gesunken sind als ihre Substanzwiderparts. Das war im Allgemeinen bei früheren Baisse-Abverkäufen nicht der Fall, also in Zeiten, in denen sich Substanzwerte traditionell besser hielten. Die FAANGs (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) und Microsoft haben sich weiterhin besser entwickelt und den nach Marktkapitalisierung gewichteten Indizes den dringend benötigten Ballast geliefert. Gleichgewichtete Indizes und Substanzindizes haben die nach Kapitalisierung gewichteten Indizes und Wachstumsindizes um beachtliche Margen unterschritten. So befinden sich die beiden in den Augen der meisten wertorientierten Anleger am teuersten bewerteten FAANGs, Amazon und Netflix, seit Jahresbeginn bis zum 30. April erheblich in den schwarzen Zahlen. Der defensive Charakter des wertorientierten Anlegens hat sich also diesmal, zumindest vorläufig, nicht gezeigt. Es kann jedoch sein, dass wir uns in diesem volatilen Marktumfeld noch im Anfangsstadium befinden. Der Rückgang der Dotcom-Blase, der im März 2000 einsetzte, erreichte erst Ende 2002 seinen Tiefpunkt. Der Marktrückgang während der Finanzkrise begann Ende 2007 und erreichte seinen Tiefpunkt erst im März 2009. Es könnte etwas zu früh sein, den defensiven Charakter des wertorientierten Anlegens oder der Tweedy, Browne Value Fonds auf der Grundlage von ein oder zwei Monaten Marktturbulenzen zu bewerten. Wir ermutigen unsere Anleger, dranzubleiben.

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

31. Oktober 1996 bis 31. März 2020

**Von 222 Fünfjahresmessperioden schlug der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) den MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR) 171-mal bzw. 77% der Messperioden.**



**Durchschnitt der oben angegebenen Renditen**

	Teilfonds	Referenzindex
<u>Baisse</u> (unter 0 %) – 77 Perioden Teilfonds schlug Index in 99% der Perioden	4,34%	-3,23%
<u>Normaler Markt</u> (0%-10%) – 106 Perioden Teilfonds schlug Index in 71% der Perioden	7,62%	5,48%
<u>Hausse</u> (über 10%) – 39 Perioden Teilfonds 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 31. März 2020 lagen 222 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. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds in EUR geändert, und seine Anlagen wurden gegen EUR gesichert.

Im Folgenden werden die Ergebnisse der Teilfonds für verschiedene Zeiträume bis zum 31. März 2020 mit Vergleichen zu ihren jeweiligen Referenzindizes dargestellt. In diesem Bericht haben wir den Bericht des Anlageverwalters für die vier Teilfonds, einschließlich Einzelheiten zur Wertentwicklung und unsere Ansichten zur Wertentwicklung sowie die Jahresabschlüsse für jeden Teilfonds vorgelegt.\*

	Performance bis 31. März 2020 Annualisiert bei Zeiträumen von über 1 Jahr					
	6 Monate bis 31.03.20	2019	1 Jahr	5 Jahre	10 Jahre	Seit Auflegung
<b>Tweedy, Browne Value Fund (USD)*</b> (Auflegung 31.10.96)	-17,88%	15,68%	-17,17%	-0,29%	3,28%	4,63%
MSCI World Index (in USD)	-14,30	27,67	-10,39	3,25	6,57	5,57
S&P 500 Index	-12,31	31,49	-6,92	6,72	10,52	7,72
<b>Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)*†</b> (Auflegung 31.10.96)	-18,28%	13,08%	-15,63%	-0,73%	4,49%	7,09%
MSCI EAFE Index (abgesichert gegen USD/EUR)	-16,51	20,95	-12,97	-0,66	3,81	4,05
MSCI EAFE Index (in USD/EUR)	-17,06	24,26	-12,38	-1,04	4,89	4,13
<b>Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)*</b> (Auflegung 31.10.96)	-19,34%	11,12%	-17,89%	-1,48%	2,97%	5,46%
MSCI EAFE Index (Hedged to CHF)	-16,57	20,70	-13,07	-1,17	3,35	2,93
MSCI EAFE Index (in CHF)	-19,00	19,85	-16,82	-0,69	1,85	2,51
<b>Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund*</b> (Auflegung 01.06.07)	-19,94%	17,34%	-15,27%	-0,43%	4,37%	2,29%
MSCI World Index (abgesichert gegen Euro)	-14,88	24,58	-11,49	1,94	6,11	2,49
MSCI World Index (in Euro)	-14,85	30,02	-8,30	2,80	8,83	4,81

\* 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 Darstellung der Performance dient nur der Veranschaulichung. Sie können nicht direkt in einen Index investieren. **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 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.

## ***Unsere Teilfonds portfolios***

*Bitte beachten, dass die einzelnen nachstehend besprochenen Unternehmen im Geschäftsjahr zum 31. März 2020 von mindestens einem der Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen vier Teilfonds gehalten wurden.*

Zwar entging praktisch keine Aktie, Branchengruppe oder Land in der Weltwirtschaft vollständig den Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie, doch war es weitgehend die wirtschaftlich sensible Komponente des globalen Aktienmarktes, die die Hauptlast des Zusammenbruchs der Aktienmärkte trug. Dies galt auch für unsere Teilfonds, da die zyklischen Finanz-, Energie- und Industrietitel die stärksten Rückgänge zu verzeichnen hatten. Dazu gehörten Unternehmen wie die Bangkok Bank, Wells Fargo, SCOR, Total, Royal Dutch, Safran und CNH Industrial, um nur einige zu nennen. Im Energiesektor wurde der Schaden durch einen zwischen Saudi-Arabien und Russland ausgebrochenen Ölpreiskrieg verschärft, der den Markt mit billigem Öl überschwemmte, als die kurzfristige Nachfrage dahinschmolz. Während die Saudis und Russen vor kurzem eine Vereinbarung über die Begrenzung der Förderung trafen, um den Ölmärkten und ihren angeschlagenen Volkswirtschaften eine gewisse Erleichterung zu verschaffen, trafen ihre Bemühungen weitgehend auf taube Ohren, da die Nachfrage nach Öl angesichts des weltweiten Wirtschaftsabschwungs weiter abnahm. Irgendwann in den letzten Wochen rutschten die Ölpreise vorübergehend in den negativen Bereich, da die Produzenten keinen Platz hatten, um das überschüssige Öl zu lagern, und die Kosten für die Lagerung in die Höhe schnellten. Sollte die Pandemie länger als erwartet andauern und sich die Rezession vertiefen, könnten die außerordentlich niedrigen Ölpreise für die amerikanische Schieferölindustrie katastrophale Folgen haben. Zwar sind die meisten dieser wirtschaftlich sensiblen Unternehmen kurzfristig mit großen Schwierigkeiten konfrontiert, doch würden wir erwarten, dass sich der Großteil dieser Unternehmen und ihre jeweiligen Aktienkurse erholen werden, wenn das Virus nachlässt und die Nachfrage wieder steigt. Wann und in welchem Umfang dies geschieht, können wir nicht wissen. Wir vertrauen jedoch voll darauf, dass sich unsere Geduld sehr wahrscheinlich auszahlen wird.

Was gute Nachrichten betrifft, so gab es, zumindest kurzfristig, nur sehr wenige. Einige unserer Portfoliositionen gaben jedoch weniger stark nach als andere. Dazu gehörten eine Reihe von Nahrungsmittel- und Getränkepositionen der Fonds wie Nestlé, Unilever und Diageo, pharmazeutische Beteiligungen wie Johnson & Johnson, Novartis und Roche sowie die Technologiebeteiligung Alphabet (Google).

Da weite Teile der Weltwirtschaft stillgelegt wurden, sind einige unserer dividendenausschüttenden Unternehmen unter Druck geraten und sollen ihre Dividenden zu kürzen oder auszusetzen. Unser Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund kauft Bruchteile von Beteiligungen an dauerhaften Unternehmen, die nachhaltige freie Cashflows generieren, aus denen in der Vergangenheit stabile und wachsende Dividenden ausgeschüttet wurden. Ein Grundpfeiler unseres Anlageprozesses besteht darin, Unternehmen mit übermäßiger Fremdfinanzierung auszuschließen. So besitzt Fremdfinanzierung zwar die Fähigkeit, in Haussephasen die Erträge zu steigern, doch bietet ein niedriger Fremdkapitaleinsatz in einer Krise wie der, die sich derzeit im Hinblick auf COVID-19 und die wirtschaftlichen Folgen aus den Bemühungen zur Eindämmung der Ausbreitung der Pandemie entfaltet, eine erhebliche finanzielle Sicherheit.

Per 31. März 2020 zahlen über 70 % der Positionen des Teilfonds ihre regelmäßig vorgesehenen Dividenden pünktlich aus. Weitere 8 % haben sich zur Zahlung ihrer Dividenden verpflichtet, wobei eine einmalige Dividendenzahlung vorübergehend aufgeschoben wurde. Andere Fälle lassen sich in drei verschiedene Bereiche unterteilen. Der erste betrifft Unternehmen, die ihre Dividenden gekürzt haben, wie Michelin und Royal Dutch Shell. Der zweite Bereich umfasst Unternehmen, die stärker konjunkturabhängig sind, wie Safran oder Autoliv, die ihre Dividenden



vorübergehend ausgesetzt haben, um ihre Liquidität zu erhalten. Zum dritten gehören Unternehmen, die zwar gut kapitalisiert sind, aber von den Regulierungsbehörden aufgefordert werden, ihre Dividendenzahlungen vorübergehend auszusetzen, wie SCOR, HSBC und möglicherweise CNP. Diese Unternehmen sind von entscheidender Bedeutung, und wir gehen davon aus, dass sie auch nach Abklingen der Krise weiterhin zeitnah Dividenden zahlen werden. Die Autohersteller werden weiterhin Airbags benötigen, und Flugzeugmotoren werden weiterhin Wartungsbesuche in den Werkstätten benötigen.

Unsere anfängliche Analyse jedes Unternehmens berücksichtigt immer das letztendliche Risiko einer Investition, das Risiko eines dauerhaften Kapitalverlusts. Wir schauen uns die Bilanzen genau an und halten uns von stark fremdfinanzierten Unternehmen fern. Dies gilt insbesondere in Zeiten tiefer wirtschaftlicher Unsicherheit, wie wir sie derzeit erleben. Viele unserer Portfoliounternehmen befinden sich in einer Netto-Cash-Position, was bedeutet, dass sie über genügend liquide Mittel verfügen, um ihre gesamte Verschuldung zu tilgen. Bei der Analyse potenzieller Investitionen grenzen wir unseren Fokus oft auf Unternehmen ein, die eine Nettoverschuldung in Höhe des 2,5-fachen oder weniger des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen aufweisen, was bedeutet, dass das Unternehmen theoretisch in der Lage ist, seine gesamte Verschuldung mit nur 2,5 Jahren Cashflow vor Steuern zurückzuzahlen. In Zeiten wie diesen verbringen wir sehr viel Zeit damit, die Bilanzen aktueller und künftiger Positionen zu überprüfen, um uns so gut wie möglich zu vergewissern, dass unsere Portfoliounternehmen in der Lage sind, die Krise zu überstehen. Dazu gehört eine Prüfung der mit Banken vereinbarten Covenants, der Schuldentilgungspläne, des Zugangs zum Kreditmarkt und der Cashflows. Wir glauben, dass unsere Fokussierung auf die Verringerung des Risikos eines dauerhaften Kapitalverlusts sich in einem Risikoprofil für unsere Fonds niederschlägt, das für Robustheit und Nachhaltigkeit steht.

Wie Warren Buffett schon oft gesagt hat: „Um als Erster durchs Ziel zu kommen, muss man zunächst ans Ziel gelangen“. Auch wenn wir nicht sicher sein können, insbesondere angesichts eines wirtschaftlichen Stillstands, sind wir der Meinung, dass unsere Portfoliounternehmen als Gruppe in der Lage sein sollten, die andere Seite dieser Krise in zufriedenstellender, wenn nicht gar starker finanzieller Verfassung zu überwinden.

Wie Sie sich vielleicht vorstellen können, waren wir in letzter Zeit sehr damit beschäftigt, insbesondere als sich das Ende des Geschäftsjahres näherte, die Bilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen nach zahlreichen Ideen durchzuforschen. Wir haben unser Bestes gegeben, um während des Marktchaos, das in den vergangenen Wochen vorherrschte, umsichtig und überlegt zu bleiben und unsere Anstrengungen zu erhöhen. Dennoch haben wir beträchtliche Fortschritte erzielt, indem wir einen Teil unserer Barreserven für neue und überzeugende Anlagechancen eingesetzt haben. In den letzten Wochen sind wir neue Positionen in Unternehmen wie Autoliv, einem schwedischen Unternehmen, das führend in der Branche für passive Sicherheitsprodukte (Airbags und Sicherheitsgurte) für die Automobilindustrie ist, eingegangen. Autoliv hat derzeit einen Anteil von 50 % an den weltweiten Aufträgen für passive Sicherheit und hat seinen Marktanteil zum Teil aufgrund der Insolvenz seines japanischen Konkurrenten Takata erhöht. Diese Sicherheitsprodukte werden in zunehmendem Maße von den Regulierungsbehörden vorgeschrieben und machen im weltweiten Durchschnitt einen Wert von 235 US-Dollar pro Fahrzeug aus, was einem Anstieg von 50 % seit 2001 entspricht. Im Gegensatz zu den meisten Autozulieferern ist Autoliv nicht mit den anspruchsvollen globalen Herausforderungen der Automobilindustrie, wie Elektrifizierung und autonomes Fahren, direkt konfrontiert. Das Unternehmen hat überwiegend solide Betriebsmargen von 9 % bis 10 % und eine Eigenkapitalrendite von über 20% erwirtschaftet. Es verfügt über eine solide Bilanz, weist ein Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA von 1,7x ohne Finanzverbindlichkeiten auf und hat in der Vergangenheit über 80 % seines freien Cashflows in einen Nettogewinn umgewandelt. Beim Kauf zahlten wir etwas mehr als 41 US-Dollar je Aktie bzw.

das 7-fache des EBITA (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibung) des 2019 schwachen Gewinns und etwa 55 % unseres geschätzten intrinsischen Wertes (75 US-Dollar je Aktie).

Erstmals seit langer Zeit konnten wir in Japan eine Reihe neuer günstiger Gelegenheiten ausnutzen, darunter Astellas Pharma und Yamaha Motor Company, und, Anfang Mai Kurray. Darüber hinaus haben wir eine Reihe von neuen Positionen ins Portfolio aufgenommen bzw. erweitert, darunter BASF, Coca-Cola FEMSA und CK Hutchison. All diese neuen Positionen und Bestandserweiterungen erfolgten zu Preisen, die erhebliche Abschläge gegenüber unseren konservativen Schätzungen des zugrunde liegenden intrinsischen Werts der Unternehmen widerspiegeln. Neben den vorstehend erwähnten neu eingerichteten Positionen prüfen wir derzeit mehrere neue Kandidaten, von denen wir wahrscheinlich einige kaufen werden, wenn sie unsere Kursziele erfüllen.

In Zeiten hoher Marktvolatilität und eingehender Preisgestaltungsmöglichkeiten messen wir ständig neue Ideen an Unternehmen, die wir bereits besitzen. Manchmal reduzieren wir Positionen, um Platz für neue zu schaffen. Wir haben in dieser Krise bisher nur sehr wenige Positionen direkt aufgelöst; bei einigen Fonds haben wir jedoch unsere Positionen unter anderem in Antofagasta, Standard Chartered und HSBC reduziert.

Viele der neuen Unternehmen, in die wir investieren, stehen vor erheblichen Herausforderungen in Bezug auf ihre kurzfristige Ertragskraft, die jedoch nach unserer Auffassung wahrscheinlich nur vorübergehend sein werden. Bei der Analyse dieser Unternehmen richten wir unser Augenmerk auf eine „normalisiertere“ Ertragskraft und fragen uns, was das Unternehmen in zwei bis drei Jahren wahrscheinlich verdienen wird, wenn wir damit rechnen, dass sich die Lage erholen wird. Kann es überhaupt zu seiner normalisierten Ertragskraft zurückkehren? Verfügt es über eine Bilanz, die es ihm erlaubt, die gegenwärtige Krise zu überstehen, und wird uns ein Preis geboten, der uns angesichts der erhöhten Unsicherheit eine akzeptable Sicherheitsmarge bietet?

Bei der Suche nach neuen Ideen verbringen wir zudem viel Zeit damit, das Kauf- und Verkaufsverhalten von sachkundigen Insidern zu studieren, d.h. von Führungskräften (CEOs/CFOs), Aufsichtsrat- und Verwaltungsratsmitgliedern, Inhaber von 5 % einer Position und dem Unternehmen selbst (Rückkaufaktivitäten). Ihre Aktivitäten mit ihrem eigenen Geld geben uns häufig Hinweise bei unserer Entscheidungsfindung, insbesondere wenn die kurzfristige Unsicherheit hoch ist. Wer weiß mehr über das Unternehmen und um seine Fähigkeit, dem Sturm standzuhalten, sowie seine Zukunftsaussichten, als die Menschen, die das Unternehmen tagtäglich leben, dort essen und atmen. Empirisch haben sich Insider-Käufe in Verbindung mit einer anscheinend attraktiven Bewertung nicht selten als Anhaltspunkt für eine mögliche künftige Outperformance erwiesen. Am 26. März berichtete Caitlin McCabe im Wall Street Journal, dass Unternehmensinsider die Aktien ihrer eigenen Unternehmen in einem seit Jahren nicht mehr gesehenen Tempo gekauft hätten. Mehr als 2.800 Führungskräfte sowie Aufsichtsrat- und Verwaltungsratsmitglieder hatten seit Anfang März fast 1,2 Milliarden Dollar gekauft, was nach Angaben des Washingtoner Dienstes den dritthöchsten Stand monatlicher Insiderkäufe seit 1988 darstellte.

### ***Kontinuierliche Verbesserung***

Wir verfeinern weiterhin unseren Anlageprozess in dem Bemühen, die Aussichten unserer Fonds auf attraktive Renditen zu verbessern. Zwei Faktoren, die bei der Suche nach möglichen Investitionen in Unternehmen eine immer wichtigere Rolle spielen, sind „Insider-Käufe“ und „Aktionärsrenditen“, d.h. Erträge aus Dividenden, Rückkauf und Schuldenabbau.

Wir haben unseren Zugang zu Informationen über die Handelsaktivitäten von Insidern, d.h. leitenden Angestellten, Aufsichtsrat- und Verwaltungsratsmitgliedern sowie Hauptaktionären, in ihren



eigenen Unternehmen weiter verbessert. Wir waren schon immer der festen Überzeugung, dass der Kauf von Aktien durch sachkundige Insider zu Zeiten, in denen die Aktien ihres Unternehmens in Bezug auf Kennzahlen wie Buchwert, Gewinn und/oder Cashflow zu niedrigen Preisen gehandelt werden, ein aussagekräftiger Hinweis auf eine mögliche künftige Outperformance der Aktien ihrer Unternehmen sein kann. Empirische Studien stützen diese Behauptung. Dank der zunehmenden Leistungsfähigkeit der Datenverarbeitung und der verfügbaren Bandbreite können uns heute verschiedene Dienste diese Informationen über Unternehmen auf der ganzen Welt täglich und in einer Vielzahl von Formaten liefern, die die Effizienz der Daten erhöhen. Beispielsweise können diese Dienste inzwischen längerfristige Kaufmuster von Insidern zusammen mit Bewertungskennzahlen für die Aktien des Unternehmens zum Zeitpunkt des Kaufs und die Kursentwicklung der Aktien nach dem Kauf verfolgen. Unternehmen können auch auf der Grundlage der Ausprägtheit der jüngsten Insiderhandlungsmuster in ihren Aktien in eine Rangfolge gebracht werden. Einige dieser Dienste verfolgen auch die Aktienrückkaufaktivitäten von Unternehmen, einschließlich der Anzahl der zurückgekauften Aktien, der gezahlten Preise, der zugehörigen Bewertungskennzahlen zum Zeitpunkt des Kaufs und der Historie des Rückkaufverhaltens des Unternehmens. Diese Art von Informationen, die wir gelegentlich als „Insight-Informationen“ bezeichnen, dient als wichtige Ergänzung zu unserer eingehenderen quantitativen und qualitativen Fundamentalanalyse.

Darüber hinaus wurde das Konzept der Aktionärsrendite empirisch mit verbesserten Renditen im Laufe der Zeit verknüpft. Wesley Gray und Jack Vogel stellten in einem kürzlich erschienenen Papier mit dem Titel „*Enhancing the Investment Performance of Yield-Based Strategies*“ (zu Deutsch: Verbesserung der Anlageperformance renditeorientierter Strategien) fest, dass ein weiter gefasstes Konzept der Aktionärsrendite, das die Dividendenrendite, die Nettorendite beim Aktienrückkauf und die Nettorendite beim Schuldenabbau einschließt, attraktive risikobereinigte Renditen erbringt, die besser sind als jede der Renditestrategien für sich genommen. Gray und Vogel behaupten, dass ihre Studie ihres Wissens nach die erste ist, in der die Nettoschuldenrückzahlung als möglicher Mechanismus zur Verbesserung renditeorientierter Strategien rigoros analysiert wird. Im Laufe ihrer Untersuchung fanden sie heraus, dass gemäß der Agency-Theorie Manager, die Schulden mit freiem Cashflow tilgen, ein starkes Signal aussenden, dass die operativen Geschäfte vielversprechend ist und die Agency-Kosten begrenzt sind. Obwohl wir schon immer an Dividendenrendite und Rückkaufsrendite als Anhaltspunkte für attraktive Renditen interessiert waren und dazu tendierten, Investitionen in stark fremdfinanzierten Unternehmen zu vermeiden, haben auch wir begonnen, dieses Konzept der Gesamrendite für Aktionäre in unseren Anlageprozess einzubeziehen.

*Wir feiern den hundertsten Geburtstag von Tweedy, Browne: Diese Gelegenheit möchten wir nutzen, um die Geschichte der Firma und deren Einfluss auf den von uns heutzutage praktizierten Anlageansatz noch einmal Revue passieren zu lassen. Die ersten beiden Teile erschienen in unseren letzten Halbjahres- und Jahresberichten. Nachstehend finden Sie nun den letzten Teil unserer Geschichte. Wir hoffen, auch Sie genießen unseren historischen Rückblick.*

### ***Die moderne Ära von Tweedy, Browne und eine neue Generation von Partnern***

Wer hätte gedacht, dass die Go-Go-Kapitalmärkte der 1980er Jahre in den 1990er Jahren eine noch lebhaftere finanzielle Expansion hervorgebracht hätten, die zum großen Teil durch technologische Innovation und Globalisierung verursacht wurde. Rückblickend scheint es, dass die innige Liebesbeziehung der Anleger mit Aktien erst am Anfang stand. In diesem Jahrzehnt riss der Dow Jones Industrial Average die 10.000er-Marke, und das Vermögen von Tweedy Browne machte – nicht überraschend – einen Ausflug ins Ausland.

Im Juli 1989 fand Tom Shrager seinen Weg zu Tweedy, Browne. Tom wurde 1958 in der Stadt Bukarest geboren. Obwohl er es damals noch nicht wusste, sollte sich sein Leben ändern, als 1979 Jimmy Carter, Amerikas Präsident, Rumänien einen Besuch abstattete. Carter wollte Rumänien mit dem Status der meistbegünstigten Nation belohnen, der dem Land besondere Handelsprivilegien mit den USA einräumen würde. Obwohl Rumänien zu dieser Zeit eine kommunistische Diktatur war, hatte es sich gegen die Russen erhoben, und der US-Senat hatte ein Gesetz verabschiedet, das ihm Handelsprivilegien einräumte, wenn es nachweisen konnte, dass es einigen Dissidenten die Ausreise erlaubt hatte.

Dies ebnete Tom unwissentlich den Weg in die Vereinigten Staaten. Nachdem Tom auf einen kleinen Klub für politische Philosophie gestoßen war, den er an der Universität Bukarest mit aufgebaut hatte, wo er und seine Freunde über philosophische Thesen von Marx, Hegel und Kant diskutierten, verhaftete die rumänische Polizei sie wegen dieser „auführerischen“ Aktivität und verbot ihnen, weiterzumachen. Tom weigerte sich, dem nachzukommen, und wurde vor die Wahl gestellt, einen Job in einem Arbeitslager unweit von Bukarest anzunehmen oder einen Pass zu akzeptieren, um Rumänien zu verlassen.

Tom entschied sich für den Reisepass und verbrachte sechs Monate in einem Auslagerungsflüchtlingslager in Italien, bevor er von einer Wohltätigkeitsorganisation unterstützt wurde, um in die USA zu kommen. Nach seiner Ankunft erhielt er eine Wohnung in Queens, einige Lebensmittelmarken und einige Tipps für eine Beschäftigung. Er nahm Gelegenheitsjobs als Teppichlagerarbeiter, als Hausmeister und schließlich als Nachtwächter an, was sich als vorteilhaft erwies, da er zwischen den Patrouillen viel Freizeit hatte, um an seinen Englischkenntnissen zu arbeiten.

Mit seinen neu erworbenen Englischkenntnissen bewarb er sich an der Columbia University und wurde angenommen. Er hielt an seinem Nachtjob fest, besuchte tagsüber die Schule, und durch die Anerkennung eines Teils seines Hochschulstudiums in Rumänien und die Teilnahme an Kursen während des Sommers konnte er seinen Bachelor of Arts in nur zwei Jahren abschließen. Nach seinem Abschluss nahm er eine Stelle im Fachbereich Physik der Columbia University an und strebte einen Master-Abschluss in International Finance and Banking an. Dank seiner frisch erworbenen Abschlüsse erhielt er rasch eine Stelle in der Bewertungsabteilung von Arthur D. Little, einer anerkannten Beratungsfirma. Arthur D. Little bewertete Unternehmen, Marken, Immobilien und alles Weitere, was eine Bewertung erforderte. Da ahnte er noch nicht, dass diese Fähigkeiten die Grundlage für eine lange und erfolgreiche zukünftige Karriere im Value Investing bilden würden.

Anschließend kam er zu Bear Stearns, wo er am 29. Oktober, dem Tag des Börsencrashes von 1987, seine neue Stelle antrat. Er war sich sicher, dass er gefeuert werden würde, aber unerwartet konnte er sich zwei Jahre lang in der Abteilung Fusionen und Übernahmen behaupten, bis der Markt für Hochzinsanleihen explodierte und damit, zumindest kurzfristig, der für Firmen wie Bear so lukrativen Schrottanleihefinanzierung ein Ende setzte. Tom wurde arbeitslos. Als er über seine nächsten Schritte nachdachte, wurde ihm klar, dass es ihm wirklich Freude bereitet hatte, Unternehmen zu bewerten und die Haupttriebkkräfte eines Unternehmens zu verstehen. So begann er, Briefe an wertorientierte Geldmanager zu schreiben. Will Browne, der einen seiner Briefe erhalten hatte, lud ihn zu einem Vorstellungsgespräch ein. Ein paar Tage später bekam er den Job als Wertpapieranalyst, und, wie man so schön sagt, der Rest ist Geschichte. In den folgenden Jahren sollte Tom eine entscheidende Rolle bei Tweedy spielen, Brownes Entwicklung von einem nationalen zu einem wirklich globalen Value-Investor.

Bob Wyckoff musste nicht erst einen Ozean überqueren, um schließlich zu Tweedy, Browne zu gelangen. Als er jedoch 1991 zu der Firma stieß, brachte er eine Fülle von Erfahrungen aus der Investmentbranche mit. Bobs Reise begann in West Palm Beach, Florida, wo er geboren wurde und

aufwuchs. Er genoss eine Mittelklasseerziehung und besuchte öffentliche Schulen. In der High School kaufte Bobs Vater, der sich schon immer für den Aktienmarkt interessierte, ihm einige Aktien, und er erinnert sich gerne daran, wie er die Wertentwicklung seines bescheidenen Wertpapierbestands verfolgte, darunter Titel wie Botswana Mining. In den späten 1960er Jahren konnte man die Kurse seiner Lieblingsaktien noch in der Tageszeitung nachschlagen, und er verfolgte ihre Fortschritte jeden Tag, bevor er sich auf den Weg zur Schule machte.

Im Herbst 1971 besuchte er das College zu einer Zeit, als die Bürgerunruhen im Zusammenhang mit der Anti-Vietnamkriegsbewegung auf dem College-Campus noch sehr lebendig waren. Es hatte Sitzstreiks und Demonstrationen in einer Reihe von Schulen in Neuengland gegeben, und in einer hatten die Studenten sogar das ROTC-Gebäude niedergebrannt. Er entschied sich zur Freude seines Vaters, Oberst der Reserve, für eine kleine geisteswissenschaftliche Hochschule in Shenandoah Valley, Washington & Lee, Virginia. Bei W&L belegte er im Frühjahr einen Wahlkurs für Investitionen, der seinen Appetit auf Anlagen erneut anregte. Da Bob sich aber auch für Jura interessierte, beschloss er, ein Jurastudium zu absolvieren, was ihm die Möglichkeit gab, eine Karriere als Investor oder Jurist einzuschlagen. Im Jahr 1978 schloss er sein Studium an der University of Florida School of Law ab, und nachdem er bei Bessemer Trust, einer Investmentfirma in Palm Beach, ein Vorstellungsgespräch geführt hatte und ihm gesagt wurde, dass er vorherige Berufserfahrung brauche, nahm er das Angebot einer örtlichen Anwaltskanzlei an und begann, als Anwalt zu praktizieren. Nachdem er etwas mehr als zwei Jahre praktiziert hatte, erhielt er einen Anruf von Bessemer und man sich erkundigte, ob er vielleicht noch Interesse am Investment Business habe. Bob kaufte sich einen neuen Anzug, flog zum Hauptquartier von Bessemer in New York City, wo der CEO und sein Stellvertreter ein Gespräch mit ihm führten. Gleich am nächsten Tag erhielt er ein Angebot für die Stelle. Nachdem er in der darauf folgenden Woche über das Angebot nachgedacht hatte, beschloss er, der Großstadt eine Chance zu geben, packte seine Koffer und machte sich auf den Weg nach Norden. Es war 1980 und der Beginn eines Dreh- und Angelpunktes in der Welt der Investitionen. Der Leitzins lag bei 20 %, und die Wirtschaft steckte in einer tiefen Stagflation. Ronald Reagan war gerade zum Präsidenten gewählt worden, und Paul Volcker hatte das Ruder bei der US-Notenbank Federal Reserve übernommen, mit dem Mandat, der ruinösen Inflation ein Ende zu bereiten, die die US-Wirtschaft seit Mitte der 70er Jahre plagte. Es war der Beginn einer verheißungsvollen und aufregenden Zeit an der Wall Street.

Nach erfolgreichen fünf Jahren bei Bessemer, wo er hauptsächlich im Marketing und in der Kundenbetreuung tätig war, war Bob aufgrund seiner unternehmerischen Neigungen auf der Suche nach einer Gelegenheit im Eigenkapitaluniversum. Nach Stationen bei zwei angesehenen Investmentfirmen, C. J. Lawrence und J&W Seligman & Co. und einem Jahr in einem Rockefeller Family Office nahm er eine Stelle als unternehmerischer Entwickler in einer kleinen Investmentberatungsfirma an, wo er anfangs Strategien für seine eigene Kapitalbeschaffungsfirma auf Retainerbasis zu entwickeln. Etwa zu dieser Zeit war ihm eine Anzeige in Pensions & Investment aufgefallen. Die Anzeige warb für Tweedy, Brownes neue internationale Investitionsmöglichkeiten und enthielt einen Coupon, mit dem zusätzliche Informationen angefordert werden konnten. Nachdem Bob 1980 *The Money Masters* gelesen hatte, war ihm die Firma bekannt, er wollte jedoch mehr darüber erfahren. Nachdem er das Informationsmaterial durchgelesen hatte, stieß der tief verwurzelte Wertansatz der Firma auf seine Resonanz. Als ein wohlhabender Freund ihn bat, einen Kapitalmanager zu empfehlen, rief Bob John Spears an, um zu sehen, ob Tweedy an der Empfehlung interessiert wäre. Nach einem längeren Gespräch mit John lud er Bob ein, sich mit seinen Partnern Chris Browne und Will Browne zu treffen, und bald darauf wurde ihm ein Stellenangebot unterbreitet. Tweedy hatte gerade zwei seiner schlechtesten relativen Performancejahre hinter sich, 1989 und 1990, und die Partner waren der Meinung, dass sie etwas Hilfe gebrauchen könnten, um nervöse Anlegerberater und Kunden zu beruhigen. Weitere Gespräche mit Will Browne führten

schließlich zu einem Angebot. Überzeugt davon, dass Tweedy tatsächlich der richtige Ort für ihn war, nahm er das Angebot vorbehaltlos an. In der gesamten Geschichte von Tweedy, Browne hat die Firma nur eine einzige Anzeige für ihre Anlageberatungsdienste veröffentlicht. Tweedy, Browne gewann keinen einzigen Kunden direkt aus dieser Anzeige, aber die Firma gewann Bob.

Im Laufe ihrer Karriere bei Tweedy spielten Tom und Bob eine immer wichtigere Rolle bei der Mitgestaltung des Unternehmens, wobei Tom zunächst als Wertpapieranalyst tätig war, der aber immer mehr Zeit in ausländische Aktien investierte, und Bob die Aufgabe übernahm, den Kundenstamm zu verwalten und zu erweitern. In den ersten Jahren nach 2000 wurden beide stärker in die Verwaltung der Anlageportfolios des Unternehmens eingebunden. Kurz darauf schlossen sich Chris, John und Will als Mitglieder des Anlageausschusses des Unternehmens an.

Im Laufe der 1990er Jahre wurden immer mehr Menschen auf diese relativ unbekannt kleine Firma mit ihrer Besetzung sonderbarer Charaktere aufmerksam, die sorgfältig die Regeln von Benjamin Graham befolgten. Ihre Büroräume in der 52 Vanderbilt Avenue, die einen Ausblick über die Grand Central Station bietet, entsprachen dem Wertvorstellungen der Firma und waren ganz entschieden nicht so ausgestaltet, um Eindruck zu machen. Im Unterschied zu anderen Fondsverwaltungsfirmen verfügte Tweedy, Browne nicht über einen Fonds oder eine Strategie, um allen möglichen Trends und Anlagestilen gerecht zu werden. Tweedy, Browne hielt an seinem Grundsatz „Schuster, bleib bei deinen Leisten“ fest, folgte unverändert einem einfachen Geschäftsplan und versuchte weiter, das Kapital seiner Kunden und der Partner zu vermehren, indem es überall auf der Welt billige Aktien kaufte und sie so lange hielt, bis sie nicht mehr billig waren. Für die Anleger wurde es immer offensichtlicher, dass die Firma es sehr gut machte. Die internationalen Kompetenzen von Tweedy, Browne erregten nach wie vor die Aufmerksamkeit potenzieller Kunden, Berater, Journalisten und ihrer Konkurrenz. Bill Baldwin, der Herausgeber des Forbes-Magazins, schrieb 1993 einen beeindruckenden Artikel über die Firma, und Jean-Marie Eveillard, der hoch angesehene internationale Fondsmanager und Konkurrent, gab der Firma Auftrieb, als er die Firma auf einer Morningstar-Konferenz positiv erwähnte.

Nach den robusten übernahmeinduzierten Renditen der Milken-Ära in den 1980er Jahren war es schwer vorstellbar, dass es den Aktienmärkten der 1990er Jahre auch so ergehen würde, aber sie entwickelten sich noch besser, wobei der S&P 500 zwischen 1995 und 1997 einige seiner besten Renditen in seiner Geschichte erzielte. Die Renditen der ausländischen Märkte blieben nicht weit dahinter zurück. Dies trug dazu bei, das Wachstum von Tweedy, Browne anzukurbeln, und bis zum Herbst 1997 war die Vermögensbasis des Unternehmens auf etwa 5 Milliarden Dollar angewachsen. Der durch das Internet vorangetriebene Technologieboom war in vollem Gange, und im Oktober 1997 beschlossen die Partner, sich einiger ihrer erhöhten Risiken zu entledigen.

Anfang 1997 hatte die Firma mit der Suche nach einem harmonischen institutionellen „Partner“ begonnen, der einen Teil ihrer Beteiligung an der Firma kaufen würde. Das Einfachste wäre natürlich gewesen, an ein großes Finanzinstitut oder einen großen Vermögensverwalter zu verkaufen und anschließend an den Strand zu gehen. Aber das hätte den Kunden schlecht gedient, und außerdem hatten die drei Partner Spaß an ihrer Arbeit und zogen es vor, unverändert ins Büro zu kommen. Chris hatte immer das Gefühl gehabt, dass der Gedanke an den Ruhestand überflüssig war, da er die volle Kontrolle über seine Zeit hatte, das Investmentgeschäft liebte und kein Interesse daran hatte, Zeit auf dem Golfplatz zu verbringen. Will hatte bemerkt, dass das Büro der einzige Ort war, an den er gehen konnte, wo er keinen Chef hatte, und es war vom ersten Tag an klar, dass John Spears so lange weiterarbeiten würde, wie er seinen Weg erfolgreich durch ein Proxy Statement und einen Jahresbericht bahnen konnte.

Wichtig ist, die Motivation der Partner bei der Suche nach einem Käufer zu verstehen. Sie hatten kein Interesse daran, in das Vertriebssystem einer großen Bank oder eines Maklerunternehmens

gespült zu werden oder Teil eines riesigen Investmentfondskomplexes zu werden, in dem sie nur als eine weitere Zutat auf der Finanzkarte dienen würden. Die Idee, dass Tweedy, die Marke von Browne, zur Entwicklung zusätzlicher Produkte verwendet werden könnte, um das Umsatzwachstum anzukurbeln, kam bei den dreien überhaupt nicht gut an. Sie glaubten damals, wie John und Will heute, dass sich eine Kapitalverwaltungsfirma in erster Linie um die Verwaltung und das Wachstum der Vermögenswerte ihrer bestehenden Kunden kümmern sollte.

Mit Hilfe von Goldman Sachs gründeten sie ein in Boston ansässiges Unternehmen, Affiliated Managers Group, Inc. (AMG). Goldman Sachs hatte erhebliche Investitionen in acht weiteren Firmen ähnlich wie Tweedy, Browne getätigt. Der Ansatz von AMG ermöglichte es den bestehenden Chefs, bedeutendes und wichtiges Eigentum an ihrem Unternehmen zu behalten und ihr Geschäft weiterhin unabhängig zu führen. Tatsächlich bestand die AMG darauf.

Tweedy, Browne wandelte sich von einer Partnerschaft in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung um und verkaufte etwas mehr als 70 % des Unternehmens an AMG. Als Teil der Vereinbarung übertrug AMG das tägliche Management des Unternehmens an einen sich selbst tragenden Verwaltungsausschuss, der heute aus Will Browne, John Spears, Tom Shrager und Bob Wyckoff besteht. Tom Shrager und Bob Wyckoff wurden zeitgleich mit der AMG-Transaktion, die im Oktober 1997 abgeschlossen wurde, Gesellschafter von Tweedy, Browne.

Etwa zu der Zeit, als der Deal mit AMG abgeschlossen wurde, kehrte Tom Shrager von seinem Londoner Posten zurück, und ein neues Gesicht, ein junger Wertpapieranalyst namens Roger de Bree, zog in das Londoner Büro ein. Roger ist niederländischer Staatsbürger und wurde 1963 geboren. Er hat einen Bachelor-Abschluss in Betriebswirtschaft von der Nijenrode, Netherlands School of Business (1984) in Breukelen, Niederlande, sowie einen M.B.A. vom Instituto de Estudios Superiores de la Empresa an der Universität von Navarra in Barcelona, Spanien. Außerdem diente er von 1986 bis 1988 als Offizier in der Königlichen Niederländischen Marine. Roger sollte bis 2017 in London bleiben und analytische Arbeit leisten. Mehr über Roger erfahren Sie im weiteren Verlauf dieses Briefs.

Als Mitte bis Ende der 1990er Jahre immer mehr potentielle Kunden Interesse an Tweedy, Browne entwickelten, wurde klar, dass zusätzliche Arbeitskräfte benötigt würden, um mit dem wachsenden Wachstum der Firma Schritt zu halten. Im Jahr 1999 holte Tweedy, Browne einen jungen Kundenbetreuer an die Seite von Bob Wyckoff. Tweedy, Brownes fond- sowie Separate-Account-Geschäft befanden sich zu dieser Zeit in voller Blüte, und Jason Minard, der heute die Marketing- und Kundenservicebemühungen der Firma leitet, war eine sehr willkommene Ergänzung. Mehr über Jason Minard erfahren Sie im weiteren Verlauf dieses Briefs.

Im Jahr 1999 befanden sich die Märkte im Höhenflugmodus, und die Anleger wiesen jeden Gedanken zurück, die Hausse könne auf eine „wohlverdiente Strafe“ prallen, da die Idee einer technologiegetriebenen industriellen Revolution ihre kollektive Vorstellungskraft fest im Griff hatte. Wie zu erwarten war, erzielte Value Investing in den Jahren 1998 und 1999 relativ betrachtet eine schwache Performance, und der Ansatz wurde in der Finanzpresse für tot erklärt. Bob erinnert sich, dass er eine E-Mail von einem investor erhielt, in der ihm vorgeschlagen wurde, die Firma solle erwägen, in vier Technologieunternehmen zu investieren, die alle auf Perfektion bedacht waren und mit atemberaubenden Multiplikatoren gehandelt wurden, wie es so viele der Internet-„Luftbälle“ (Unternehmen mit hohen Aktienkursen im Verhältnis zum materiellen Buchwert) in jenen aufregenden Tagen taten. Er zögerte, und der Kunde drückte seine Bestürzung aus, indem er eine Folge-E-Mail schickte, in der es hieß, dass „die Tweedy-Partner wie Strauße waren, deren Köpfe im Sand steckten und auf die Rückkehr von Elvis warteten“.



In einem Brief an die Kunden von Tweedy, Browne vom März 2000 brachten die Partner ihre Vorbehalte gegenüber diesem spekulativen Boom zum Ausdruck: „Es herrscht gerade ein Goldrausch, und es tut uns leid, dass wir nicht das Vehikel sind, das Sie daran teilhaben lässt. Von Zeit zu Zeit wird der Tod des Value Investing erklärt, wann immer ein neues Paradigma in Mode ist. Dabei geht es um das Internet und alle damit verbundenen Aspekte. Riesige Vermögen sind gemacht worden, wenn auch meist auf dem Papier. Wie in der Vergangenheit gehen wir davon aus, dass ein großer Teil dieses neuen Geldes verschwinden wird, wenn der Punkt kommt, an dem es darum geht, Erwartungen in reale Gewinne umzuwandeln. Es gibt eine Spekulationsblase, die die hohen Kurs-Gewinn-Verhältnisse der „Nifty Fifty“-Ära wie billige Aktien aussehen lässt. Das ist Glücksspiel, keine Investition.“

Nur wenige Monate später sollten ihre Bedenken bestätigt werden. AOL fusionierte mit Time Warner in einem Deal, den die Geschichte als eine Katastrophe bewertete. Mit der Angst vor massiven Systemausfällen im Zusammenhang mit der Umstellung der Computersysteme auf das Jahr 2000 (Y2K) im Rücken begann die US-Notenbank (Fed) unter Alan Greenspan, die Zinssätze anzuheben. Im April 2000 wurde Microsoft wegen monopolistischer Praktiken für schuldig befunden. In der New-Economy-Theorie tauchten Risse auf, und die Flucht nach vorn begann. Wertanlagen wurden zurückgegeben.

Tweedy, Browne Value Fund (USD) und die beiden International Value Funds (Euro und CHF) haben sich während des Marktchaos im Jahr 2000 wunderbar behauptet, während die Marktindizes erhebliche Rückschläge hinnehmen mussten, die zum großen Teil auf den Zusammenbruch von Technologie-, Medien- und Telekommunikationsunternehmen, den so genannten TMT-Aktien, zurückzuführen waren. Außerhalb dieses Aktienuniversums, denen die Teilfonds und die sonstigen Anlagevehikel von Tweedy im Großen und Ganzen nicht ausgesetzt waren, behauptete sich der übrige Markt relativ gut.

Aber es sollte nicht lange dauern, bis die Firma erneut auf die Probe gestellt wurde. Wir werden nie vergessen, was am 11. September 2001 geschah, als das Pentagon angegriffen wurde, als ein Passagierflugzeug auf einem Feld in Pennsylvania trotz der heldenhaften Anstrengungen der tapferen Passagiere sinnlos zum Absturz gebracht wurde und die Zwillingstürme des World Trade Center in Downtown Manhattan zerstört wurden. Nach den Anschlägen waren die Märkte eine Woche lang geschlossen, und als sie schließlich wieder öffneten, kam es zu Panikverkäufen und einigen Margenverkäufen. Das Anlageteam von Tweedy, Browne, legte seine eigenen Emotionen beiseite, unterzog die Kunden- und gemischten Fonds-Portfolios einer rigorosen Prüfung und ergriff das, was unter den gegebenen Umständen als die angemessene Vorgehensweise erschien. Es unternahm so gut wie nichts.

Abgesehen von Spenden an die New Yorker Polizei und den Fire Widows' and Children's Benefit Fund und an den 9/11 Neediest Fund der New York Times und der Anregung der Anteilhaber, das Gleiche zu tun, ging es bei Tweedy, Browne weitgehend zur Tagesordnung über. Angesichts der bevorstehenden Rezession waren dies schwierige Zeiten für Anleger und Aktienmärkte; die Substanzwerte behaupteten sich jedoch nach wie vor wesentlich besser als die meisten anderen, und die Teilfonds konnten diese Zeit viel besser überstehen als die Marktindizes.

Anfang 2001 betrat ein distinguiertes Herr den Konferenzraum von Tweedys Büros in der Park Avenue 350, um den Anlageausschuss davon zu überzeugen, dass eine Investition in sein Unternehmen nicht nur sinnvoll sei, sondern mit der Zeit auch erhebliche Gewinne abwerfen würde. Sein Name war Conrad Black. Und so begann eine Legende, die über viele Jahre andauern sollte. Die Teilfonds sollten eine Position in einem von Black kontrollierten Zeitungsunternehmen namens Hollinger International einnehmen, das später aufgrund von Blacks Missmanagement in schwere Zeiten geriet. Anstatt einfach mit den Füßen abzustimmen und die Aktien zu verkaufen, beschloss

Tweedy, seine Stimme zur Verteidigung der Aktionärsinteressen zu erheben. Tweedy, Browne drängte den Vorstand von Hollinger, einer Untersuchung der Managementpraktiken von Conrad Black zuzustimmen, und die Untersuchung deckte nicht nur schwache Entscheidungsfindung, sondern auch zügellosen Selbsthandel und offenen Betrug auf. Conrad Black wurde 2005 endgültig aus seiner Firma gezwungen, wurde kurz darauf verhaftet und wegen Betrugs und Behinderung der Justiz verurteilt und saß über drei Jahre im Gefängnis. (Black erhielt 2019 eine vollständige Begnadigung durch den Präsidenten).

In der Anfangsphase der Untersuchung wurde Hollinger zu einem potenziellen Übernahmeziel, und der Aktienkurs von Hollinger zog an. Als sich die Untersuchung jedoch in die Länge zog, geriet die Aktie unter Druck, und zu dem Zeitpunkt, als alles gesagt und getan war, war die Erfahrung der Teilfonds mit Hollingers Aktien deutlich schlechter als wünschenswert gewesen wäre. In einem Brief, der kurz nach der Conrad-Black-Affäre geschrieben wurde, merkten die Geschäftsführer an: „Man hat uns gefragt, warum wir uns in diesen ganzen Prozess eingemischt haben. Man hat uns gefragt, ob es nicht einfacher gewesen wäre, unsere HLR-Position einfach aufzulösen und weiterzumachen. Es wäre eindeutig einfacher gewesen. Zu dem Zeitpunkt, als wir die Bildung des Sonderausschusses forderten, konnten wir nicht wissen, was sieben oder acht Monate später geschehen würde.....damals im Mai 2003 fragte Black, ob unser Vorgehen bei der Einleitung der Untersuchung unseren Interessen als Aktionäre nicht zuwiderliefe. Wir glauben nicht, dass dies der Fall ist. Wir halten es für wichtig, dass sich Aktionäre wie Eigentümer verhalten. Wenn wir es nicht tun, wer dann?“ In den Jahren nach dem Hollinger-Skandal würde Tweedy nicht zögern, sich aktiv an Diskussionen mit Portfoliounternehmen zu beteiligen, wenn die Firma das Gefühl hätte, dass die Aktionärsinteressen untergraben würden.

Ein weiterer Nutzen aus der Conrad-Black-Affäre war die Gelegenheit, Jay Hill zu treffen, einen ehrgeizigen jungen Analysten, der bei Providence Capital arbeitete, einer Firma, die von einem Aktivisten für Value Investing namens Bert Denton geleitet wird. Die Tweedy-Partner kannten Bert bereits seit einiger Zeit und hatten gelegentlich mit ihm im Zusammenhang mit Investitionsideen zusammengearbeitet. Er hatte sich auch für Hollinger interessiert, und Jay Hill, sein damaliger Protegé, half Tweedy bei der Ausarbeitung eines SEC-Antrags im Zusammenhang mit den Beteiligungen unserer Portfolios an Hollinger. Die Tweedy-Geschäftsführer lernten Jay während dieser Zeit kennen, waren von seiner Arbeitsmoral beeindruckt und boten ihm 2003, als er sein Interesse bekundete, eine Stelle an. Jay wurde schnell zu einem der führenden Analysten der Firma. Jay wurde kürzlich zum geschäftsführenden Direktor des Unternehmens ernannt, ist Anteilseigner des Unternehmens und gehört dem Anlageausschuss des Unternehmens an. Mehr über Jay Hill erfahren Sie im weiteren Verlauf dieses Briefs.

Die Rezession, die durch das Platzen der Internetblase ausgelöst und durch 9/11 angeheizt wurde, endete Ende 2002. Die Weltwirtschaft erholte sich, und die Aktienmärkte reagierten schnell auf die positiven Entwicklungen. Die Portfolios von Tweedy hatten sich während des Abschwungs relativ gesehen gut entwickelt, so dass die Firma neue Vermögenswerte anzog. Zum Wachstum der Firma trug auch die positive Publicity bei, die Chris Browne und die Firma während der Conrad-Black-Affäre, die bis Mitte der 2000er Jahre andauerte, erhielten. Tweedy, Browne nahm eine regelrechte „Rolle“ ein, da die Firma in erheblichem Maße in kleinen und mittleren Kapitalbeteiligungen engagiert war, insbesondere in seinem International Value Sub-Fonds, der sich nach der Rezession ebenfalls gut entwickelte.

In den 2000er Jahren engagierten sich die Geschäftsführer von Tweedy, insbesondere Chris Browne, sowohl in ihren Schriften als auch in ihren Vorträgen im aufkeimenden Bereich der Behavioral Finance. Die Behavioral Finance, die es schon seit einer Reihe von Jahren gibt, die aber gerade erst populär geworden ist, konzentriert sich darauf, wie Menschen Entscheidungen treffen,

wenn sie mit höchst ungewissen potenziellen Ergebnissen konfrontiert werden. Eine Reihe von Akademikern, die als „Behavioralisten“ bekannt waren, hatten festgestellt, dass Anleger im Gegensatz zu den konventionellen akademischen Theorien der Ära des effizienten Marktes nicht immer rationale Entscheidungen treffen, wenn sie mit Unsicherheit konfrontiert werden. Häufig werden sie von tief verwurzelten menschlichen Vorurteilen in die Irre geführt. Obwohl sich die Geschäftsführer nicht als Behavioralisten betrachteten, waren sie von dieser neuen Forschung, die zu einem großen Teil aus dem Bereich der Psychologie stammte, eindeutig fasziniert, da sie eine akademische und empirische Begründung für den Erfolg von Value-Investitionen lieferte, insbesondere bei fünf Sigma-Anomalien, wie z. B. Warren Buffett. Hochschulprofessoren auf diesem Gebiet wie Amos Tversky, Daniel Kahneman, Richard Thaler, Richard Haugen, Werner De Bondt und Terry Odean u.a. entwickelten allmählich eine große Anhängerschaft. Kahneman und Thaler gewannen später Nobelpreise für ihre Arbeit auf dem Gebiet der Verhaltensökonomie.

Als die Marktexpansion Mitte der 2000er Jahre an Dynamik gewann und das Unternehmen und die Teilfonds weiter wuchsen, wurde es immer schwieriger, unterbewertete Aktien zu finden, in die man investieren konnte. Anstatt die Renditen bestehender Kunden und Anteilsinhaber durch die Aufnahme einer Menge Kapital, das nicht eingesetzt werden konnte, zu verwässern, beschloss Tweedy Mitte 2005, seine Türen für Neugeschäfte auf breiter Front zu schließen. Tweedy, der Verwaltungs- und der Anlageausschuss von Browne waren der festen Überzeugung, dass die weitere Aufnahme von Bargeld, das nicht effektiv eingesetzt werden konnte, die Firma zwingen würde, ihre Kernanlagegrundsätze zu kompromittieren, und die Firma hatte nicht die Absicht, dies zu tun. Sie wussten, dass kein Marktumfeld von Dauer sein würde und dass sich die Bedingungen irgendwann in der Zukunft ändern würden, so dass die Firma gegebenenfalls neue Barmittel von Anlegern annehmen und einsetzen könnte.

Mitte der 2000er Jahre hielten die Teilfonds einen erheblichen Anteil ihres Vermögens in Wertpapieren mit kleiner und mittlerer Kapitalisierung, von denen viele zum Gegenstand von Fusionen, Übernahmen oder anderen privaten Markttransaktionen wurden. Viele wurden auch verkauft, nachdem die Preisziele des Unternehmens erreicht worden waren. Infolgedessen begannen die Teilfonds allmählich mehr und mehr Wertpapiere mit größerer Kapitalisierung zu halten. Im Jahr 2007 beschloss die Firma, einen auf Dividenden ausgerichteten Fonds zu bilden, den Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund. Zahlreiche Experten und andere Branchenpraktiker hatten bei Aktien mit überdurchschnittlichen Dividendenrenditen auch einen empirischen Leistungsvorteil im Zeitverlauf festgestellt.

Als im Spätsommer 2007 die ersten Risse in der Immobilienfinanzierung auftraten, begann Tweedy damit, viele der Finanzbeteiligungen in den Portfolios der Teilfonds, unter anderem Unternehmen wie Freddie Mac und MBIA, zu rationalisieren. Neue Formen von verbrieften Finanzinstrumenten, Collateralized Debt Obligations („CDOs“) und Collateralized Loan Obligations („CLOs“), hatten sich durchzusetzen begonnen und wiesen eine Komplexität auf, die den Mitgliedern des Anlageausschusses unbekannt war und sie veranlasste, Positionen in Unternehmen wie AIG abzubauen im 2008. Diese Reduzierung des finanziellen Engagements sollte den Portfolios der Teilfonds angesichts der Ende 2008 aufkommenden Finanzkrise erhebliche Dividenden einbringen. Die Subprime-Hypotheken sowie die CDOs und CLOs, die sie bevölkerten, sollten sich als der Ruin des globalen Finanzwesens erweisen, und mehrere prominente Banken und Finanzinstitutionen, die diese Instrumente emittierten und besaßen, wurden in die Knie gezwungen. Die bekannte Investmentbank Lehman Brothers, deren Eigenkapital effektiv über 30 zu 1 gehebelt wurde, scheiterte schockierenderweise, ebenso wie AIG und andere. Nachdem die Teilfonds mit überdurchschnittlich hohen Barreserven in die Finanzkrise 2007-2009 gekommen waren, hatten sie im vierten Quartal 2008, als die Aktienmärkte zusammenbrachen, Mittel zur Verfügung, um eine Fülle von Preisgestaltungsmöglichkeiten zu nutzen.

In den Jahren 2011 und 2012 verlor die Tweedy, Browne-Familie ihre ehemaligen Partner im Ruhestand, Tom Knapp und Ed Anderson, sowie ihren lieben Freund und Kollegen Walter Schloss. Alle drei spielten eine zentrale Rolle in der Geschichte der Firma. Für die Partner und Mitarbeiter von Tweedy waren sie Freunde und Kollegen. Für die Gemeinschaft der Value-Investoren waren sie Titanen. Sie alle standen nicht nur unerschütterlich im Dienste der Kunden, sondern erzielten auch attraktive Renditen. Sie glaubten auch fest daran, dass die Marktpreise nicht perfekt waren und dass das Wesen einer Anlage darin bestehen sollte, die Abweichungen zwischen den Marktpreisen und dem anderen Preis auszunutzen, den Graham als „intrinsic Value“ bezeichnete. Zudem waren sie äußerst unabhängige Denker. Und schließlich –und das ist unserer Meinung nach am wichtigsten – brachten sie ein ungewöhnliches Maß an Bescheidenheit und Ehrlichkeit in die Art und Weise ein, wie sie ihr Leben und ihre Geschäfte führten. Auf den Schultern von Giganten wie diesen war Tweedy, Browne gewachsen und gediehen, und dafür ist Tweedy ihnen sehr dankbar.

Mit Beginn des Jahres 2013 verlegte die Firma ihre Büros von Manhattan nach Stamford, Connecticut. Der Mietvertrag in der 350 Park Avenue war am Auslaufen, und eine Verlängerung wäre teuer geworden. Bill de Blasio war gerade zum Bürgermeister gewählt worden, und die Steuern in der Stadt würden wahrscheinlich steigen. Die Geschäftsführer waren der Ansicht, dass die Kosteneinsparungen durch den Weggang aus New York auf lange Sicht erheblich sein würden. Die Firma zog in das Thomson-Reuters-Haus in der Innenstadt von Stamford, direkt am Bahnhof, das von New York City aus mit der Metrostrecke North und vom Nordostkorridor aus mit Amtrak leicht erreichbar ist. Eine Sorge war, dass Kunden und Portfoliounternehmen eine in den Vororten ansässige Firma nicht besuchen könnten, aber das erwies sich schnell als nicht zutreffend. Kunden und Unternehmen aus der ganzen Welt kamen nach Stamford, das sich im Laufe der Jahre zu einer Drehscheibe für pendelmüde Kapitalmanager und Hedgefonds entwickelt hatte. Der Weggang von New York City erwies sich als nahtlos. Heute wohnen viele Tweedy-Mitarbeiter in den Vorstädten Westchester und Fairfield Counties, während viele andere aus New York City, Long Island und New Jersey einpendeln.

Die Erholung der Aktienmärkte nach der Finanzkrise von 2008, die zum Teil durch die beispiellose Geldmengenexpansion seit Anfang 2009 ausgelöst worden war, nahm in den Jahren 2012 und 2013 weiter Fahrt auf, was zu einem großen Teil auf die Entstehung der FAANGs zurückzuführen ist. Der Treibstoff für diesen wachsenden Hausse-Markt waren nie dagewesene Null-zu-Negativ-Zinssätze und schnelle technologische Innovationen. Während wir diesen Brief schreiben, erzielen die FAANGs weiterhin die höchsten Aktienmarktrenditen und haben auch dazu beigetragen, zunehmende Kapitalströme in passiv verwaltete Aktienindexfonds zu fördern, in denen sie, gemessen an der Marktkapitalisierung, bedeutende, wenn nicht sogar dominierende Positionen innehaben. Tatsächlich überstieg im Jahr 2019 die in passive Indexfonds investierte Geldmenge in den USA schließlich den in aktiv verwaltete Fonds investierten Betrag.

Nach Jahren attraktiver relativer und absoluter Renditen und einem fulminanten absoluten Jahr 2013 begannen die Tweedy-, Browne-Value-Fonds ihre Benchmarks zu unterschreiten. Wer hätte gedacht, dass mit der Wahl von Donald Trump in den USA und einer alternden Wirtschafts- und Börsenexpansion die Aktienmärkte weiter an Schwung gewinnen und die Aktienindizes Ende 2019 auf Allzeithochs führen würden? In diesem Zeitraum sollten die Tweedy-, Browne-Value-Fonds mit erheblichen relativen Performance-Herausforderungen konfrontiert sein, da die Anleger mit überwältigender Mehrheit US-Technologieaktien und passiv verwaltete Indexfonds und ETFs bevorzugen würden. Sogenannte „Smart Beta“, quantitativ verwaltete Anlageansätze, begannen ebenfalls bei den Anlegern an Boden zu gewinnen. Internationale Aktien, die bei Tweedy, dem Anlageinstrumentarium von Browne, mit der Zeit einen weitaus größeren Anteil ausmachten, hinkten den US-Aktien deutlich hinterher, und der wertorientierte Anlagestil (Value) entwickelte sich weiterhin schlechter als sein Wachstums-Widerpart (Growth). Zwar erzielten die Teilfonds im

Verlauf des Berichtszeitraums beträchtliche finanzielle Fortschritte, doch blieben sie nicht selten hinter ihren jeweiligen Referenzindizes zurück. Als gerade hilfreich erwies sich auch nicht, dass technologische Innovation und Wettbewerb Anlagen in einen Indexfonds oder einen ETF außergewöhnlich billig gemacht hatten, was den Druck auf aktiv verwaltete Anlagestrategien erhöhte. Während der tobenden Hausse des Jahres 2019 erklärte die Finanzpresse einmal mehr Value Investing für tot. So frustrierend diese Einschätzung für Value-Investoren wie Tweedy, Browne war und ist, so wissen wir doch nach 100 Jahren und zahllosen Marktzyklen, dass es nun mal Phasen der Underperformance gibt, die beizeiten unangenehm lang sein können, und im Allgemeinen eine Voraussetzung für eine attraktive langfristige, indexbestimmende und hervorragende Anlagebilanz sind.

Im Jahr 2013 wurden Roger de Bree und Jay Hill in den Anlageausschuss der Firma berufen, die Gruppe, die für alle Anlageentscheidungen des Unternehmens verantwortlich ist. 2014 folgte kurz darauf Frank Hawrylak. Roger, Jay und Frank waren 2011 Anteilseigner der Firma geworden und warteten zum Zeitpunkt ihrer Berufung in den Anlageausschuss bereits mit einer langjährigen Betriebszugehörigkeit – 13 Jahre, 10 Jahre bzw. 28 Jahre – auf. (Frank Hawrylak ist nach John Spears und Will Browne der dienstälteste Anlageexperte des Unternehmens.) Frank war im Laufe der Jahre in praktisch allen Geschäftsbereichen des Unternehmens tätig, hat aber den größten Teil seiner Zeit als Wertpapieranalyst verbracht. Er kuratierte und verwaltete auch die von Bob Wyckoff so genannte Briefmarkensammlung „inaktiv gehandelter“ Wertpapiere, die aus der Anfangszeit der Firma als Investor übrig geblieben war. Mehr über Frank erfahren Sie im weiteren Verlauf dieses Briefs. Zwar erklären Will, Tom, John und Bob, sie hätten weiterhin das Gefühl, ein dickes „Profil auf ihren jeweiligen Reifen“ zu haben. Doch genügt der Hinweis, dass diese erfahrenen Analysten zusammen mit Jason Minard, dem talentierten Marketing- und Kundenservice-Chef der Firma, die nächste Generation von Tweedy, Brownes Führung, repräsentieren und dazu beitragen werden, die Firma durch das nächste Jahrhundert zu führen.



Über viele Jahrzehnte hatte Tweedy, Browne das unglaubliche Glück, von Menschen von unbestrittener Integrität geführt zu werden, die ihre treuhänderischen Verpflichtungen ernst nahmen, weil es das Richtige war. Die Firma profitierte auch immens von ihrer frühen Zusammenarbeit mit den Urhebern der „großen Idee“ des Value Investing. Die Gewinnung leidenschaftlicher Value-Investoren, die das Naturell dieser Menschen teilen, trug dazu bei, dass die Firma ihr Engagement für diesen Ansatz über mehrere Generationen hinweg aufrechterhalten konnte. Zwar sind die Rahmenbedingungen für Investitionen über die Jahre unangetastet geblieben. Doch vollzog der Anlageansatz der Firma eine Entwicklung weg von der anfänglichen Konzentration auf quantitative Billigkeit hin zu umfassenden Unternehmensbewertungen, die sowohl materielle als auch immaterielle Vermögenswerte und Ertragskraft berücksichtigen. Die frühe Einführung der Nutzung von Unternehmenskennzahlen bei der Bewertung fiel zeitlich mit dem wirtschaftlichen Wandel von einer Wirtschaft mit einem hohen Anteil an materiellen Vermögenswerten hin zu einer Wirtschaft zusammen, die von dienstleistungsorientierten Unternehmen mit einem Asset-Light-Ansatz und wachsender Ertragskraft dominiert wurde. Um sich an die Realitäten dieser neuen Investitionsmöglichkeiten anzupassen, verbringt die Firma heute viel Zeit damit, die qualitativen Faktoren von Unternehmen zu untersuchen, die häufig für die Nachhaltigkeit und das Wachstum der Gewinne ausschlaggebend sind. Tweedys geographischer Horizont hat sich im Laufe der Jahre ebenfalls erweitert und umfasst heute auch die weiter entwickelten Schwellenländer, darunter China. Letztlich entspricht die Geschichte unserer kleinen Firma einer Studie über Belastbarkeit, Dauerhaftigkeit, kontinuierliche Verbesserung und unerschütterliches Engagement für eine Reihe von dauerhaften Prinzipien, die ihre Gültigkeit unter Beweis gestellt haben. Wir sind der Meinung,



dass die Disziplin der Investition in Aktien, deren Kurs erhebliche Abschlüge gegenüber unserer Einschätzung ihres intrinsischen Geschäftswerts aufweist, in Kombination mit Diversifizierung Vermögen über lange Zeiträume hinweg erhöht. Wir sind nicht überzeugt, dass es bei der Verwaltung und Betreuung unseres eigenen Vermögens und des Vermögens von Teilfondsanteilhhabern, einen vernünftigeren Weg gibt als den, den wir eingeschlagen haben und weiter verfolgen wollen.

### ***Die wichtigste Lektion aus über 100 Jahren Investitionstätigkeit***

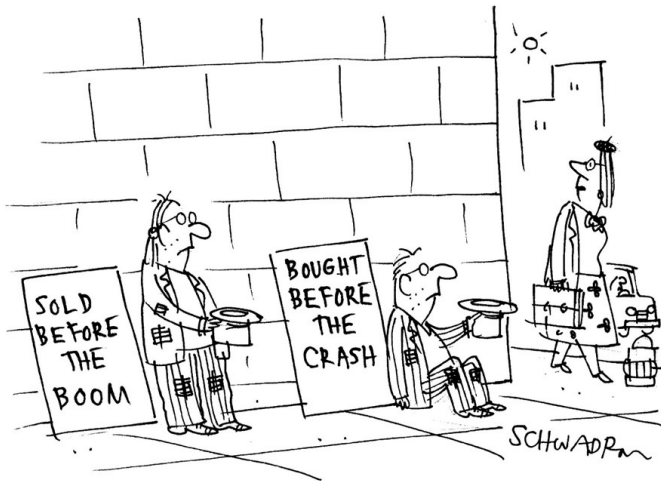
Als wir kürzlich gebeten wurden, auf dem jährlichen Anlageforum von AMG in Europa zu sprechen, wurde vorgeschlagen, dass wir über die Erfahrungen aus 100 Jahren Value Investing sprechen sollten. Schließlich feiert Tweedy, Browne in diesem Jahr seinen 100. Geburtstag, nachdem die Firma 1920 als Market Maker für inaktiv gehandelte Wertpapiere begonnen hatte. Es mag unbescheiden klingen, aber 100 Jahre intakt zu überleben ist für eine Investmentgesellschaft eine ziemliche Leistung, besonders in der heutigen Zeit.

Die Dauerhaftigkeit des Unternehmens ist weitgehend ein Beweis für die Wirksamkeit von Benjamin Grahams Rahmen für Investitionen und ein gesunder Glücksfall. Wie Sie vielleicht wissen, wird Graham das Verdienst zugeschrieben, das erste disziplinierte Verfahren zur Bewertung von Stammaktien entwickelt zu haben. Viele bezeichnen ihn als den Vater der Sicherheitsanalyse, und man schreibt ihm auch die Begründung des Value Investing zu. Tatsächlich sind sein Hauptwerk, *Security Analysis* (gemeinsam mit David L. Dodd 1934 geschrieben), und sein Begleitbuch, der *Intelligent Investor* (geschrieben 1949), zwei der meistverkauften Anlagebücher, die je geschrieben wurden. Sie wurden von vielen, wenn nicht sogar von den meisten seriösen Anlageprofis gelesen, unabhängig davon, ob sie Growth-Anleger oder Value-Anleger sind.

Graham lehrte über 30 Jahre Wertpapieranalyse an der Columbia University und verwaltete Geld in einer wertorientierten Investmentgesellschaft namens Graham-Newman Corporation, die über einen Zeitraum von etwa 30 Jahren zwischen Mitte der 1920er und Mitte der 1950er Jahre eine beneidenswerte Erfolgsbilanz vorweisen konnte. Er ist auch dafür bekannt, versierte Investoren wie Warren Buffett, Walter Schloss und Tom Knapp, die alle in den frühen 50er Jahren als Analysten für ihn arbeiteten, unterrichtet und betreut zu haben. Tom Knapp verließ die Anstellung bei Graham Ende der 1950er Jahre, nachdem Graham seinen Ruhestand angekündigt hatte, und wechselte zu Tweedy, Browne, wo er dazu beitrug, unsere Firma von einem Brokerage- zu einem Investment-Unternehmen umzuwandeln. Wir hatten das unglaubliche Glück, während des Großteils der langen Karriere von Benjamin Graham als einer seiner wichtigsten Broker tätig zu sein. Darüber hinaus waren wir auch der Broker von Warren Buffett, der in den 1960er Jahren dazu beitrug, praktisch seine gesamte Beteiligung an Berkshire Hathaway aufzubauen. Des Weiteren waren wir als Broker für Ed Anderson im Verlauf seiner Amtszeit bei Charlie Mungers Firma Wheeler, Munger & Co. tätig. Ed Anderson, der ebenfalls ein früherer Partner war, hatte für Munger als Analyst gearbeitet, bevor er Ende der 1960er Jahre zu Tweedy kam. Aufgrund dieser direkten Verbindungen zu den Urhebern des Value Investing werden wir häufig als einer der reineren Praktiker von Grahams intrinsischem Value-Verfahren angesehen.

Grahams „große Idee“ war, dass es für jede Aktie zwei Preise gibt – den Preis, den man jeden Tag an der Börse sieht, und den anderen Preis, der den Anlegern im Falle eines Kaufs des gesamten Unternehmens in einer zu Marktbedingungen ausgehandelten Transaktion zufallen würde, den er als intrinsischen Wert bezeichnete. Für Graham bestand die Essenz des Investierens darin, Abweichungen zwischen diesen beiden Preisen auszunutzen – also in Unternehmen mit erheblichen Abschlügen von ihrem zugrunde liegenden intrinsischen Wert zu investieren. Der Abschlag stellte die Sicherheitsmarge des Anlegers dar. Grahams große Idee dient weiterhin als Polarstern für alles,

was wir bei Tweedy, Browne tun, und dank ihm sind wir nie auf der Straße gelandet, wie die beiden unten abgebildeten unglücklichen Herren.



CartoonStock.com

Die erste und bei weitem wichtigste Lektion, die wir aus über 100 Jahren Dienst an Value-Anlegern gelernt haben, ist also: Auf den Preis kommt es an! Geben Sie Ihr Value-Investment nicht auf. Lektion Nummer zwei: Vergessen Sie Lektion Nummer eins nicht. Wayne Gretzky, der vermeintlich größte Eishockeyspieler und Torschütze aller Zeiten, antwortet einmal auf die Frage, warum er so gut war: „Ich laufe dorthin, wo der Puck hinkommt, nicht dorthin, wo er gewesen ist“. Wenn die Vergangenheit in der Tat ein Prolog für die Zukunft ist, sind wir nach wie vor zuversichtlich, dass der Puck schließlich auf uns zukommt.

### ***Verantwortungsvolle Anlagen***

Wie Sie sicherlich wissen, ist „ESG“ (Environment, Social and Governance) im Anlageuniversum in letzter Zeit zu einem allgegenwärtigen Akronym geworden. ESG-Faktoren sind für viele unserer Anteilhaber von wachsender Bedeutung.

Natürlich richtet Tweedy, Browne als wertbasierter Bottom-up-Anlageverwalter, der wie ein Eigentümer handelt, bei seinen Investitionsentscheidungen stets seine Aufmerksamkeit sowohl auf quantitative als auch auf qualitative Faktoren, die den langfristigen Wert von Investitionen wesentlich beeinflussen können, so z. B. ökologische und soziale Faktoren sowie der Unternehmensführung.

Obwohl wir uns nach wie vor der Einbeziehung wesentlicher ESG-Faktoren in unseren Anlageprozess verpflichtet fühlen, sind wir uns bewusst, dass wir auch unserer treuhänderischen Verpflichtung nachkommen müssen, ausschließlich im Interesse der Anteilhaber der Fonds zu handeln, um attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen. Dementsprechend ist es unser vorrangiges Ziel, langfristiges Kapitalwachstum durch den Aufbau vielfältiger Aktien-Portfolios zu erzielen, die unserer Meinung nach unterbewertet sind.

Als Firma hat sich Tweedy, Browne kürzlich öffentlich dazu verpflichtet, ESG-Prinzipien in unseren Prozess zu integrieren, soweit dies mit unserer treuhänderischen Verantwortung vereinbar ist, indem wir die Grundsätze der Vereinten Nationen für verantwortungsbewusste Investitionen unterzeichnet haben.

### ***Senkung unserer Gebühren***

Wir haben beschlossen, für die Anteilhaber unserer Teilfonds eine zusätzliche Gebührenanpassung vorzunehmen. Die Firma zog in das Thomson-Reuters-Haus in der Innenstadt von Stamford, direkt am Bahnhof, das von New York City aus mit der Metrostrecke North und vom Nordostkorridor aus mit Amtrak leicht erreichbar ist. Eine Sorge war, dass Kunden und Portfoliounternehmen eine in den Vororten ansässige Firma nicht besuchen könnten, aber das erwies sich schnell als nicht zutreffend. Dieser freiwillige Verzicht erfolgt in Anbetracht der Veränderungen der Wettbewerbsbedingungen im Vermögensverwaltungsgeschäft in den letzten Jahren und ist Ausdruck der aufrichtigen Dankbarkeit von Tweedy, Browne für das fortgesetzte Vertrauen der Anteilhaber des Teilfonds.

In dem Maße, wie sich die Teilfonds von den Auswirkungen der Pandemie erholen werden (wovon wir überzeugt sind), werden sich auch unsere Anteilhaber erholen. Wir hoffen zudem, dass dies in einem schnelleren Tempo geschehen wird, als es vor der Anpassung der Fall gewesen wäre.

### ***Zwei Anmerkungen zur Personalsituation***

Nach einer erfolgreichen 33-jährigen Karriere als Wertpapieranalyst bei Tweedy, Browne ging Elliot Lerner Ende 2019 in den Ruhestand. Elliot war in den letzten drei Jahrzehnten ein wertvolles Mitglied unseres Research-Teams sowie ein angesehener Freund und Kollege, und wir werden ihn vermissen. In den letzten zehn Jahren konzentrierte sich Elliot vor allem auf dividendenzahlende Aktien. Die von ihm betreuten Wertpapiere wurden anderen Mitgliedern unseres Analyseteams neu zugeteilt, und zum jetzigen Zeitpunkt gibt es keine Pläne, einen weiteren Analysten hinzuzunehmen.

Wir freuen uns auch bekannt zu geben, dass wir mit Wirkung vom 1. Januar vier Mitarbeiter zu Geschäftsführern ernannt haben. Drei davon sind langjährige Analysten und Mitglieder unseres Anlageausschusses: Roger de Bree, Frank Hawrylak und Jay Hill. Der vierte ist Jason Minard, der 1999 in die Firma eintrat und für die Geschäftsentwicklung und Kundenbetreuung zuständig war.

Roger de Bree ist nun seit etwa 20 Jahren bei Tweedy, Browne tätig, nachdem er im Jahr 2000 in die Firma eintrat. Bevor er zu Tweedy kam, hatte er bei MeesPierson, der ehrwürdigen niederländischen Privatbank, gearbeitet, wo er als Analyst und institutioneller Verkaufsmakler tätig war. Tatsächlich leistete er im Laufe der Jahre Research-Coverage für Tweedy, Browne und sprach häufig mit Tom Shrager über Aktienideen. Schon früh wurde Tom klar, dass Rogers Talente in seiner Begeisterung für unentdeckte Value-Aktien und nicht in seiner Tätigkeit als Broker lagen. Nachdem man sich über viele Jahre kennen und schätzen gelernt hatte, kam Roger im Jahr 2000 zu Tweedy und wurde rasch zu einem der hochqualifiziertesten Wertpapieranalysten der Firma, der den Großteil seiner Zeit damit verbrachte, europäische Unternehmen zu analysieren. Er war leitender Analyst für zahlreiche Aktien, die im Laufe der Jahre ihren Weg in unsere Portfolios gefunden haben, darunter eine Reihe von Markenartikelhersteller im Konsumgüterbereich, Industriegasunternehmen und eine Reihe weiterer europäischer Konsumgüter- und Industrieunternehmen. Bei der Durchführung seines Research bevorzugt Roger bessere Unternehmen mit nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen, die nachweislich in der Lage sind, ihren zugrunde liegenden intrinsischen Wert langfristig zu attraktiven Kursen zu steigern. Roger ist ein eifriger Leser, ein versierter klassischer Gitarrist und ein hingebungsvoller Ehemann und Vater. Er spricht acht verschiedene Sprachen fließend oder verfügt über Grundkenntnisse darin.

Frank Hawrylak ist der Analyst, der die längste Betriebszugehörigkeit bei Tweedy, Browne vorweisen kann. Er kam 1986 von Royal Insurance zur Firma. Frank ist seit etwa 34 Jahren ein engagierter Value-Investor und Anhänger der Lehren von Graham, Buffett und Munger. Er bringt ein außergewöhnliches Maß an Erfahrung, Verständnis und Kompetenz sowie ein unvergleichliches Gespür für das institutionelle Gedächtnis der Firma in seine Arbeit ein. Zu Beginn seiner Karriere

arbeitete er mit einigen der früheren persönlich haftenden Gesellschafter der Firma wie Joe Reilly und Tom Knapp zusammen und deckte eine Reihe der älteren inaktiven Wertpapierpositionen ab. Vielleicht liegt es an seiner langjährigen Einbindung in diese sehr ineffizient bewerteten Themen, dass Frank einer unserer konservativsten, preissensibelsten Research-Analysten ist. Darüber hinaus erweiterte er im Laufe der Jahre sein Engagement in liquidere Wertpapiere und war der führende Analyst für viele der in den USA ansässigen Beteiligungen der Firma. Frank ist zudem der „Buffett-Watcher“ der Firma, der immer einen Blick darauf wirft und beobachtet, was das „Orakel von Omaha“ mit dem Geld von Berkshire macht. Des Weiteren ist er leitender Analyst für eine Reihe von internationalen Öl- und Gasbeteiligungen der Firma. In den letzten Jahren hat sich Frank verstärkt dafür eingesetzt, unseren Trading Desk bei der Überwachung der Ausführung von Wertpapiergeschäften zu unterstützen. Analysiert er nicht gerade akribisch eine neue Aktienidee, begibt sich Frank auch gerne auf die Suche nach den besten und frischesten Zutaten auf dem Markt in seinem Viertel und geht seiner kulinarischen Leidenschaft nach. Neben der Zeit, die er mit seiner Frau und seinen Söhnen verbringt, genießt er es zudem, eine Runde Golf mit Freunden zu spielen.

Jay Hill, unser jüngster geschäftsführender Direktor, kam 2003 zu Tweedy, Browne. Er kam von einer kleinen Investmentgesellschaft namens Providence Capital, wo er an der Seite von Bert Denton, einem bekannten wertorientierten aktivistischen Investor, arbeitete. Wie bereits in diesem Brief erwähnt, lernten wir Jay zum ersten Mal durch seine Arbeit bei Providence in der Zeit des Conrad-Black-Skandals kennen. Wir waren sofort von seiner Arbeitsethik beeindruckt und boten ihm eine Stelle an, als er sein Interesse bekundete. Jay hat sich bei der Firma den verdienten Ruf erworben, einer unserer versiertesten Analysten zu sein. Er ist ein klarer, analytischer Denker, ein hochqualifizierter Autor und ein begabter Kommunikator unseres werteorientierten Ansatzes, dem er eine große und offensichtliche Leidenschaft entgegenbringt. Jay ist ein Verfechter der Nutzung von Vergleichswerten (Kennzahlen) für Fusionen und Übernahmen bei der Bewertung des intrinsischen Wertes von Unternehmen an den amtlichen Aktienmärkten, die er untersucht. Wenn er nicht gerade M&A-Transaktionen untersucht und Unternehmen analysiert, ist Jay ein Familienmensch, der Zeit mit seiner Frau verbringt und seine beiden Söhne für verschiedene Sportveranstaltungen trainiert. Und in den letzten fünf Jahren nahm Jay am D10 Decathlon teil, der früher unter dem Namen Wall Street Decathlon bekannt war. Dabei handelt es sich um einen NFL-Wettbewerb im Kombinationsstil, bei dem Geld für die Kinderkrebsforschung für das Memorial Sloan-Kettering Cancer Institute gesammelt wird.

Jason Minard, der das Marketing und den Kundendienst der Firma leitet, kam 1999 von Warburg Pincus zu Tweedy, Browne, wo er in der Marketingabteilung für Privatkunden und Investmentfonds gearbeitet hatte und wo er sich auf die Geschäftsentwicklung sowie die Portfolioverwaltung für die vermögenden Kunden der Firma konzentrierte. Jason war von einem Kollegen von Warburg empfohlen worden, der der Meinung war, dass Jason perfekt zu Tweedy, Browne passen würde. Sie hatte absolut Recht. Rasch zeigte sich seine Fähigkeit, die Grundlagen des Value-Investing effektiv zu vermitteln. Schließlich übernahm er die Verantwortung für die Geschäftsentwicklung und die Kundenbetreuung. Tweedy, Browne ist zwar keine Marketingorganisation, aber wir sind besonders stolz darauf, dass wir unsere intellektuellen Inhalte an interessierte potenzielle Kunden vermitteln und unsere Kundenkonten betreuen. Um das Vertrauen eines anspruchsvollen Kundenstamms wie dem von Tweedy, Browne zu gewinnen, bedarf es einer Person mit außergewöhnlichen zwischenmenschlichen Fähigkeiten und Urteilsvermögen. Jason besitzt diese Fähigkeiten. Er ist klug, freundlich, unglaublich sympathisch und, was am wichtigsten ist, er ist authentisch, und deshalb erntet er den Respekt seiner Kollegen und unserer Kunden. Dank Jasons durchdachtem Ansatz in den Bereichen Marketing und Kundenservice haben wir im Laufe der Jahre einen Anteilhabererkreis aufgebaut, der sehr „heikel“ ist, was für unsere Fähigkeit, attraktive, wertschöpfende Renditen zu erzielen, von entscheidender Bedeutung ist. Wenn Jason nicht mit

Kunden zusammenarbeitet, ist er stets für seine Frau und seine Kinder da. Neben seinem aktiven Engagement in den Schulen und beim Sport seiner Kinder ist er sechs Marathonläufe gelaufen und hat Geld für seine bevorzugten Wohltätigkeitsorganisationen gesammelt.

Diese vier Herren sind mit ihrem scharfen und disziplinierten Intellekt nach wie eine große Bereicherung für unsere Firma und ihren gut durchdachten Investmentansatz. Tweedy, Browne freut sich auf die weitere Zusammenarbeit mit ihnen auf dem Weg der Firma durch das neue Jahrhundert.

### ***Nachtrag: Die Welt nach COVID-19***

Die Welt nach COVID-19 ist, wie Will Browne kürzlich sagte, die 64.000-Dollar-Frage, vor der Investoren heute stehen. Die Fragen sind einfach. Vernünftige Antworten darauf zu finden, ist dagegen eine unglaubliche Herausforderung, und sie sind größtenteils unwahrscheinlich. Aber wir werden einen bescheidenen Versuch unternehmen und versuchen, Ihnen unsere besten, jedoch sehr allgemeinen Überlegungen zu diesem Thema zu unterbreiten. Wie wir schon oft gesagt haben, sind wir mit einzelnen Wertpapieren und ihren jeweiligen Bewertungen besser vertraut als mit makroökonomischen Prognosen. Mit diesem Gedanken im Hinterkopf geht es jetzt los:

Vielleicht lassen sich Teilantworten finden, wenn wir uns fragen, wie wir unser eigenes Verhalten in Zukunft ändern werden. Wir vermuten, dass Privatpersonen und Unternehmen bei der Entscheidungsfindung wahrscheinlich vorsichtiger vorgehen werden. Die Einstellung zu Gesundheit, Ansteckung, Versammlung, Verschuldung und Ersparnissen wird zweifellos für eine gewisse Zeit anders sein, was vielleicht zu einer gezähmteren Form des Kapitalismus führen wird, die sich durch weniger Toleranz gegenüber Unvorbereitetheit, Fremdverschuldung und Komplexität sowie eine größere Betonung von Sicherheit und Transparenz auszeichnet. Alles in allem würde ein solcher Wandel wahrscheinlich für alle von Vorteil sein.

Diese Krise könnte die Rolle und den Einfluss der Arbeit auf das Kapital stärken, da Arbeitnehmer mit niedrigem und mittlerem Einkommen auf heldenhafte Weise sowohl die wirtschaftliche als auch die menschliche Last der Bereitstellung von Pflege und Dienstleistungen für die am meisten gefährdeten Menschen getragen haben. Diese Debatte wird zweifellos im Mittelpunkt der US-Präsidentschaftswahlen im Herbst stehen, und unabhängig davon, welche Partei den Sieg davontragen wird, glauben wir, dass die Steuern sowohl für Unternehmen als auch für vermögende Privatpersonen wahrscheinlich steigen werden.

Sicher, man kann auch argumentieren, dass die finanzstärksten und dauerhaftesten Unternehmen in einer noch stärkeren Wettbewerbsposition als zuvor aus dieser Krise hervorgehen werden. Zu einer Reihe weiterer Veränderungen, die sich ergeben könnten, zählen folgende:

- Besorgnis über die Verfügbarkeit und Rechtzeitigkeit wichtiger Produkte und Dienstleistungen kann zu einer Umstrukturierung der Lieferketten führen, die eine langsame Umkehr der Globalisierung, mehr lokale Produktion und die Abhängigkeit von lokalen Lieferquellen mit sich bringt.
- Angesichts des Schocks, den die Pandemie unserem Gesundheitssystem hinzugefügt hat, könnte es sein, dass wir uns verstärkt auf die medizinische Vorsorge konzentrieren, was zu einer Verbesserung der Infrastruktur im Gesundheitswesen führen könnte, einschließlich der Hervorhebung von Medizintechnik und Innovation als Schlüssel zu Sicherheit. Dies könnte mit höheren Ausgaben und Investitionen – ähnlich wie bei den Verteidigungsausgaben für persönliche Schutzausrüstungen, Impfstoffe und Diagnoseausrüstungen zur Vorbereitung auf die nächste Pandemie einhergehen.
- Nachdem die Menschen den finanziellen Schock eines wirtschaftlichen Shutdown erlebt haben, kann sich die Einstellung zu einem hohen Verschuldungsgrad von Einzelpersonen und



Unternehmen zumindest für eine Weile ändern. Dies könnte zu einer verhalteneren Form des Kapitalismus führen, im Gegensatz zu dem aggressiven Vollgas- und häufig fremdfinanzierten Investitionsansatz, der sich auf Aktienrückkäufe und Sonderdividenden konzentriert, der sich vor dem Ausbruch des Virus breit machte. Die Unternehmen werden bei Aktienrückkäufen möglicherweise nicht mehr so aggressiv vorgehen und sich stattdessen angesichts der öffentlichen Kritik an der scheinbar kontinuierlichen Notwendigkeit staatlicher Rettungsaktionen dazu entscheiden, mehr intern zu investieren. Die Finanzierung von Kapitalanlagen mit hoher Fremdverschuldung, wie z. B. Private Equity, könnte ebenfalls unter Druck geraten. Nach der asiatischen Finanzkrise vor einigen Jahren verharren viele Unternehmen eine Zeit lang in einer Netto-Cash-Position und vermieden es, ihre Bilanzen zu verschulden.

- Da immer mehr Menschen nach wie vor aus der Ferne arbeiten, könnten Unternehmen Maßnahmen ergreifen, um Investitionen in Büroräume und die Quadratmeterzahl pro Arbeitnehmer zu begrenzen oder sogar zu reduzieren.
- Es könnte zu einer zunehmenden Verlagerung der Verbraucher auf den elektronischen Handel mit Amazon und ähnlichen Unternehmen kommen, die einen immer größeren Anteil an den Einzelhandelsausgaben für sich vereinnahmen.
- Flugreisen für Geschäfts- und Urlaubsreisen erholen sich möglicherweise langsamer als ursprünglich angenommen. Laut dem derzeitigen Konsens wird es drei bis vier Jahre dauern, bis der weltweite Luftverkehr wieder das Niveau von 2019 erreicht. Dies steht in krassem Gegensatz zu der vor der COVID-19-Krise vertretenen Ansicht, dass die kommerzielle Luftfahrt in Bezug auf die Aussichten für ein säkulares Wachstum kugelsicher sei.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das weltweite Wirtschafts- und Investitionsumfeld nach COVID-19 zweifellos ein anderes sein wird. Die obige Liste ist keineswegs erschöpfend. Viel wird von der Widerstandsfähigkeit des Virus, der Reaktion der medizinischen Wissenschaft, der Wirksamkeit der staatlichen Konjunkturmaßnahmen, der Dauer des derzeit in vielen unserer Staaten verfügbaren Lockdowns sowie der Psychologie und dem Verhalten der Verbraucher abhängen. Es gibt zwar kein Kapitel in der *Wertpapieranalyse*, das sich mit Pandemien befasst, aber die Anlagephilosophie von Benjamin Graham bietet einen rationalen Rahmen, um unser Denken von der allzu üblichen emotionalen Haltung zu isolieren, die die meisten Anleger den Aktienmärkten entgegenbringen. Per 31. März 2020 hatten die derzeitigen und im Ruhestand befindlichen Geschäftsführer und Mitarbeiter von Tweedy, Browne und ihre Familien über 67 Millionen US-Dollar in die vier Tweedy-, Browne-Value-Fonds investiert und darüber hinaus etwa 1 Milliarde US-Dollar in verschiedenen anderen Portfolios in Kombination mit Kundenportfolios oder ähnlich investiert. Wir glauben, dass bessere Zeiten vor uns liegen, und wir danken Ihnen für Ihr anhaltendes Vertrauen.

Mit freundlichen Grüßen

---

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

*Anlageausschuss*  
Tweedy, Browne Company LLC

Mai 2020

## 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 volatil 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 Wechselkursicherungsgeschäfte 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.

Ein Ausbruch einer infektiösen Atemwegserkrankung, die durch ein neuartiges Coronavirus mit der Bezeichnung „COVID-19“ hervorgerufen wird, wurde erstmals im Dezember 2019 in China entdeckt und ist nun weltweit festgestellt worden. Die derzeitige wirtschaftliche Situation, die sich aus den beispiellosen Maßnahmen ergibt, die weltweit zur Bekämpfung der Ausbreitung von COVID-19 ergriffen wurden, kann weiterhin zu schweren Marktstörungen, Volatilität und verringerter wirtschaftlicher Aktivität beitragen. Darüber hinaus können die zur Bekämpfung von COVID-19 ergriffenen Maßnahmen langfristige negative Auswirkungen auf die weltweiten Finanzmärkte und Volkswirtschaften haben und zu weiteren wirtschaftlichen Unsicherheiten in der ganzen Welt führen. Es lässt sich schwer vorhersagen, wie lange die Finanzmärkte und die Wirtschaftstätigkeit noch von diesen Ereignissen und den Auswirkungen dieser oder ähnlicher Ereignisse in der Zukunft auf die weltweite Wirtschaft und die Finanzmärkte beeinträchtigt werden. Diese Ereignisse könnten erhebliche Auswirkungen auf die Performance, den Nettoinventarwert, die Erträge und die Betriebsergebnisse der Teilfonds sowie auf die Wertentwicklung, die Erträge, die Betriebsergebnisse und die Rentabilität von Emittenten haben, in die die einzelnen Teilfonds investieren.

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.