

Tweedy, Browne Value Funds

Bericht des Anlagemanagers an die Anteilsinhaber

In unserem Schreiben vom März 2015 fanden wir, dass „wir in schwer zu deutenden Zeiten leben“. In vielerlei Hinsicht hat sich seither eher wenig geändert. Die Bemühungen der Zentralbanken, die Konjunktur mittels quantitativer Lockerung (der Flutung der Märkte mit billigem Geld) anzustoßen, führten zu negativen Renditen auf einige Staatsanleihen und unbefriedigenden Konjunkturwachstumsraten. In unserem Halbjahresbericht vom März erwähnten wir einen Bloomberg-Artikel, wonach Staatsanleihen im Wert von 7,8 Billionen USD weltweit jetzt negative Renditen aufweisen, die weithin auf die immer gleichen staatlichen bzw. Zentralbankstrategien zurückgeführt werden. Das Konjunkturwachstum in den meisten Industrieländern verlief weiterhin enttäuschend, was Zweifel an der Klugheit oder Wirksamkeit dieser Strategie nährte. Kürzlich berichtete die *Financial Times*, der Wert von Schuldtiteln mit negativer Rendite, darunter erstmals auch einige kürzer befristete Unternehmensschuldtitle, sei inzwischen auf 13,4 Billionen USD angestiegen. Während Bondmanager herrliche Zeiten erleben, da sinkende Renditen steigende Preise (und steigende Renditen sinkende Preise) bedeuten, erscheint vielen von uns die Vorstellung als merkwürdig, jemandem Geld dafür zu zahlen, dass er Geldanlagen für einen hält, denn die Vorteile sind schwer zu erkennen, und die letztendliche Konsequenz bzw. der letztendliche Nutzen liegt nicht auf der Hand, außer für die wenigen, die regelmäßig in den Finanznachrichtensendungen auftreten.

Um das Bild zu vervollständigen: Österreich verkaufte kürzlich eine Anleihe mit 70 Jahren Laufzeit und einer Rendite von 1,53 % im Wert von 2 Milliarden EUR. Vergleicht man diesen Vorgang mit dem Kurs-Gewinn-Verhältnis einer Aktie, so kommt man zu dem Ergebnis, dass die Käufer dieser Staatsanleihe 65-mal den Jahreszins gezahlt haben, den sie auf die Anleihe verdienen. Wenn die Anleihe 2086 fällig wird, werden wir nicht mehr da sein, um zu kassieren, aber vielleicht werden unsere Enkel es tun. (Welche Kaufkraft die erlösten Euro im Jahr 2086 haben werden, ist natürlich eine ganz andere Frage.) Die Emission wurde um 5,8 Milliarden EUR überzeichnet, d. h. die Nachfrage überstieg das Angebot.

Einen interessanten Blick zurück in die Geschichte verdanken wir dem Finanzblatt *Grant's Interest Rate Observer* bzw. dessen Hinweis auf einen Artikel im *Wall Street Journal* vom Oktober 1981 über die Schwierigkeiten von Merrill Lynch, in diesem Jahr Käufer für seine Bell-Telephone-Anleihen mit etwas über 17 % Zinsen zu finden. Obwohl sich in den letzten zwei Jahren nicht viel geändert hat, kann sich die Welt immer noch gelegentlich unvorhersehbar und unerwartet verändern. Das ist jedoch nur eine Beobachtung und sollte nicht als Vorhersage unsererseits gedeutet werden. Der Status quo wird weiterhin der Status quo bleiben, und zwar so lange, bis entweder der Status quo oder die Erwartungen an den Status quo sich ändern.

Man kann sich natürlich die Frage stellen, warum wir so viel Druckerschwärze auf dieses Problem verwenden, wenn unser eigentliches Thema doch die Aktien sind. Unsere Antwort: Wir sind der Ansicht, dass die meisten Finanzmärkte bis zu einem gewissen Grad untrennbar miteinander verbunden sind und dass die Ereignisse in einem Markt folglich auf andere Märkte überschwapen können. Manchmal ist dieser Überlappeneffekt komplementär, manchmal aber auch gegenläufig. Märkte existieren aber nicht im luftleeren Raum. Es ist natürlich nur vernünftig anzunehmen, dass etwas von dem Kapital, das bei der Jagd nach besseren Renditen ins Spiel kommt, in den Anleihemärkten nicht fündig wird und daher jetzt in die Aktienmärkte fließt, wo die so steigende Nachfrage mitverantwortlich ist für den Anstieg der Kurse. Auch wirkt sich der Nettoeffekt der Geldflüsse in die Indexfonds wahrscheinlich positiv auf die Aktienkurse aus, da die Indexfonds immer den Index nachbilden, d. h. zu allen Zeiten vollständig investiert sind. Das Ziel eines Indexfonds ist es, eine Rendite zu erzielen, die weder besser noch schlechter als das Ergebnis des Index ist, und zwar unabhängig vom Ergebnis.

Eine interessante Spielart dieses Verhaltens bilden die Maßnahmen der japanischen Regierung am japanischen Aktienmarkt, dem drittgrößten Aktienmarkt der Welt. Die japanische Regierung ist inzwischen die größte Inhaberin ihrer eigenen Anleihen und ist kürzlich in der Hoffnung, die Konjunktur anzukurbeln, in den Kauf von Aktien eingestiegen. Die Regierung ist aktuell unter den fünf größten Inhabern bei 81 im Nikkei-Index verzeichneten Unternehmen, und wie erst kürzlich die Finanzpresse berichtete, hält die Bank of Japan 55 % aller inländischen Exchange-Traded Funds („ETF“). Bisher ist das gewünschte Ergebnis zwar nicht eingetreten, aber bekanntlich stirbt die Hoffnung zuletzt. Unserer Ansicht nach kann dieses Verhalten weder die Aussichten auf eine rationale Preisfindung verbessern noch den Kursanstieg bremsen. Auf uns bezogen heißt das: Diese Maßnahmen reichen einfach nicht aus, um uns zur Erhöhung unseres Engagements in japanische Aktien zu bewegen.

Um nochmals auf die Indexfonds zurückzukommen: Ihre Aufgabe ist es, tagesin, tagaus den Index nachzubilden, ansonsten sind sie keine Indexfonds. Die Bewertung auf der Grundlage eines bestimmten Unternehmens ist bei dieser Strategie belanglos. Gerechterweise muss gesagt werden, dass die Alternative Indexfonds eine preisgünstige Möglichkeit ist, um in die Anlageklasse einzusteigen; allerdings machen in einem einfachen kapitalgewichteten Index die höchstkapitalisierten Unternehmen den größten Anteil aus. Der gesunde Menschenverstand bzw. das Urteilsvermögen bleibt bei diesem Prozess außen vor, aber in einem fröhlich wachsenden Markt ist der Beitrag von gesundem Menschenverstand bzw. Urteilsvermögen wahrscheinlich weniger wichtig als in Märkten, wo gedämpfter Optimismus oder sogar Pessimismus vorherrscht. Wir verstehen, dass einige unserer Anleger bei uns investieren, weil sie sich engagieren möchten, und wir sind mit dem Risiko zufrieden, das unsere Teilfonds auszeichnet – wir möchten einfach nicht die US-Dollar, Euro oder Schweizer Franken von Anlegern aufs Spiel setzen, nur um uns risikoreicher zu engagieren.

Wie Sie wissen, haben wir eine weitere Kennzahl hinzugefügt, die Bewertung, die je nachdem zu einem höheren oder weniger hohen Engagement führt. Das Ergebnis ist, dass wir unvermeidlicherweise gelegentlich unseren Vergleichsindex verpassen, manchmal sogar über einen unangenehm langen Zeitraum hinweg, da wir uns in unserem Geschäft die Frage „Was haben Sie kürzlich für mich geleistet?“ gefallen lassen müssen. Weiter unten wenden wir uns in diesem Schreiben dem Ergebnis der Wertentwicklung unserer Teilfonds zu und beantworten auch die Frage, wie man eine Rendite-„Wurst“ so zerteilt, dass der Anlage-Entscheidungsfindungsprozess davon profitiert.

Wir möchten kurz auch einige andere knifflige Probleme aus der Welt der Investitionen ansprechen, da sie für viele Teil der Anlagelandschaft sind, und dabei möchten wir das Warum unserer Entwicklung bis zum gegenwärtigen Stand einbeziehen. Allgemein ist zu sagen, dass wir hier bei Tweedy, Browne glauben – und vielleicht sogar wissen –, dass die Welt nach einem siebenjährigen Anstieg der Finanzmärkte kaum noch Schnäppchen aufweist, was sicher niemanden überrascht. Darüber hinaus ist es angesichts der riesigen Menge an Liquidität, die nach einem gemäß der Anlegerperspektive „guten Heim“ sucht, ebenfalls nicht überraschend, dass die Kurse vieler Wertpapiere kaum noch Spielräume für Enttäuschungen bieten. Um es gleich vorwegzunehmen, möchten wir hier weder auf die Politik in den USA noch auf die wahrscheinlichen Auswirkungen der Wahlen auf die Finanzmärkte eingehen. Nur so viel sei gesagt: Zur Innenpolitik in den USA gibt es kaum neutrale Ansichten. Interessanter ist für uns die Tatsache, dass sich sowohl die Gewinnspannen der Unternehmen als auch die Unternehmensgewinne als Prozentsatz des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf einem seit Jahrzehnten unerreichten Höchststand befinden. Wenn man diese Entwicklung in Verbindung mit der Tatsache sieht, dass die meisten Industrieländer einschließlich Chinas wenig oder gar kein Bevölkerungswachstum sowie eine alternde Bevölkerung und allgemein ein niedrigeres Produktivitätswachstum aufweisen, so ist es wohl wenig wahrscheinlich, dass man auf ein Anziehen der Nachfrage hoffen kann. Was nicht heißen soll, dass die Kurse einbrechen müssen, aber es stellt sich doch die Frage, um wie viel mehr die Unternehmensgewinne ansteigen können, ohne dass sich die Nachfrage erhöht. Letztlich ist es die Nachfrage, welche die Unternehmensgewinne steigert, und in einer von Vernunft bestimmten Welt sind es in der Regel die Unternehmensgewinne, die dem Unternehmenswert zugrunde liegen. Wir möchten hier nicht unverhältnismäßig pessimistisch klingen, aber der Startschuss für diesen Zyklus ist schon lange verhallt, und inzwischen sind einige Gefahrensignale zu erkennen.

Gelegentlich fragen Sie uns, was in dieser Lage zu tun ist (und es schmeichelt uns, dass wir gefragt werden). Unsere Antwort ist nicht gerade originell. Erstens: Sie befinden sich in einem 10 000-Meter-Lauf, d. h. Sie dürfen Ihren Fortschritt nicht alle 100 Meter messen. Zweitens: Denken Sie daran, wofür sie investieren – Ihre Anlage sollte Ihren zeitlichen Horizont erweitern, was eine gute Sache ist. Drittens: Verschulden Sie sich nicht übermäßig – wenn Sie niemandem etwas schulden, kann Ihnen niemand Vorschriften machen. Viertens: Lassen Sie die Lebenshaltungskosten für mehrere Jahre auf Ihrem Bankkonto stehen. Es bringt Ihnen zwar fast nichts ein, hilft Ihnen aber, Ruhe zu bewahren, wenn ein finanzieller Sturm aufzieht. Fünftens: Lesen Sie, um es mit Stuart Alsop zu sagen, in Ihrer Zeitung morgens zuerst die Sportseite und erst danach die Nachrichten – so bleiben Sie gelassen, und Gelassenheit ist in diesem Spiel besonders wichtig. Und schließlich ein eventuell etwas eigennütziger Rat: Versuchen Sie zu verstehen, wie die Personen, denen Sie einen Teil Ihres Geldes anvertraut haben, ihre Entscheidungen treffen. Dieses Verständnis hilft Ihnen vermutlich dabei, Sinn in der Welt zu finden, auch wenn sie anscheinend keinen Sinn mehr ergibt, und so Ihre Entscheidungen bewusst zu treffen.

Und nun kommen wir vom Allgemeinen zum Besonderen, d. h. zu unseren Leistungen für Sie und dazu, warum sie in unseren Augen sinnvoll sind sowie irgendwann wieder modern werden.

Anlageentwicklung

Der Blick zurück auf die letzten rund anderthalb Jahre zeigt, dass unsere Börsen von den Aktienkursen her gesehen keine großen finanziellen Fortschritte erzielt haben. Gemessen am S&P 500-Index, steht der US-Aktienmarkt heute etwa da, wo er auch Mitte August 2015 stand. Die Aktienmärkte außerhalb der USA liegen, gemessen am MSCI EAFE Index, etwas unter ihrem im August 2015 erreichten Stand, aber im Allgemeinen stagnierte die Kursentwicklung in den Industrieländern oder tendierte leicht nach unten. Während die Ergebnisse wenig bemerkenswert waren, gilt dies nicht für die Kursausschläge – drei plötzliche und manchmal beunruhigende Einbrüche, jeweils gefolgt von einem starken Kursaufschwung. Zum Zeitpunkt des vorliegenden Schreibens stagnieren die Märkte wieder, nachdem sie Ende Juni aufgrund des Brexit einen Tiefpunkt erlebten und sich dann ziemlich dramatisch erholten.

Die holprige Kursentwicklung im letzten Jahr ist nicht überraschend, bedenkt man die zunehmende Spannung zwischen der wachsenden makroökonomischen Unsicherheit, dem schwachen Konjunkturwachstum, den hohen Aktienbewertungen und dem Gefühl, die großzügige Lockerungspolitik könnte in ihrer Wirkung auf die Konjunktur ausgedient haben. Während in den letzten rund anderthalb Jahren die Kursschwankungen zunahm, verbesserten sich die Anlageergebnisse von Tweedy, Browne allgemein. Alle vier Teilfonds erbrachten im Geschäftsjahr zum 30. September solide Ergebnisse, obwohl sie weiterhin bedeutsame Liquiditätsrücklagen aufwiesen. Nach ein paar schwierigen Kalenderjahren liegen beide internationalen Teilfonds, der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) und der Tweedy, Browne International Value Fund (CHF), im Einjahreszeitraum zum 30. September einmal mehr über ihrem jeweiligen Vergleichsindex, dem MSCI EAFE Index (EUR-kursgesichert) und MSCI EAFE Index (CHF-kursgesichert).

Bei längerfristigen Wertentwicklungsvergleichen schneiden unsere Teilfonds ebenfalls ziemlich gut ab. Entgegen einiger Selbstbeweihräucherung von Indizes nachbildenden offenen Investmentfonds und ETF in jüngster Zeit konnten drei von vier Tweedy, Browne-Teilfonds seit ihrer Auflegung ihren Wert gegenüber dem jeweiligen Vergleichsindex steigern. Der Tweedy, Browne Value Fund (USD) liegt in seiner Entwicklung seit der Auflegung 1996 leicht unter seinem Vergleichsindex (dem S&P 500/MSCI World Index (in USD)). Seit ihrer Auflegung vor fast 20 Jahren erbrachten der Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) und der Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) eine durchschnittliche Jahresgesamtrendite von 374 bzw. 337 Basispunkten, d. h. 3,74 % bzw. 3,37 %, über ihrem jeweiligen Vergleichsindex, dem MSCI EAFE Index (USD/EUR-kursgesichert) und dem MSCI EAFE Index (CHF-kursgesichert), oder, anders ausgedrückt, 8,30 % gegenüber 4,56 % bzw. 6,68 % gegenüber 3,31 %. Eine Anlage zum Zeitpunkt der Auflegung des Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) vor fast 20 Jahren erbrachte zum 30. September dieses Jahres (unter der Annahme, dass die Dividenden wiederangelegt werden) ein kumulatives Ergebnis von 389,3 %, während die gleiche Anlage im MSCI EAFE Index (USD/EUR-kursgesichert) nur um 143,2 % zugelegt hätte. Entsprechend erbrachte eine Anlage im Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) ein kumulatives Ergebnis von 262,1 %, während die gleiche Anlage im MSCI EAFE Index (CHF-kursgesichert) nur um 91,3 % angestiegen wäre. (Natürlich kann ein Anleger nicht direkt in einen Index investieren.) Die Anlage im Tweedy, Browne International Value Fund (Euro) erbrachte mehr als zweimal so viel Vermögen wie der Vergleichsindex, und die Anlage im Tweedy, Browne International Value (CHF) erbrachte fast dreimal so viel wie der Index.

Nachstehend sehen Sie die Ergebnisse der Teilfonds in verschiedenen Zeiträumen bis einschließlich 30. September 2016, auch im Vergleich mit ihren jeweiligen Vergleichsindizes. In diesem Bericht präsentieren wir den Bericht des Investmentmanagers für die vier Teilfonds, einschließlich der Einzelheiten der Wertentwicklung und unserer Stellungnahmen dazu, sowie den jeweiligen Abschluss der einzelnen Teilfonds.*

Tweedy, Browne Value Fund (USD)
Annualisierte Ergebnisse* zum 30. September 2016

	Tweedy, Browne Value Fund (USD) (in %)	MSCI World (in USD) (in %)	S&P 500 Index (in %)
6 Monate	4,82	5,92	6,40
1 Jahr	5,40	11,36	15,43
3 Jahre	-0,20	5,85	11,15
5 Jahre	7,29	11,63	16,35
10 Jahre	3,15	4,47	7,23
Seit Auflegung (31. 10. 96)	5,33	5,85	7,79

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

Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)
Annualisierte Ergebnisse* zum 30. September 2016

	Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)[†] (in %)	MSCI EAFE (USD/EUR-kursgesichert) (in %)	MSCI EAFE (in USD/EUR) (in %)
6 Monate	5,41	4,81	6,35
1 Jahr	4,96	4,13	5,80
3 Jahre	4,05	4,89	6,91
5 Jahre	9,29	10,61	11,26
10 Jahre	5,26	1,82	3,05
Seit Auflegung (31. 10. 96)	8,30	4,56	4,70

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

† Vor dem 17. Mai 2004 lautete der Teilfonds auf USD, und seine Anlagen wurden gegen USD-Schwankungen gesichert. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds in EUR geändert und seine Anlagen wurden gegen EUR-Schwankungen gesichert. Die seit Auflegung erzielte Wertentwicklung basiert auf dem prozentualen Wertanstieg der Anteile in USD bis zum 17. Mai 2004 sowie dem prozentualen Anstieg in EUR seitdem. Dementsprechend stellen die Zahlen zur Wertentwicklung nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Werts der Anteile des Teilfonds über den gesamten Betrachtungszeitraum dar.

Zum Vergleich der Wertentwicklung wird die Entwicklung des jeweiligen Vergleichsindex MSCI EAFE (USD/EUR-kursgesichert) und MSCI EAFE (USD/ EUR) aufgeführt und zeigt die Wertentwicklung des Index im jeweiligen Berichtszeitraum. Zum Vergleich der Wertentwicklung wurden die Indizes MSCI EAFE (USD-kursgesichert) und MSCI EAFE (in USD) für den Zeitraum vor dem 17. Mai 2004 sowie die Indizes MSCI EAFE (EUR-kursgesichert) und MSCI EAFE (EUR) für die Zeit danach herangezogen.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)
Annualisierte Ergebnisse* zum 30. September 2016

	Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) (in %)	MSCI EAFE (CHF-kursgesichert) (in %)	MSCI EAFE (in CHF) (in %)
6 Monate	7,10	4,59	6,16
1 Jahr	6,51	3,33	5,68
3 Jahre	2,00	4,10	2,83
5 Jahre	7,64	9,99	8,80
10 Jahre	3,09	1,22	-0,58
Seit Auflegung (31. 10. 96)	6,68	3,31	2,92

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

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund
Annualisierte Ergebnisse* zum 30. September 2016

	Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund (in %)	MSCI World (EUR-kursgesichert) (in %)	MSCI World (in Euro) (in %)
6 Monate	7,29	5,55	7,41
1 Jahre	6,04	9,60	10,61
3 Jahre	4,09	7,57	12,62
5 Jahre	7,92	12,68	15,66
Seit Auflegung (1. 6. 07)	2,69	2,42	4,85

* Die Wertentwicklung wird annualisiert und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund entspricht der von der Swiss Funds & Assets Association (SFAMA) am 16. Mai 2008 veröffentlichten „Richtlinie zur Berechnung und Publikation der Performance von kollektiven Kapitalanlage“. **Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.**

Unsere Fonds-Portfolios

Bitte beachten, dass Aktien der im Folgenden besprochene Einzelunternehmen im Geschäftsjahr zum 30. September 2016 von mindestens einem Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen vier Teilfonds gehalten wurden.

Obwohl die Entscheidung zum Brexit die Märkte Ende Juni vorübergehend in Schock versetzte, erwies sich der Markteinbruch (jedenfalls vorläufig) als nicht von langer Dauer, und die Anleger schienen sich darauf zu konzentrieren, was der Austritt für die Verzinsung und das zukünftige Verhalten der Zentralbanken bedeuten könnte. Der Einbruch an den Aktienmärkten wurde im Wesentlichen innerhalb von ein paar Tagen nach der Wahl wieder aufgefangen, und die Märkte entwickeln sich seitdem aggressiv nach oben, insbesondere in den USA.

Und ein guter Teil dieses Anstiegs geht überraschenderweise auf das Konto britischer Aktien. Während das britische Pfund Prügel bezog, entwickelten sich die britischen Aktien in den letzten zwölf Monaten nach

oben. Alle unsere Teilfonds halten alle einen bedeutenden Teil ihrer Vermögenswerte in Unternehmen mit Sitz in Großbritannien und profitierten daher von diesem Höhenflug britischer Aktien. Unter unseren sich zuletzt am besten entwickelnden Unternehmen war HSBC, deren Erfolg großteils von ihrem Geschäft in Asien abhängt. Nach einigen Problemen mit den Aufsichtsämtern scheint HSBC sich wieder im richtigen Fahrwasser zu befinden. Zwar hat die Bank kurzfristig weiterhin einige fundamentale Schwierigkeiten, einschließlich der Schrumpfung ihrer Nettoverzinsung aufgrund niedriger Zinssätze und eines möglichen Anstiegs der Darlehensausfälle, was wiederum teilweise auf die niedrigen Ölpreise und die Verwicklung in den Abschwung in Asien zurückzuführen ist, doch zogen die Aktien im Halbjahr zum 30. September um 37 % und im letzten Geschäftsjahr um 25 % an und trugen damit maßgeblich zu unseren jüngsten Ergebnissen bei.

Was der Brexit längerfristig für Großbritannien, die Europäische Union (EU) und unsere Märkte bedeutet, wird erst die Zukunft weisen. Als Anleger dürfen wir nicht die Tatsache außer Acht lassen, dass ein Unternehmen eine Mischung aus menschlichem, materiellem und geistigem Kapital ist und daher über bemerkenswerte Fähigkeiten der Anpassung an ein verändertes wirtschaftliches und aufsichtsrechtliches Umfeld verfügt. Viele – wenn nicht die meisten – Unternehmen in unseren Teilfonds sind Großunternehmen mit einer Vielzahl von Produktlinien, die weltweit in einer großen Anzahl von Märkten und Währungen tätig sind. Ihr Erfolg hängt nicht übermäßig stark von der Prognose für die europäische Wirtschaft ab. Allerdings kann die kurzfristige Volatilität in den nächsten Wochen und Monaten sehr stark sein, während die Märkte unter der Frage leiden, ob sich die Briten für einen „harten“ oder „weichen“ Brexit entscheiden werden. Unserer Ansicht nach geht es hier nicht um einen „Weltuntergang“ für die britischen oder andere europäische Märkte, sondern um etwas, das einem stark auf den Kurs achtenden Wertanleger Chancen bietet.

In Bezug auf die Marktführerschaft scheint sich das Rad jedoch tatsächlich in unsere Richtung zu drehen, wenn auch immer wieder mit Unterbrechungen. Viele Faktoren, die sich letztes Jahr negativ auf unser absolutes und relatives Ergebnis auswirkten, gereichen uns jetzt zum Vorteil. In einigen Punkten ist, wie Sie nachstehend sehen werden, ein guter Teil unseres relativen Erfolgs in diesem Jahr auf nicht von uns gehaltene Papiere zurückzuführen – d. h. auf Kursrisiken, die wir einfach nicht in unsere Portfolios übernehmen wollten.

- Zum Beispiel entwickelten sich Wertaktien in diesem Jahr besser als Aktien, die eher wachstumsorientiert sind. Die sogenannten FANG-Aktien (Facebook, Amazon, Netflix und Google) haben die weltweiten Aktienmärkte nicht so sehr beeinflusst wie 2015. Mit Ausnahme von Google halten die Teilfonds diese Aktien nicht, und wenn sie sie hielten, würden Sie sich angesichts der himmelhohen Bewertung dieser Aktien zweifellos fragen, ob wir vom Weg abgekommen sind.
- Japanische Aktien, die einen wesentlichen Teil des MSCI World und MSCI EAFE Index (der Vergleichsindizes der Teilfonds) ausmachen, sind im letzten Jahr auf die Landeswährung bezogen von ihrer Stellung als Marktführer zu überrundeten Nachzüglern abgesunken, so dass sie sich auf die gesicherten Index-Ergebnisse jetzt negativ auswirken. Unser Engagement in japanischen Aktien ist inzwischen recht niedrig, da wir in den letzten Jahren jeweils zum Zeitpunkt des Höhenflugs ihrer Märkte viele japanische Aktien verkauft haben.
- Zudem sind in diesem Jahr die Kurse der Bankaktien der Eurozone insgesamt deutlich zurückgegangen, insbesondere nach der Abstimmung über den Brexit. Zum Beispiel geriet die Deutsche Bank kürzlich aufgrund der Schwächung ihrer Eigenkapitalausstattung in die Schlagzeilen, insbesondere im Lichte der erheblichen Strafzahlungen, die sie eventuell wegen ihrer Geschäfte im US-Hypothekenmarkt leisten muss. Wir verfügen nicht über Anlagen in Aktien der Banken der Eurozone in unseren Teilfonds-Portfolios.
- Der Ölpreis hat sich dieses Jahr erholt und damit zumindest kurzfristig die Kursentwicklung unserer Engagements in der Energiebranche zum Besseren gewendet. So gab die OPEC Ende September bekannt, dass sie auf ihrer nächsten Tagung über eine Drosselung der Ölförderung beraten will, was auf eine erhebliche Kursänderung bei der OPEC hindeutete und zum Ende des Quartals für einen Anstieg der Aktien aus der Energiebranche sorgte.
- Und last but not least tragen sich unsere Liquiditätsrücklagen, die im letzten Jahr unsere Ergebnisse nach unten drückten, in diesem Jahr dazu bei, den leichten Rückgang der Aktienkurse an Märkten außerhalb der USA abzufedern. Während wir einiges von Ihrem Geld in sich anbietende preisgünstige Gelegenheiten stecken konnten, insbesondere während der vorstehend beschriebenen kurzzeitigen Kursausschläge, reichten diese „Stürme im Wasserglas“ einfach nicht aus oder dauerten

nicht lange genug an, um unsere Liquiditätsrücklagen erheblich zu verringern. Mit Stand vom 30. September 2016 beliefen sich die Liquiditätsrücklagen unserer vier Teilfonds auf 8 % bis 14 %.

Im Geschäftsjahr 2016 trugen auch einige unserer Engagements in der Konsumgüterbranche erheblich zu unseren Ergebnissen bei, darunter Engagements in Getränkeunternehmen wie Diageo, Nahrungsmittelunternehmen wie Unilever und Haushaltproduktehersteller Henkel. Engagements in Pharmaunternehmen wie GlaxoSmithKline und Johnson & Johnson entwickelten sich ebenfalls beeindruckend, dies trotz des steigenden politischen Drucks gegenüber der Branche wegen der von vielen als unangemessen hoch angesehenen Arzneimittelpreise. Auch erzielten wir mit mehreren Engagements in der Industriegüterbranche, darunter dem Schweizer Elektrizitäts-Großunternehmen ABB und dem französischen Outsourcing-Unternehmen Teleperformance, gute Renditen. Der einzige wirklich schwache Punkt in unseren Portfolios war der Automobilsektor, darunter Kia Motors und Hyundai Motor in Südkorea sowie Honda in Japan.

Der Portfolioumschlag war in den letzten zwölf Monaten und im laufenden Jahr nur mäßig. Jedoch nutzten wir die Marktvolatilität dazu, eine Reihe bestehender Engagements zurückzufahren bzw. opportunistisch aufzustocken. Wir kauften einige neue Beteiligungen, etwa an ACGO, einem global tätigen Landwirtschaftsmaschinenhersteller mit Sitz in den USA, und an Linde. Wir hielten bereits in der Vergangenheit eine Beteiligung am deutschen Industriegaseunternehmen Linde und waren der Ansicht, dass wir einmal mehr eine preisgünstige Gelegenheit zum Kauf der Aktien hatten. Im dritten Quartal bestätigte das Unternehmen, dass es ein Zusammengehen mit Praxair anstrebt, woraus der weltweit größte Anbieter von Industriegasen hätte entstehen können. Zum Zeitpunkt dieses Schreibens scheint die mögliche Verschmelzung kein Thema mehr zu sein, und es wird sich weisen, ob die beiden Unternehmen ihre Gespräche wieder aufnehmen.

Unserer Ansicht nach notieren die meisten Wertpapiere in unseren Teilfonds zu ihrer angemessenen oder vollen Bewertung. Mit Stand vom 30. September 2016 betrug der gewichtete Durchschnitt des Kurs-Gewinn-Verhältnisses der besten 25 Engagements jedes Teilfonds in Bezug auf den Gewinn 2016 zwischen 16,5 und etwas unter 18, und die Dividendenrendite dieser Engagements lag bei 3,0 % bis 4,2 %. (Bitte beachten Sie, dass diese Dividendenrendite nicht der Rendite des betreffenden Teilfonds oder dessen Wertentwicklung entspricht. Die Zahlen beziehen sich ausschließlich auf die durchschnittliche Dividendenrendite der sich in jedem Teilfonds-Portfolio am besten entwickelnden 25 Aktienwerte.) Mit einer gesunden Liquiditätsrücklage für jeden Teilfonds sind wir unseres Erachtens gut gerüstet, um die unseres Erachtens bevorstehende Volatilität zu nutzen.

Was ist besser: aktives oder passives Management?

Angesichts der Anzahl von Artikeln, die in der letzten Zeit praktisch den Tod des aktiven Investmentmanagements angekündigt haben, drängt sich die Frage auf, ob die Anleger die Vorstellung einer über dem Markt liegenden Wertentwicklung aufgeben und besser nur noch eine marktgerechte Rendite anstreben.

Dies ist mit Sicherheit genau die Strategie, welche die Anhänger der passiven indexorientierten Anlage vorschlagen würden. Es ist keine völlig abwegige Frage, denn langfristig haben immer weniger Anleger, ob Profis oder Amateure, im Vergleich mit Indexfonds, die niedrigere Gebühren verlangen, einen über ihre Gebühren hinausgehenden Mehrwert erzielen können. Die seit mehreren Jahren unter dem Marktniveau liegende Wertentwicklung aktiv gemanagter Fonds hat dazu beigetragen, diesen Eindruck zu verstärken. Aufgrund der Dynamik der Hausse und des Einbruchs der Zinsen floss immer mehr Geld in die globalen Aktienmärkte, so dass die breit angelegten Aktienindizes immer stärker an Wert gewannen. Dadurch wiederum schossen die Aktienbewertungen durch die Decke, und es entstand eine Nachfrage nach kapitalisierungsgewichteten Indexfonds, die zum Selbstläufer wurde.

Laut Morningstar flossen in den letzten drei Jahren fast 1,3 Billionen USD in passiv gemanagte indexorientierte Anlageformen, darunter ETF, während etwa 250 Milliarden USD aus aktiv gemanagten Fonds abgezogen wurden. Vanguard hat inzwischen laut dem ETF-Analysten Eric Balchunas (Bloomberg) die vier größten Fonds der Welt, während aktiv gemanagte Fonds wie der PIMCO Total Return Fund und der Fidelity Magellan Fund, die früher zu den fünf größten Fonds zählten, nicht einmal mehr zu den größten zehn gehören.

Hedgefonds, die vielleicht am aktivsten gemanagten Fonds, haben seit gut zwölf Monaten erhebliche Abflüsse hinnehmen müssen und werden von vielen institutionellen Anlegern zugunsten passiver Strategien mit niedrigeren Gebühren fallengelassen. Man muss sich wirklich fragen, ob diese Anleger in den letzten Runden

einer sehr soliden Hausse in Bezug auf aktives Management wieder einmal das Handtuch werfen und auf vollständig investierte Indexfonds setzen.

Einige bekannte Investmentmanager und Kommentatoren meinen, dass in Bezug auf passive Fonds eine Blase am entstehen ist, da viele, wenn nicht alle ihrer als Konstituenten zugrunde liegenden Aktien zurzeit mit gefährlich hohen Bewertungen notieren. Fast die Hälfte der Unternehmen im S&P 500 Index stehen gegenwärtig bezüglich ihres Gewinns nach Steuern bei einem KGV von über 20 (entsprechend einer 5%igen Gewinnrendite), was bestimmt nicht billig ist. Wenn der Wendepunkt kommt, womit wir rechnen (auch wenn niemand den Zeitpunkt vorhersehen kann), folgt – wenn man die Vergangenheit als Lehrstück nimmt – ein rasanter Kursverfall: die Bewertungen rauschen in den Keller und die Anleger suchen fluchtartig das Weite. Unserer Ansicht nach werden sich unter diesen Umständen breit angelegte Indexfonds wieder schlechter entwickeln als aktiv gemanagte Fonds, insbesondere als eher wertorientierte Fonds. Genauso kam es, als 2000 die Technik-Blase und 2008 die mit Immobilien zusammenhängende Kreditblase platzte.

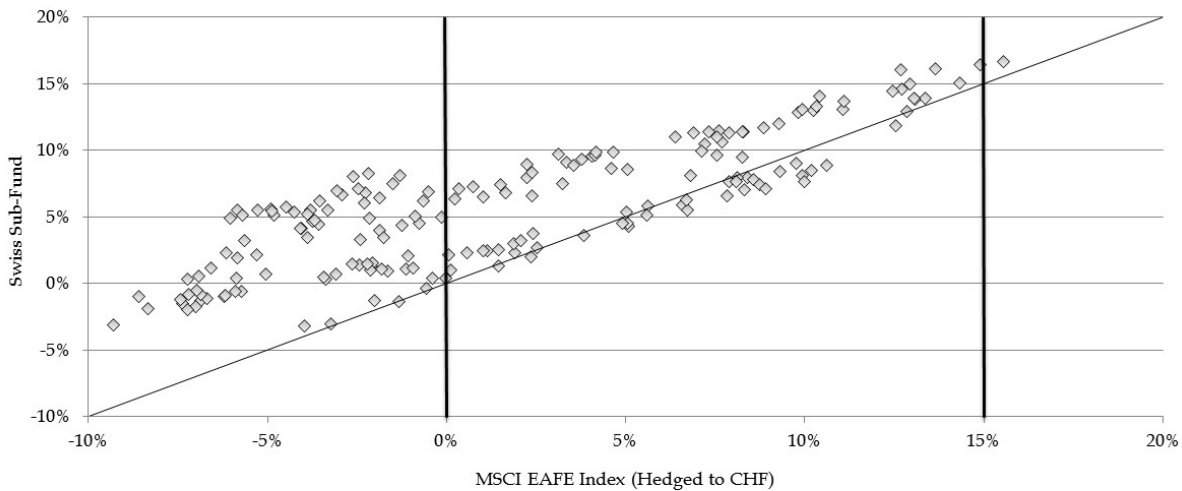
Wie wir bereits in früheren Schreiben erwähnten, sind die Renditeströme aus Aktien von Natur aus unregelmäßig. Wir können Unternehmen finden, die unserer Ansicht nach beim Kauf unterbewertet sind, haben aber keine Kontrolle darüber, wann (und sogar ob) dieser Wert an den Börsen erkannt wird. Diese Werterkennung ist häufig stark vom Zufall abhängig. Daher ist in jeder Anlagebilanz ein Element des Könnens, aber auch des Glücks. Wie wir im Jahresbericht des letzten Jahres erwähnten, ist es ohne eine umfangreiche Stichprobe, d. h. eine langfristige Anlagebilanz, praktisch unmöglich, Können von Glück zu unterscheiden, da eine Vielzahl von Variablen, vor allem kurzfristig, die Aktienkurse laufend verändern.

Eine Sache, die Tweedy, Browne aufgrund seiner langen Geschichte und Verwurzelung in den Anfängen der Wertanlage hat, ist eine langfristige Anlagebilanz. So war die langfristige Anlagebilanz unserer Teilfonds, die zumeist seit fast zwanzig Jahren bestehen, unregelmäßig – da gab es mehrere Zwischenzeiten, in denen ihre Wertentwicklung unter der des Marktes lag, wie z. B. die letzten paar Jahre. Jedoch sind diese Zeiträume der unter dem Markt liegenden Entwicklung Teil einer erfolgreichen langfristigen Wertentwicklungsbilanz.

Ein Streudiagramm veranschaulicht diese Sachlage unserer Ansicht nach am besten. Das nachstehende Diagramm zeigt, wie das Ihnen schon in einem früheren Schreiben präsentierte, die Wertentwicklung des Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) („CHF-Teilfonds“) in rollierenden Fünfjahreszeiträumen, wobei die Messung zu Beginn jedes Monats seit der Auflegung des CHF-Teilfonds vor fast 20 Jahren erfolgte. Im Vergleich dazu wird die rollierende Fünfjahresrendite des Vergleichsindex gezeigt. Die über der diagonalen Linie erscheinenden Datenpunkte im Diagramm zeigen einen Fünfjahreszeitraum, in dem der CHF-Teilfonds ein über dem Index liegendes Ergebnis erzielte, während die unter der Linie erscheinenden Datenpunkte im Diagramm einen Zeitraum der unter dem Index liegenden Wertentwicklung darstellen. Wie Sie sehen, lag das Ergebnis des CHF-Teilfonds in 85 % der 180 rollierenden Fünfjahreszeiträume über dem Vergleichsindex und nur in 15 % der Zeiträume darunter. Vielleicht noch wichtiger ist die Tatsache, dass der CHF-Teilfonds in fast jedem Zeitraum über dem Vergleichsindex lag, in dem der breit angelegte Aktienindex eine negative Rendite erzielte. Diese Resilienz bei widrigen Umständen ist es unserer Ansicht nach, welche die Anleger dazu ermutigt hat, „an Bord zu bleiben“, wenn die Fahrt holprig war, was für ein über dem Index liegendes Anlageergebnis und den langfristigen Aufbau von Vermögen entscheidend ist.

Die rollierende Fünfjahresrendite

In 180 Messabschnitten von jeweils fünf Jahren lag der CHF-Teilfonds 153-mal bzw. in 85 % der gemessenen Abschnitte über dem MSCI EAFE Index (CHF-kursgesichert).



<p>Baisse-Markt - Ertrag im Fünfjahresdurchschnitt (unter 0%) CHF-Teilfonds: 2,54% (CHF-kursgesicherter) MSCI EAFE: -3,87% Der CHF-Teilfonds schlägt den EAFE-Index in 99% der Zeiträume</p>	<p>Normaler Markt - Ertrag im Fünfjahresdurchschnitt (0-15%) CHF-Teilfonds: 8,65% (CHF-kursgesicherter) MSCI EAFE: 6,61% Der CHF-Teilfonds schlägt den EAFE-Index in 72% der Zeiträume</p>	<p>Hausse-Markt - Ertrag im Fünfjahresdurchschnitt (über 15%) CHF-Teilfonds: 16,66% (CHF-kursgesicherter) MSCI EAFE: 15,56% Der CHF-Teilfonds schlägt den EAFE-Index in 100% der Zeiträume</p>
---	---	---

Das vorstehende Diagramm veranschaulicht die durchschnittliche rollierende monatliche Fünfjahresrendite des CHF-Teilfonds abzgl. der Gebühren seit dem 1. November 1996 gegenüber der im gleichen Zeitraum erzielten durchschnittlichen rollierenden Fünfjahresrendite seines Vergleichsindex. Vom 1. November 1996 bis zum 30. September 2016 gab es 180 Möglichkeiten zur Beobachtung der rollierenden monatlichen Rendite.

Beschreibung des Diagramms. Die horizontale Achse stellt die rollierende Rendite des Vergleichsindex über fünf Jahre dar, während die vertikale Achse die rollierende Rendite des Teilfonds in jeweils fünf Jahren darstellt. Die diagonale Achse veranschaulicht die Outperformance bzw. Underperformance des Teilfonds gegenüber dem Vergleichsindex. Die Datenpunkte über der diagonalen Achse zeigen die relative Outperformance des Teilfonds an, während die Datenpunkte unterhalb der diagonalen Achse die relative Underperformance des Teilfonds darstellen. Die jeweilige Rendite wird für drei verschiedene Marktumgebungen dargestellt: einen „Baisse-Markt“, d. h. einen Zeitraum, in dem die rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite des Vergleichsindex unter 0 % liegt; einen „normalen Markt“, d. h. einen Zeitraum, in dem die rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite des Vergleichsindex 0 % bis 15 % beträgt; und einen „Hausse-Markt“, d. h. einen Zeitraum, in dem die rollierende durchschnittliche Fünfjahresrendite des Vergleichsindex 15 % übersteigt.

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

Der CHF-Teilfonds erzielte über den Ein-, Fünf- bzw. Zehnjahreszeitraum zum 30. September 2016 eine durchschnittliche Gesamtrendite von jeweils 6,51 %, 7,64 % und 3,09 %. Die angezeigte Wertentwicklung betrifft Vergangenheitswerte und lässt keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Anlageergebnis und Anlagewert sind Schwankungen unterworfen, so dass die Anteile eines Anlegers bei ihrer Rücknahme im Wert über oder unter ihren Anschaffungskosten liegen können. Die Ist-Wertentwicklung kann über oder unter der angezeigten Wertentwicklung liegen.

Eine über dem Index liegende Bilanz, insbesondere wenn sie langfristig ist, kann kraft der Zinseszinsen zu einem Vermögenszuwachs führen, der weit über das bei einem Index Mögliche hinausgeht. Zum Beispiel erbrachte der CHF-Teilfonds, der mit einem Vermögen von 305 Millionen CHF zum 30. September größte der Teilfonds, im Zeitraum seit seiner Auflegung 1996 eine durchschnittliche Jahresrendite, die abzgl. der Kosten um 337 Basispunkte (d. h. 3,37 %) über seinem Vergleichsindex liegt. Ein Anleger, der zum Zeitpunkt der Auflegung 100 000 CHF investierte und bis zum 30. September 2016 stehenließ, würde zu diesem Zeitpunkt über eine Summe von 362 000 CHF bzw. über einen Gewinn von 262 000 CHF aus seiner Erstanlage verfügen. Im Vergleich dazu wäre eine entsprechende Anlage im MSCI EAFE Index (CHF-kursgesichert) 191 000 CHF wert bzw. hätte einen Gewinn von 91 000 CHF erzielt. Ein Anleger im Teilfonds hätte insofern einen fast dreimal so hohen Gewinn erzielt wie ein Anleger in den Index. (Natürlich kann ein Anleger nicht direkt in einen Index investieren.)

Wir hegen große Bewunderung für Menschen wie Jack Bogle, den Gründer von Vanguard, und seine jahrzehntelange Aufklärung von Marktteilnehmern über die vielen Vorteile der indexorientierten Anlage. Zwar stimmen wir Charles Ellis zu, dass das aktive Management für die meisten zu Verlusten führt, doch führt es eben nicht für alle dazu. Und obwohl wir ihnen auch zustimmen, dass die Chance recht gering ist, dass ein Anleger einen aktiven Manager findet, der für ihn Geld verdient, so sind wir doch der Ansicht, dass diejenigen, die einen entsprechenden Manager finden, ein erhebliches zusätzliches Vermögen erwirtschaften können. Am Ende des Tages gibt es einige wenige Manager, die im Laufe der Zeit den Wert haben steigern können, und unseres Erachtens lässt sich faktisch belegen, dass wir dazugehören. Auch wenn es im Investmentgeschäft keine Garantien gibt, so sind wir doch optimistisch und diesem Geschäft verschrieben, denn fast eine Milliarde USD unseres eigenen Geldes – das unserer derzeitigen und im Ruhestand befindlichen Managing Directors und Mitarbeiter sowie ihrer Familien – sind in die gleichen Wertpapiere investiert, die auch von unseren Kunden gehalten werden.

Häufig gestellte Fragen

In der Zeit zwischen unseren Schreiben an die Anteilsinhaber erhalten wir häufig Anfragen von Anlegern, Finanzberatern, Investmentberatern usw. Im Folgenden präsentieren wir Ihnen einige der in den letzten sechs Monaten häufiger gestellten Fragen und unsere Antworten darauf.

1. Hat der Rückgang der Zinsen in den letzten Jahren zu einer Erhöhung der Multiplikatoren geführt, die Sie zur Berechnung des inneren Wertes der Unternehmen verwenden, in welche Sie investieren?

Größtenteils lautet die Antwort darauf „nein“. Wenn wir sicher wären, dass die Zinsen dauerhaft niedrig bleiben, fiel unsere Antwort wahrscheinlich anders aus, aber wir glauben nicht, dass Zinsen von Null bis Negativ ewig andauern. Wir tendieren eher zu der Ansicht, dass die Zinsen von den Zentralbanken künstlich niedrig gehalten werden und sich wahrscheinlich langfristig auf einem höheren Wert normalisieren.

Zudem gehen wir an die Unternehmensbewertung von einem ziemlich konservativen Standpunkt aus heran. Bei der Berechnung des inneren Werts von Unternehmen, die wir für eine Investition in Betracht ziehen, legen wir die Kurse zugrunde, die bei realen Übernahmen vergleichbarer Unternehmen durch die Übernehmenden gezahlt werden – häufig als Multiplikator ausgedrückt. Wir berechnen diesen Multiplikator, indem wir den Unternehmenswert (EV) (d. h. die Summe von Marktwert und verzinsten Nettoschulden) durch den EBIT (Gewinn vor Abzug von Zinsen und Steuern), den EBITA (Gewinn vor Abzug von Zinsen, Steuern und nicht zahlungswirksamen Abschreibungen immaterieller Vermögenswerte) oder den EBITDA (Gewinn vor Abzug von Zinsen, Steuern, Abschreibungen und nicht zahlungswirksamen Abschreibungen immaterieller Vermögenswerte) teilen. Weitere von uns verwendete Kennzahlen sind der Kurs, geteilt durch den Gewinn pro Aktie nach Steuern (KGV), und der Kurs, geteilt durch den Buchwert pro Aktie (KBV). Zwar bestimmen die Multiplikatoren aus vergleichbaren echten Übernahmen unsere Sicht des inneren Werts eines Unternehmens, doch extrapolieren wir nicht blind aus den Multiplikatoren beobachteter Geschäfte. Manchmal sind wir der Ansicht, dass Käufer zu teuer einkaufen, insbesondere wenn die Übernahmen mit niedrig verzinsten Schulden finanziert werden können. Daher verlangen wir nicht nur, dass ein Unternehmen relativ zum Übernahmekurs anderer real übernommener Unternehmen preiswert ist, sondern wir verlangen auch, dass es absolut gesehen preiswert ist. Diese zusätzliche Prüfung besteht aus einem absoluten Bewertungsansatz unter Verwendung bewährter Kennzahlen, die mit mathematischen Realrendite-Formeln verbunden sind. Zum Beispiel zahlen wir keinen auf EBITA bezogenen KGV von 15 für ein Unternehmen, selbst wenn ein vergleichbares Geschäft darauf hinweist, dass die Käufer ähnlicher Unternehmen willens waren, einen auf EBITA-Multiplikator von 23 zu zahlen. Stattdessen bewerten wir die meisten Unternehmen bei der Berechnung ihres inneren Werts eher unter Anwendung eines Verhältnisses von Unternehmenswert zum jährlichen Betriebsgewinn vor Steuern (EBIT oder EBITA) von 10 bis 12, woraus sich eine Rendite

von 10 % vor Steuern oder etwa 8 % des Unternehmenswerts ohne Schulden ergibt. Diese Rendite ist mehr als günstig im Vergleich zu niedrigen, risikofreien Zinsen und unserer Ansicht nach daher ein vernünftiger Erlös für Aktienanleger. Wenn wir eine neue Anlage vornehmen, bemühen wir uns in der Regel um einen Abschlag von mindestens einem Drittel dieser relativ konservativen Schätzung des inneren Werts (beim Global High Dividend Value Fund ist der Abschlag geringer), die beim Kauf ein Verhältnis von Unternehmenswert zu EBIT oder EBITA von 6 bis 8 annimmt. Diese Grundlage bedeutet eine Gewinnrendite von etwa 17 % oder 13 % daraus, die wir absolut gesehen für attraktiv genug halten, um das Risiko am Aktienmarkt einzugehen. Man kann dies in einem Umfeld, in dem zehnjährige US-Staatsanleihen eine Rendite von etwa 1,8 % erbringen, natürlich für übermäßig aggressiv halten.

Hier ein Beispiel für eine Bewertung von Tweedy, Browne:

Bewertung des «Unternehmens A»:

Multiplikator EBIT = 11 (in USD)

EBIT pro Aktie	12
	USD
× 11 (Kennzahl)	× 11
Unternehmenswert	132
Unternehmen A	USD
Zzgl.: Liquidität pro Aktie	+ 6
Abzgl.: Schulden pro Aktie	- 10
Geschätzter Wert pro Aktie	128 USD
von Unternehmen A mit angenommenem EBIT- Multiplikator von 11	

Anmerkung: ein Drittel Abschlag auf den inneren Wert von 128 USD ist gleich Kaufpreis von 84,50 USD, d. h. der EBIT-Multiplikator beträgt 7

Eine der Kennzahlen, die Ben Graham häufig zur Bewertung von Unternehmen verwendete, war der Vergleich der Gewinnrendite nach Steuern einer prospektiven Anlage in Aktien mit einer risikofreien Anleihenrendite. Betrug diese Rendite mehr als 150 % bis 200 % der Rendite der risikofreien Anlage, so galt ihm die Aktienanlage als preislich attraktiv. Wendet man diese Art der Kennzahl im heutigen Zinsumfeld an, in dem eine zehnjährige US-Staatsanleihe mit 1,8 % verzinst wird, so kann man theoretisch die Zahlung der Summe von 28-mal dem Gewinn pro Aktie nach Steuern in USD für eine Beteiligung rechtfertigen, d. h. eine Gewinnrendite von 3,6 %. Und die Grahamsche Gewinnrendite ergibt absolut keinen Sinn, wenn man sie auf eine zehnjährige Schweizer Staatsanleihe anwendet, die negativ verzinst ist. Wir haben große Hochachtung vor Grahams Multiplikator, aber wir bezweifeln stark, dass er ihn im heutigen anomalen Zinsumfeld wie beschrieben anwenden würde.

2. Warum haben Sie keine preislichen Gelegenheiten für Beteiligungen an Banken der Eurozone gefunden, insbesondere nach dem Brexit?

Keine Frage: Viele Banken der Eurozone erscheinen im Lichte einer Reihe von Bewertungskennzahlen, insbesondere des Buchwerts, zurzeit als preisgünstig. Teilweise ist diese Tatsache sicherlich auf die Unsicherheit rund um den Brexit und die Aussicht auf weiterhin niedrige bis negative Zinsen in Europa zurückzuführen. Bisher haben wir nicht in Banken der Eurozone investiert. Sie befinden sich sozusagen in unserer Abteilung „zu schwierig“. Bei der Anlage in Banken, die im Grunde auf Fremdkapital basierende Unternehmen sind, pflegen wir einen eher konservativen Ansatz. Wir mögen finanziell solide Banken, d. h. Banken mit konservativer Kapitalquote und Darlehenswachstum, Verlass auf einlagenbasierte Finanzierung, mehrere Erlösquellen, darunter einem gebührenbasierten Erlös, die im Vergleich zum Gewinn bzw. Buchwert zu niedrigen Kursen notieren. Viele Banken der Eurozone erfüllen diese Kriterien heutzutage einfach nicht. Sie sind häufig unterkapitalisiert, haben ein aggressives Darlehenswachstum und verlassen sich für ihre Finanzierung zu einem guten Teil auf Tagesgelder von Geschäftskunden bzw. verwalten eine steigende Anzahl notleidender Darlehen. Obwohl Aktien dieser Banken sich gut entwickelnde Anlagen sein können, sind sie uns aufgrund der von uns wahrgenommenen mit ihnen verbundenen Risiken nicht ganz geheuer.

Wie bereits erwähnt, halten wir eine Beteiligung an HSBC, einer Bank mit Sitz in Großbritannien, die wir als eine weitgehend mit dem Asiengeschäft verbundene Bank betrachten. Wir haben auch in die Bangkok Bank in Thailand, die DBS Group und die United Overseas Bank in Singapur sowie die Wells Fargo Bank

und die Bank of New York Mellon in den USA investiert. Alle diese Banken haben unserer Ansicht nach eine solide Kapitalausstattung, verlassen sich größtenteils auf einlagenbasierte Finanzierung, haben mehrere Erlösquellen und eine attraktive Beleihungsquote, notieren zu attraktiven Gewinn-Multiplikatoren und erbringen zurzeit eine überdurchschnittliche Dividendenrendite.

3. Notieren europäische Aktien zurzeit nicht zu attraktiven Bewertungen, insbesondere nach dem Brexit? Warum also halten Sie weiterhin so viel Liquidität in Ihren Teilfonds-Portfolios vorrätig?

In den letzten etwa zwölf Monaten gab es drei Phasen der Marktvolatilität – Ende August / September 2015, im Januar und Februar dieses Jahres und zum Zeitpunkt des Brexit Ende Juni. Jede dieser Phasen ergab einige preisgünstige Gelegenheiten, neue Positionen aufzubauen bzw. bestehende Positionen aufzustocken, aber keine dieser Marktkorrekturen war tief genug und dauerte lange genug, um es uns zu ermöglichen, unsere Liquiditätsrücklagen erheblich zu verringern.

Nach jedem dieser Einbrüche erholten sich die Aktienmärkte aggressiv, zugegebenermaßen in den USA stärker als in Europa. Jedoch ist die Bewertung der Art von Wertpapieren, in die wir an den Aktienmärkten dies- und jenseits des Atlantik gerne investieren, auch heute noch hoch. Qualitativ höherwertige Industrieunternehmen, Unternehmen für Marken-Konsumgüter, Pharmaunternehmen und qualitativ höherwertige Finanzdienstleister notieren heute unserer Ansicht nach größtenteils zu ihrer vollen bis zu einem Aufschlag enthaltenden Bewertung, und zwar unabhängig davon, ob sie ihren Sitz in den USA oder in Europa haben. Einige Branchen wie die Banken der Eurozone und die Automobilhersteller notieren darunter, aber uns ist bei den damit verbundenen Risiken und Bewertungen nicht wohl.

Obwohl der Gesamt-Multiplikator für europäische Aktien vermutlich etwas unter dem für US-Aktien liegt, sind beide hoch. Zum Beispiel notierte der US-Teil des MSCI World Index für die zwölf Monate zum 30. September 2016 zu einem KGV von 24 pro Aktie, während der europäische Teil bei 23 notiert. Wenn sich im letzten Jahr, selten genug, einmal ein niedrigerer KGV bei europäischen Unternehmen fand, die uns gefallen, ist der damit verbundene Unternehmenswert häufig voll erreicht, vor allem aufgrund der in Europa niedrigeren Körperschaftssteuer.

Jedoch ist zu sagen, dass wir aufgrund der Volatilität einige neue Chancen gefunden haben und die Liquiditätsrücklagen unserer Teilfonds gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen sind.

Neuzugänge zu unserem Anlageteam

In unserem Unternehmen begrüßten wir im Sommer zwei neue Analysten für unsere Anlageteam, Amelia Koh und Andrew Ewert. Wie Sie sich erinnern werden, haben wir vor etwas über einem Jahr mit der Suche nach weiteren Analysten begonnen. Beide Neuzugänge erhielten ihren MBA von der Columbia Business School und nahmen am mit Ben Grahams Ideen assoziierten „Value Investing Program“ der Business School teil bzw. belegten Kurse darin. Beide sind ausgewiesene „Wert“-Spezialisten, bringen Geschäfts- und Investment-Erfahrung mit und konnten sofort voll einsteigen. Dafür verabschiedeten wir uns Mitte Mai von unserem jüngsten Analysten, Will Browne, der sich dafür entschied, mit seinem Bruder zusammen ein neues Unternehmen aufzubauen.

Dank des Zugangs von Amelia Koh und Andrew Ewert hat unser Analystenteam jetzt neun Mitglieder, abgesehen von unseren vier Managing Directors, die auch analytisch tätig sind. Sechs der neun Analysten halten Beteiligungen an Tweedy, Browne und sind seit durchschnittlich 19 Jahren in unserem Unternehmen tätig. Außerdem können unsere neun Analysten auf Kenntnisse in zehn Sprachen verweisen, darunter Japanisch, Koreanisch und Mandarin-Chinesisch. Zwei unserer Analysten, Roger De Bree und Olivier Berlage, verbringen einen Großteil ihrer Zeit in unserer Research-Niederlassung in London. Drei unserer Analysten, Roger de Bree, Frank Hawrylak und Jay Hill, sind in unserem Anlageausschuss tätig.

Ausblick

Wie wir häufig in diesen Schreiben zum Ausdruck bringen, ist unser Ausblick hinsichtlich der Aktienmärkte der Welt und der zu erwartenden Renditen großteils von der Aktienbewertung bestimmt, und unserer Ansicht nach sind diese Bewertungen in den Industrieländern weltweit zurzeit überwiegend voll erreicht oder zu hoch. Für Wert-Anleger wie uns ist es inzwischen enorm schwierig, Aktien zu finden, die mit erheblichen Abschlägen vom konservativ bemessenen inneren Wert notieren. In den USA befinden sich der S&P 500 Index und der Dow Jones Industrial Average Index fast auf einem Allzeitrekordhoch. Der MSCI World Index und der EAFE Index, die Vergleichsindizes der Teilfonds, notieren unserer Ansicht nach

ebenfalls zu einer Bewertung, die voll erreicht ist oder einen Aufschlag enthält, wenn die Bewertung auch noch nicht weh tut.

Bei einfacher Betrachtung des doch eher geringen Gewinnwachstums von US-Unternehmen und Unternehmen außerhalb der USA erkennt man, dass der Kursanstieg bei den Aktien aufgrund der künstlich niedrig gehaltenen Zinsen und des Fehlens attraktiver Anlagemöglichkeiten überwiegend auf den Anstieg des Gewinn-Multiplikators (Anstieg des Kurses im Verhältnis zum Gewinn) zurückzuführen ist. Des Weiteren wird dieses ziemlich schwache Gewinnwachstum teilweise durch Rückkäufe eigener Aktien durch Unternehmen angetrieben, die in den letzten drei Jahren stark zugenommen haben, da die Unternehmen keine Möglichkeiten zur Investition ihrer Überschussliquidität sehen. Rückkäufe eigener Aktien sind nicht unbedingt schlecht; jedoch verwässern sie das Ergebnis, wenn die Aktienbewertungen über dem inneren Wert liegen.

Das zyklisch angepasste Kurs-Gewinn-Verhältnis, auch als Shiller-KGV bezeichnet, liegt zurzeit bei mehr als 26, verglichen mit dem langfristigen Median von 16. Die von Warren Buffett häufig zur Schätzung einer Bewertung verwendete Kennzahl, die durch das BIP geteilte Marktkapitalisierung der US-Aktien, liegt zurzeit bei 125 % bzw. bei zwei Standardabweichungen über ihrem langfristigen Mittel von 69 %. Wir fragen uns häufig, ob die Beschränkung dieses Vergleichs auf das US-BIP angemessen ist, bedenkt man die globale Ausrichtung der meisten heutigen Unternehmen. Jedoch zeigt diese Kennzahl bisher recht zuverlässig eine Über- bzw. Unterbewertung an. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den MSCI World Index betrug mit Stand vom 30. September 2016 21 und für den EAFE Index 19. Unabhängig von der gewählten Kennzahl erscheinen Aktien als teuer.

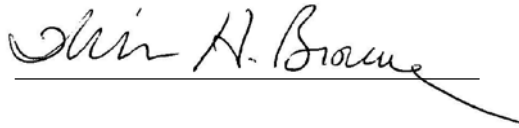
Auch wenn wir mit den Aktien, die wir zurzeit halten, sehr glücklich sind, so notieren die meisten von ihnen doch fast oder ganz auf ihrem von uns geschätzten inneren Wert. Wenn wir mit Hilfe von Multiplikatoren, die uns angemessen und zuverlässig erscheinen, neue Wertpapiere prüfen, finden wir eine so geringe Anzahl von Aktien wie seit zehn Jahren nicht mehr, und diejenigen, die wir für möglicherweise quantitativ attraktiv halten, kommen in der Regel aus Branchen mit langfristigen Problemen und hoher Unsicherheit wie etwa dem Einzelhandel (Amazon-Risiko) und börsennotierten Vermögensverwaltungsunternehmen.

Für Aktien spricht zurzeit vor allem eines: die relative Bewertung. Es wird ständig darauf hingewiesen, dass Aktien im Vergleich zu niedrige bis negative Renditen erwirtschaftenden Anleihen billig sind und dass der Kauf von Aktien mit etwas Dividendenrendite besser ist als das Halten von Liquiditätsrücklagen, die wenig bis nichts erbringen. Die Wendung „there is no alternative“ (TINA) bzw. im heutigen Deutsch „alternativlos“ wird zunehmend als Begründung dafür herangezogen, warum Anlagen in Aktien fast reflexartig erfolgen.

Im Gegensatz zum derzeitigen relativistischen Denken sind wir im Rahmen absoluter Bewertungen tätig und meiden die Versuchung, unsere Bewertungskennzahlen aufgrund der künstlich niedrig gehaltenen Zinsen zu strecken, die wir eher als vorübergehend denn als dauerhaft betrachten. Wir warten gerne auf Gelegenheiten, statt Wertpapiere zu kaufen, die unserer Ansicht nach keine ausreichende „Sicherheitsmarge“ aufweisen. Dessen ungeachtet sieht es jedoch so aus, als ob das Rad in Bezug auf die Marktführerschaft, wie wir bereits vorstehend erwähnt haben, sich in unsere Richtung dreht, wenn auch langsam. Die Volatilität ist im letzten Jahr angestiegen, und die Anleger scheinen eine Art hochgradiger Nervosität entwickelt zu haben, so dass sie bei unerfreulichen Schlagzeilen, Gewinnberichten und Änderungen des Aufsichtsverhaltens sofort aus dem Gleichgewicht geraten. Im letzten Jahr begann der Markt jedes Mal zu zittern, wenn die Federal Reserve versuchte, ihre Absicht einer Normalisierung der Zinsen anzudeuten, so dass sie ihre Maßnahme umgehend verschob. Wir gehen daher davon aus, dass der Markt am Rande eines Wendepunkts steht, wenn auch Ihre Kristallkugel vermutlich genauso gut oder besser ist als unsere. In jeder neuen Phase von Volatilität konnten wir im Geschäftsjahr 2016 unsere Liquidität für das Aufstocken bestehender Engagements und einige neue Ideen nutzen. Wir vermuten, dass die Kombination von niedrigem Konjunkturwachstum, negativen Zinsen und hohen Aktienbewertungen in den nächsten Wochen und Monaten zu weiterer Volatilität führen wird, und wenn diese Annahme stimmt, hoffen wir die preislichen Gelegenheiten voll ausnutzen zu können, die sich aus den Turbulenzen ergeben. In der Zwischenzeit arbeiten wir weiterhin mit vollem Einsatz an unserer stetigen Prüfung von Unternehmen, die zu angemessenen Abschlägen von unserer konservativen Schätzung ihres inneren Werts notieren.

Vielen Dank, dass Sie bei uns investieren und uns weiterhin Ihr Vertrauen schenken. Wir arbeiten hart, um Ihr für unseren beiderseitigen Erfolg kritisches Vertrauen zu gewinnen und zu halten.

Mit freundlichen Grüßen



TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC
William H. Browne
Thomas H. Shrager
John D. Spears
Robert Q. Wyckoff, Jr.
Managing Directors

Im Oktober 2016

Fußnote:

Derzeitige und zukünftige Portfoliobestände unterliegen Risiken. Die Anlage in ausländische Wertpapiere beinhaltet zusätzliche Risiken, darunter Währungsschwankungen, politische Unsicherheit, unterschiedliche Grundsätze der Bilanzierung und Bewertung, unterschiedliche aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen sowie unterschiedliche Markt- und Wirtschaftsfaktoren in den verschiedenen Ländern. Zudem können die Wertpapiere kleiner, weniger bekannter Unternehmen sich volatiler verhalten als diejenigen größerer Unternehmen. Das wertorientierte Anlegen 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 sind nicht garantiert, und ein Unternehmen, das zurzeit Dividenden zahlt, kann die Dividende jederzeit streichen. Diversifikation bedeutet keine Garantie des Erfolgs und schützt in einem rückläufigen Markt nicht vor Verlusten. Bitte lesen Sie im Prospekt des Fonds die Beschreibung der Risikofaktoren nach, die mit Anlagen in Wertpapieren verbunden sind, die von den Teilfonds eventuell gehalten werden.

Auch wenn die von den Teilfonds eingesetzte Praxis der Kurssicherungsgeschäfte das Verlustrisiko aus Wechselkursänderungen verringert, so verringert sie ebenso die Fähigkeit der Teilfonds, aus günstigen Wechselkursänderungen Gewinn zu ziehen, wenn die Währung, der gegenüber der Teilfonds gesichert wird, gegenüber der Währung, auf welche die Anlagen des Teilfonds lauten, an Wert verliert; je nach Zinsumfeld können den Teilfonds dadurch Kosten entstehen.

Diesen Ausführungen muss ein Prospekt des Tweedy, Browne Value Fund vorhergehen oder beiliegen.