Bericht des Investmentmanagers

«Alles ist im Fluss, auch der Status Quo.»

– Robert Byrne

Das einleitende Zitat enthält mit Sicherheit ein Körnchen Wahrheit, und wenn Sie ihm aufgrund Ihrer Lektüre der Finanzpresse zustimmen, dann sind Sie vielleicht sogar der Meinung, dass es weit mehr als nur ein Körnchen ist. Zum Beispiel ist Japan, das seit vielen Jahren vom Radarschirm der Anleger verschwunden war, plötzlich wieder da, dies dank Ministerpräsident Abes Plan, der seit Jahren stagnierenden Wirtschaft des Landes neues Leben einzuhauchen. Die Anleger, darunter auch «Frau Watanabe» (ein japanischer Ausdruck für Aktien- und Währungsspekulanten), haben nicht erst auf Beweise gewartet, dass die auf «drei Säulen» basierende Politik von Ministerpräsident Abe zur Wiederbelebung der Wirtschaft auch wirklich zum Erfolg führen würde, und den Nikkei-Index in den letzten zwölf Monaten um 65 % in die Höhe getrieben. Weiter unten werden wir diese Entwicklung noch näher besprechen; hier sei nur kurz gesagt, dass wir noch nicht davon überzeugt sind, in Japan breche ein neuer Tag an, und auf der Grundlage einer sehr gründlichen, wenn auch nicht übermässig grosszügig ausgefallenen Analyse des Werts einzelner Unternehmen unsere Bestände an japanischen Aktien eher reduziert haben. Japan befindet sich auf einer Gratwanderung, auf der es gleichzeitig versucht, nach einer langen Zeit fast völlig fehlenden Wirtschaftswachstums wieder Fahrt aufzunehmen, einer Staatsverschuldung Herr zu werden, die über das Doppelte seiner Wirtschaftsleistung beträgt, und einen starken Anstieg der Schuldzinsen zu vermeiden, die momentan bei einer Zehnjahresanleihe unter 1 % liegen.

Ein weiteres Beispiel für «alles ist im Fluss» ist die Kehrtwende bezüglich der Schwellenländer. Wir alle erinnern uns an die Abkürzung «BRICS» für Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika als Symbole für die wirtschaftliche Zukunft der Welt. Morgan Stanley spricht im Gegensatz dazu seit kurzem von den «fragilen fünf» (Brasilien, Indonesien, Südafrika, Indien und die Türkei), um die aktuellen Probleme und strukturellen Behinderungen dieser Länder zu erfassen, die zuvor zwar latent vorhanden waren, aber von denen, die in diesen Märkten Fuss fassen wollten, kaum beachtet wurden. Eine Reihe von Marktstrategen, die vielleicht eine Möglichkeit sahen, ein bisschen Bewegung in die Märkte zu bringen, blieben hier nicht untätig. Ihr Vorschlag: Europa biete bessere Anlagemöglichkeiten, und die Anleger seien gut beraten, Europa über- und die Schwellenländer unterzugewichten. Genauso wie viele Anleger sich gedrängt fühlten, in diesen Märkten Fuss zu fassen, möchten sie nun zweifellos wieder aussteigen – genau diese Art emotional aufgeladener Druck ist es, der unserer Ansicht nach einer erfolgreichen langfristigen Anlageentscheidungsfindung zuwiderläuft. Wir finden, die Schwellenländer (unter diesen Begriff fällt eine grosse Anzahl südasiatischer Länder sowie eine Reihe von Ländern in Lateinamerika, darunter Mexiko) wachsen längerfristig stärker als die Industrieländer, jedoch langsamer als bisher angenommen.

Ebenso im Fluss ist Europa: Wie man sich erinnern wird, ist es noch gar nicht lange her, dass Europa als Heimstätte einer unhaltbaren Währungsunion, eines schwer kriselnden Bankensystems, einer überregulierten Wirtschaft, an der Peripherie kollabierender Volkswirtschaften und schlechter Wachstumsaussichten galt, um nur die grösseren Schwierigkeiten Europas zu erwähnen. Zweifellos sind einige Fortschritte bei der Lösung dieser Probleme erzielt worden, und die Ängste bezüglich des Euro haben sich gelegt, dennoch sollte man nicht annehmen, dass diese Probleme beseitigt sind. Europa bleibt ein «Mischwesen» – eine Währungsunion ohne politische Union –, in dem viele Entscheidungen immer noch auf nationaler Ebene fallen. Jedoch möchten wir eine positive Bemerkung hinzufügen, die viele unserer Anlagen in Europa zum grössten Teil erklärt. Europa, der zweitgrösste Markt der Welt, ist der Sitz einer Reihe von Unternehmen, die unserer Ansicht nach zu den besten der Welt gehören. Diese Unternehmen sind weltweit tätig und können besonders vielversprechende Gelegenheiten wahrnehmen, wo auch immer diese sich ergeben. Zudem haben die meisten dieser Unternehmen ihre bisherigen Gelegenheiten vorbildlich wahrgenommen.

Zwar ist die vorstehende Liste keineswegs vollständig, dennoch könnte man die USA als Ausnahme zu den von uns festgestellten «Kehrtwenden» ansehen. Der Kampf um den US-Bundeshaushalt und um das Gleichgewicht zwischen der Erhöhung der Einnahmen und der Verringerung der Ausgaben zur Lösung des langfristigen Schuldenproblems hält an, und geändert hat sich wohl einzig die Härte der Auseinandersetzung. Die Kluft zwischen den Vorstellungen beider Parteien zur Lösung des Problems deutet darauf hin, dass die Beilegung des Streits nicht bevorsteht; aber unserer Ansicht nach lässt die Sachlage keine andere Möglichkeit offen, als einen Ausweg aus der derzeitigen Krise zu finden. Die Vereinbarung vom 17. Oktober schiebt die Auseinandersetzung lediglich auf. Momentan erscheinen die Differenzen zwischen dem Repräsentantenhaus und dem Senat beträchtlich. Dem Senat schweben anscheinend neue Einnahmen von etwa einer Billion USD vor, während das Repräsentantenhaus davon auszugehen scheint, dass die Regierung «bereits genug» hat. Das Repräsentantenhaus möchte die Ausgaben für Sozialleistungen in den nächsten zehn Jahren um etwa 900 Milliarden USD kürzen, während der Senat für den gleichen Zeitraum Kürzungen in Höhe von 75 Milliarden USD vorschlägt. Klar ist, dass noch viel zu tun bleibt, bevor die Aussichten sich bessern. In der Zwischenzeit wächst die US-Wirtschaft weiterhin zu langsam, um einen wirklichen Rückgang der Arbeitslosenzahl zu bewirken, und die Debatte über Zeitpunkt und Auswirkungen des unvermeidlichen Zurückfahrens der Federal-Reserve-Politik der quantitativen Lockerung hält an. Ein Beobachter verglich die Politik der Federal Reserve kürzlich damit, «den Esel zu peitschen in der Hoffnung, dass er zum Rennpferd wird». Wir geben zwar nicht vor, Wirtschaftswissenschaftler zu sein, aber es scheint uns wirklich so, als ob eine Zentralbank alleine eine Wirtschaft nicht retten kann. Zudem geben die wirtschaftlichen Veränderungen offensichtlich vielen Leuten keine Chance – ein ernsthaftes, kompliziertes Thema, worüber bisher kaum gesprochen wurde.

Um alle diese Kehrtwenden im Auge zu behalten und zum richtigen Zeitpunkt darauf zu reagieren, ist man häufig auf enorm viel «intelligentes Mutmassen» angewiesen, wie es einer unserer Freunde aus dem Investmentbereich ausdrückt. Natürlich sind wir nicht so arrogant oder kurzsichtig, diese Gegenströmungen als irrelevant für unsere tägliche Arbeit abzutun. Wir sind jedoch skeptisch, ob irgendjemand tatsächlich geringfügige Änderungen oder kurzfristige Bewegungen an Märkten oder in den Kursen einzelner Aktien vorhersagen kann. In vielen Fällen haben diese Vorhersagen mehr mit Intuition als mit harten Fakten zu tun und basieren sehr häufig auf einer Vorhersage, was «Anleger», Unternehmen oder Märkte über einen bestimmten Zeitraum hinweg machen werden. Falls beim Investment und wirtschaftlichen Verhalten, wie allgemein als gesichert gilt, das «Bauchgefühl» eine Rolle spielt und Anleger nicht völlig rational agieren, so ist man gut beraten, vielen Prognosen skeptisch gegenüberzustehen, inbesondere Anlageempfehlungen, die darauf beruhen, was andere Menschen bzw. Anleger tun werden. Wir haben in einer noch nicht lange zurückliegenden Ausgabe der **Financial Times** einen Satz gelesen, der unserer Ansicht nach diesen Gedanken auf den Punkt bringt: «Menschen und Märkte verhalten sich nicht immer wie Newtons Apfel, als er vom Baum fiel.»

In diesem Umfeld, das manchmal wie ein Wirbelsturm gegensätzlicher Ansichten erscheint, versuchen wir unseren Zeithorizont zu erweitern. Wir versuchen, uns auf eine relativ kurze Liste kritischer Variablen zu konzentrieren, und fragen uns, wie das geschäftliche Umfeld in einigen Jahren aussehen wird. Anschliessend fragen wir uns, wie unsere Sicht der Zukunft die künftigen Erwartungen eines bestimmten von uns analysierten Unternehmens beeinflussen wird, und versuchen das Ergebnis mit unserem Investmentrahmen abzustimmen, indem wir uns fragen: «Ist die von uns ins Auge gefasste Anlage eine attraktive Anlagemöglichkeit? Besitzt das Unternehmen ein nachhaltiges, gewinnbringendes Nachfrageprofil? Ist die Kapitalstruktur solide, und können wir Aktien an der Börse für weniger Geld erwerben als das Gesamtunternehmen unseren Nachforschungen zufolge unter Marktbedingungen bei einem Verkauf oder einer Fusion erzielen würde?» Während wir bei unserer Analyse vom Unternehmen ausgehen, isolieren wir diese Fragestellung nicht von den Bedingungen, unter denen das Unternehmen sich dem Wettbewerb stellt. Wenn dann alles stimmt ausser dem Preis, warten wir zu oder gehen zum nächsten Kandidaten über. Wir finden, der Preis, den man zahlt, ist wirklich wichtig, und dieser Preis muss unter dem Preis liegen, den ein sachkundiger Käufer unter Marktbedingungen für das Gesamtunternehmen zahlen würde. Unserem Konzept nach stellt jede Aktie letztlich eine winzige Beteiligung am Unternehmen dar, und wir ziehen es vor, mit einem Abschlag gegenüber unserem Schätzpreis pro Aktie bei einer Fusion oder Übernahme des Unternehmens zu kaufen.

Teil dieses Prozesses ist unserer Ansicht nach, dass unsere Entscheidung sich auf relativ objektive Messwerte (die Bewertung eines Unternehmens) stützt, so dass wir unser Denken und Handeln von den konstanten emotionalen und intuitiven Reaktionen isolieren können, welche die Aktienkurse wie auch die meisten Anleger täglich beeinflussen. Diese Faktoren haben in den letzten Jahren zweifellos weiter an Gewicht gewonnen aufgrund der zunehmend kurzfristigen Ausrichtung und Renditeorientierung des Marktes und der Möglichkeit, praktisch gratis an der Börse zu handeln. Ein weiterer wichtiger Aspekt dieses Prozesses ist die Geduld. Die Konzentration auf relativ objektive Messwerte verstärkt die Geduld und das überlegte Handeln – beides Eigenschaften, die Anlegern zugute kommen, wenn die Massen in Ekstase geraten.

In all den Jahren unserer Investmenttätigkeit hätten wir zweifellos eine Reihe der Anlagen, die wir seit vielen Jahren erfolgreich halten, bereits mehrfach ge- und verkauft, wären wir den Ratschlägen vieler Branchenvertreter gefolgt. In den meisten Fällen basierten diese Ratschläge auf Überlegungen, die unserer Ansicht nach zu kurzfristig waren und eine Spezifität enthielten, die sich innerhalb des «angemessenen Toleranzbereichs» bewegte und von der Grösse her nur sehr wenig über die Zukunftsaussichten des Unternehmens aussagte. Es besteht kaum ein Zweifel, dass bei einer Befolgung dieser Ratschläge unsere steuerpflichtigen Kunden mehr Steuern hätten entrichten müssen und allen unseren Kunden die zusätzlichen Kosten entstanden wären, wie sie sich bei der Errichtung und Auflösung von Engagements ergeben.

Auf der anderen Seite der Gleichung wird der Verkauf von Wertpapieren von unserer Beurteilung derselben Variablen bestimmt, die zu einer Anlage führen. Wenn sich die Zukunftsaussichten oder die finanzielle Lage eines Unternehmens verschlechtert, überdenken wir unsere Position. Wenn die Bewertung eines Unternehmens an der Börse sich vom von uns für angemessen erachteten Schätzwert löst, beginnen wir, unsere Bestände zu reduzieren. Diese Maxime erscheint uns als die naheliegendste, um Anlageentscheidungen zu treffen, und sie hat uns seit über drei Jahrzehnten gut gedient. Dank ihr müssen wir auch nicht jeden Tag eine neue «Strategie» entwickeln. Eine makroökonomische Blase lässt sich nur schwer erkennen, das ist klar. Darüber wurden schon ganze Bücher geschrieben, und unbestritten scheint dabei einzig, dass man nachher über das «Risiko» gescheiter ist als vorher. Unserer Ansicht nach ist allerdings die Chance, die Überbewertung eines einzigen Wertpapiers zu erkennen, höher, wenn man den Wert eines Unternehmens im Falle einer Fusion oder Übernahme abzuschätzen versucht.

Die Schwierigkeit bei diesem Prozess besteht darin, dass man sich manchmal «einsam» vorkommt. Gegen den Strom zu schwimmen, wenn jedermann mit dem Strom schwimmt, erfordert viel Rückgrat. Normalerweise gibt es viele «gute Gründe», der Masse flussabwärts zu folgen, und wer dies nicht will, muss ebenso die eigenen emotionalen Reaktionen im Zaum halten wie wirksam mit den Kunden kommunizieren können, die unter dem gleichen Druck stehen, ihre Richtung zu ändern. Das ist keine einfache Aufgabe. Die Forschung auf dem Gebiet der Verhaltensökonomie lässt immer mehr den Schluss zu, dass es nicht Objektivität und Vernunft ist, was Menschen bei ihrer Entscheidungsfindung auszeichnet. Vielmehr sind wir auf kurzfristige, von Verlustaversion gekennzeichnete Entscheidungen geeicht. Wir verlassen uns zu sehr auf kurzfristige Heuristik und neigen dazu, die jeweils letzten Ereignisse überzubetonen und von diesen aus abzuleiten. Diese Neigungen helfen allerdings kaum dabei, das flaue Gefühl zu unterdrücken, das sich für viele daraus ergibt, mit ihrer Entscheidung allein dazustehen.

Wo stehen wir aber damit heute? Wir sind ein wenig aus dem Tritt geraten. Unsere Barmittel sind zu einem Zeitpunkt angestiegen, an dem wir lasen, dass Anleger mehr Geld am Markt anlegen möchten. Soweit die Kurse ansteigen, bedeutet unsere Barmittelposition voraussichtlich eine im Verhältnis zum Vergleichsindex schwächere Wertentwicklung unserer Teilfonds. Wir würden unsere Konkurrenz, einschliesslich des Vergleichsindex, gerne jeden Tag schlagen, aber wir wissen, dass das unmöglich ist. Unserer Ansicht nach laufen wir ein Marathon- und kein Kurzstreckenrennen. Wir halten die Barmittelposition nicht für ein Prognoseinstrument am Markt, vielmehr sehen wir sie als Ergebnis unserer Beurteilung der Bewertung der einzelnen von uns gehaltenen Wertpapiere. So wie wir es sehen, halten uns die Barmittel in unserem Portfolio Möglichkeiten offen und blockieren unsere Rendite nicht. Praktisch gesehen fehlt uns nur eine Handvoll von

Anlagemöglichkeiten, bis wir unser gesamtes Anlagekapital investiert haben, und unsere Erfahrungen aus der Vergangenheit lassen darauf schliessen, dass wir diese Möglichkeiten bald wieder haben werden. Die Märkte entwickeln sich nicht geradlinig, und es gibt viele Unsicherheiten auf der Welt, die «Anleger» in Aufregung versetzen können. Unserer Ansicht nach zahlt sich ein bisschen Geduld aus.

Im Zusammenhang mit dem kürzlichen Jubiläum der Auflegung eines unserer in den USA registrierten offenen Investmentfonds haben wir die Gelegenheit ergriffen, die Weltwirtschaftsgeschichte der letzten zwei Jahrzehnte Revue passieren zu lassen. Diese 20 Jahre hatten es in sich und brachten uns Gegenströmungen, Börsenereignisse, Blasen, Kriege, viele freudige und viele traurige Anlässe sowie möglicherweise auch einige Lektionen für die Zukunft. Die Teilfonds von Tweedy, Browne verlegten ihren Sitz 1996 nach Luxemburg, und drei der vier Teilfonds bestehen insofern in ihrer derzeitigen Form seit fast 20 Jahren. Auch wenn wir einmal mehr vorausschicken müssen, dass Vergangenheitswerte keine Garantie für zukünftige Ergebnisse sind, so haben diese Fonds im Zeitraum seit 1996 doch bessere Ergebnisse als ihr jeweiliger Vergleichsindex erzielt. Die beiden Teilfonds Tweedy, Browne International Value (Euro) und Tweedy, Browne International Value (CHF) haben seit ihrer Auflegung einen Renditesatz erzielt, der doppelt so hoch ist wie der ihres jeweiligen Vergleichsindex (wobei der Kurs natürlich geschwankt hat). Der Teilfonds Tweedy, Browne International Value (Euro) verzinste sich mit 9,07 % pro Jahr gegenüber einer Verzinsung des Vergleichsindex von 4,51 %; zusammengenommen betrug die Verzinsung des Teilfonds 334,30 % und die des Index 110,74 %. Ähnlich verzinste sich der Tweedy, Browne International Value Fund (CHF), mit 7,53 % pro Jahr, während sein Vergleichsindex MSCI EAFE Index ein Ergebnis von 3,17 % erzielte; für den geamten Zeitraum betrug die Verzinsung des Teilfonds 241,24 %, während der Index auf 69,53 % kam. Das Ergebnis des Tweedy, Browne Value Fund (USD) fiel seit seiner Auflegung bis zum 30. September mit 6,35 % seinem Vergleichsindex (6,15 %) gegenüber bescheidener aus. *(Der Wert wird sich in der Zukunft möglicherweise nicht wiederholen. Ausserdem kann es sein, dass der Fonds über einen längeren Zeitraum schlechter abschneidet als die Vergleichsindizes. Die vollständige Wertentwicklung der Teilfonds finden Sie weiter unten.)* Während dieser Zeit war viel Navigation, Urteilsvermögen und Anpassungsfähigkeit erforderlich, um eine Umsetzung in vernünftige und hoffentlich erfolgreiche Anlageentscheidungen zu erreichen. Auch wenn das wie Hybris oder vielleicht Naivität klingt, sind wir doch der Meinung, dass sich in dieser Zeit einige innere Stärken unserer Anlagemethode gezeigt haben, insbesondere wenn man bereit ist, Geduld aufzubringen, da unser Anlagestil nicht die tägliche Überflügelung des jweiligen Vergleichsindex anstrebt. Zudem sind einige der Mitarbeitenden, die zu Beginn des Zeitraums bei uns waren, immer noch für uns tätig. Und wir haben eine Reihe ausserordentlich talentierter neuer Mitarbeitender eingestellt, denn bekanntlich lebt niemand ewig.

Es folgt eine kurze chronologische Aufstellung der wichtigeren Ereignisse und Meilensteine der letzten zwanzig Jahre. Wir halten sie auf jeden Fall für interessant, ausserdem belegt sie, dass die Welt, in die wir investieren, in dieser Zeit viele Veränderungen sowie Perioden der Unsicherheit und der ungerechtfertigt optimistischen Erwartungen erlebt hat. Diese Chronologie könnte auch daruf hindeuten, dass der derzeitige Status Quo in einigen Jahren ganz anders aussehen kann.

Zeittafel

1993

- Tweedy, Browne legt seine ersten beiden offenen Investmentfonds mit Sitz in den USA auf.
- Der maximale Grenzsteuersatz für natürliche Personen steigt in den USA auf 39,6 %.
- Der Preis von Rohöl beträgt 16.96 USD pro Barrel; der Preis eines Anteils von Berkshire Hathaway liegt bei etwa 15'000 USD.
- Das chinesische BIP wird auf 600 Milliarden USD, das japanische BIP auf 3,8 Billionen USD geschätzt.
- Südafrika führt das Mehrheitsprinzip ein.
- Die Rendite der US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit beträgt 6,6 % (1. Januar 1993).
- Der Preis von 1 McF Erdgas beträgt ab Bohrloch 2.00 USD.

- Die japanischen Staatsschulden werden auf 71 % des BIP geschätzt.

1994

- Die Rendite der US-Staatsanleihen mit dreissigjähriger Laufzeit erreicht 8,16 %.
- Festverzinsliche Hypotheken stehen bei über 8,5 %.
- Die Technik des Internets wird erstmals auch kommerziell genutzt.

1995

- Ein Streit um den Staatshaushalt verursacht einen Government Shutdown in den USA.
- Die US-Regierung schnürt nach dem Verfall des Pesos ein Hilfspaket für Mexiko.
- Die US-Leitzinsen werden von 6,0 % auf 5,5 % gesenkt.
- Netscape bringt erstmals einen Internet-Browser auf den Markt.

1996

- Die Teilfonds von Tweedy, Browne Sub-Funds verlegen ihren Sitz nach Luxemburg und werden in ihrer jetzigen Form aufgelegt.
- Der in den USA bundesweit gültige Mindestlohn wird auf 4.75 USD pro Stunde angehoben.

1997

- Der Dow Jones Industrial Average erreicht die 8000er Marke.
- Die Arbeitslosigkeit in den USA ist sinkt auf 4,9 % und damit auf den niedrigsten Stand seit 24 Jahren.
- Am 27. Oktober fällt der Dow Jones Industrial Average aufgrund der asiatischen Finanzkrise um 7 %.
- Die thailändische, die indonesische und die südkoreanische Währung verlieren 50 % gegenüber dem USD.
- Hongkong wird wieder chinesisch.

1998

- Die Firma Long-Term Capital Management L.P. wird insolvent; die Rettung kostet 3,6 Milliarden USD.
- Brasilien erhält ein Rettungspaket im Wert von 42 Milliarden USD vom IWF.
- Das chinesische BIP überschreitet 1 Billion USD.
- Google wird gegründet.

1999

- Der Euro wird im Januar zum Kurs von einem Euro zu 1.17 USD eingeführt.
- Der Rohölpreis steigt auf ein Neunjahreshoch von über 26 USD pro Barrel.

2000

- Im März erreicht der NASDAQ ein Rekordhoch von 5048 Punkten; der Dow Jones steigt an einem Tag um den noch nie dagewesenen Rekordwert von 499 Punkten.
- Die «Dotcom-Blase» platzt.
- Der Euro fällt im Oktober auf 0.82 USD (im Juli 2008 wird er auf 1.60 USD ansteigen) .
- Der NASDAQ fällt zum Jahresende auf 2470 Punkte (im Oktober 2002 fällt er auf den Tiefststand von 1108 Punkten).

2001

- Terror-Anschläge auf das World Trade Center (New York City) und das Pentagon (Washington, D.C.); der Handel in den USA wird vier Tage lang ausgesetzt.
- US-Vizepräsident Cheney schätzt, dass die USA 2020 zwei Drittel ihres Ölbedarfs werden einführen müssen.

- Der NASDAQ fällt auf 1423 Punkte.
- Die Firma Enron bricht zusammen.
- Die US-Leitzinsen werden im Dezember auf 1,75 % gesenkt.

2002

- In den USA tritt das Sarbanes-Oxley-Gesetz in Kraft.
- Die Firma WorldCom meldet Konkurs an.
- Der NASDAQ fällt auf 1172 Punkte.

2003

- Im März beginnt der zweite Golfkrieg.
- Am 1. Mai verkündet US-Präsident Bush das Ende der Kampfhandlungen im Irak.
- Der Automobil-Absatz erreicht in den USA im August eine saisonbereinigte annualisierte Zahl von 19 Millionen Fahrzeugen, den zweitbesten Monatswert in der Geschichte (sechs Jahre später melden GM und Chrysler Konkurs an).

2004

- Im Oktober steigt der Ölpreis auf 52 USD pro Barrel.
- Die Firma IBM gibt den Verkauf ihres PC-Bereichs an Lenovo bekannt.
- Wiederwahl von George W. Bush zum US-Präsidenten.
- Google geht an die Börse.

2005

- Berkshire Hathaway-Anteile werden für 92'000 USD pro Anteil verkauft.
- Der Ölpreis pro Barrel überschreitet die 60-USD-Marke.
- Der Preis von 1 McF Erdgas ab Bohrloch beträgt über 15.00 USD.
- Die USA verabschieden ein neues Konkursgesetz.

2006

- Der Subprime-Hypothekenmarkt wächst weiter rapide.
- Die kalifornischen Staatsanleihen werden von S&P auf A+ hochgestuft.
- Alan Greenspan geht als Vorsitzender der US-Federal Reserve in den Ruhestand.
- Die Standards für die Vergabe von Hypotheken verschlechtern sich weiter.

2007

- Die Finanzlage von Fannie Mae und Freddie Mac wird prekär.
- Die Bank of America investiert 2 Milliarden USD in die Firma Countrywide Financial.
- Grossbanken vereinbaren einen Superfonds in Höhe von 75 Milliarden USD, um das Vertrauen am Fremdkapitalmarkt wiederherzustellen.
- Die US-Immobilienkrise verschärft sich.
- Die Aktienkurse brechen ein aufgrund des Kollapses zweier hypothekenbezogener Hedgefonds bei Bear Stearns.
- Die grösste fremdfinanzierte Übernahme der Geschichte erfolgt mit dem Kauf von Texas Utilities für 47 Milliarden USD; das Unternehmen firmiert künftig als Energy Future Holdings Corp.

2008

- Die Aktienkurse brechen weltweit ein.
- JPMorgan Chase kauft Bear Stearns für 10 USD pro Anteil.
- Der Rohölpreis steigt auf über 100 USD pro Barrel.
- Lehman Brothers geht in Konkurs; die Investmentbank Merrill Lynch gibt ihren Verkauf an die Bank of America bekannt.
- Die US-Federal Reserve stellt bis zu 900 Milliarden USD an kurzfristigen Krediten für das Bankensystem bereit und verpflichtet sich zu Darlehen im Wert von über 1 Billion USD an Unternehmen, da der Geldmarkt für kurzfristige Kredite zum Stillstand gekommen ist.
- Fannie Mae und Freddie Mac werden der Aufsicht der US-Federal Housing Finance Agency unterstellt.
- Die Gesamtstaatsverschuldung der US-Bundesregierung liegt bei 9'986 Milliarden USD; die US-Bundessteuereinnahmen belaufen sich auf 2'524 Milliarden USD; die Gesamtstaatsausgaben der USA betragen 2'983 Milliarden USD; das US-Haushaltsdefizit beträgt 459 Milliarden USD.

2009

- Amtseinführung von Präsident Obama; der Kongress genehmigt ein Rettungspaket in Höhe von 787 Milliarden USD.
- Chrysler und GM melden Konkurs an.
- Die Immobilienpreise in den USA verzeichnen einen leichten Anstieg.
- Der S&P 500 steigt von seinem Tiefststand um 65 % und beendet das Jahr mit einem Gewinn von 26 %.

2010

- Die US-Federal Reserve beginnt mir ihrer zweiten Runde der quantitativen Lockerung.
- Die kalifornischen Staatsanleihen werden von S&P auf A- herabgestuft.
- Das chinesische BIP erreicht 5,9 Billionen USD und macht China damit vor Japan zur zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt.
- Die Schuldenkrise in der Eurozone verschärft sich; Griechenland erhält eine Anleihe von 110 Milliarden EUR; Irland erhält eine Anleihe von 85 Milliarden EUR; die europäischen Regierungen genehmigen ein Rettungspaket im Wert von 750 Milliarden EUR, um die Finanzmärkte zu stabilisieren; zwischen Januar und Juni fällt der Euro von 1.45 USD auf 1.20 USD.
- Der Affordable Care Act, auch als «Obamacare» bekannt, tritt in den USA in Kraft.
- Das Dodd-Frank-Gesetz tritt in den USA in Kraft, es umfasst etwa 2'300 Seiten.

2011

- S&P stuft die US-Staatsanleihen herunter.
- Die US-Kampftruppen ziehen sich aus dem Irak zurück.
- Der Ölpreis erreicht im April 123 USD pro Barrel.
- Griechenland erhält ein zweites Rettungspaket von 109 Milliarden EUR; die griechischen Staatsschulden werden auf 350 Milliarden EUR geschätzt.
- Der erste Jahrgang der sogenannten «Baby Boomer-Generation» wird 65.

2012

- Facebook geht an die Börse.
- Die US-Wirtschaft wächst mässig.
- Europa fällt wieder in die Rezession zurück.

- Die chinesische Wirtschaft erreicht einen Umfang von 8 Billionen USD.
- Die Marktkapitalisierung von Berkshire Hathaway übersteigt 116 Milliarden USD; ein Anteil wird für über 134'000 USD gehandelt.
- Die Internationale Energieagentur prognostiziert, dass die US-Ölproduktion im nächsten Jahrzehnt diejenige Saudiarabiens überholen wird; möglicherweise können die USA ein Nettoexporteur von Energie werden.
- Die Gesamtstaatsverschuldung der US-Bundesregierung liegt bei 16'050 Milliarden USD; die US-Bundessteuereinnahmen belaufen sich auf 2'450 Milliarden USD; die Gesamtstaatsausgaben der USA betragen 3'537 Milliarden USD; das US-Haushaltsdefizit beträgt 1'087 Milliarden USD.

2013

- Die Anwalts- und Gerichtskosten der sechs grössten US-Banken seit der Finanzkrise werden auf über 100 Milliarden USD geschätzt.
- Die US- und europäischen Zinssätze bleiben auf einem historischen Tiefststand.
- Der US-Immobilienmarkt erholt sich langsam aufgrund der rekordniedrigen Hypothekenzinsen.
- Die US-Regierung kommt sechzehn Tage lang zum Stillstand («Shutdown»).
- Die Arbeitslosenquote in Spanien und Griechenland übersteigt 25 %.
- Die Energy Future Holdings Corp. wird voraussichtlich Konkurs anmelden.
- Der Preis von 1 McF Erdgas ab Bohrloch liegt bei 3.58 USD.
- Berkshire Hathaway-Anteile notieren bei über 175'000 USD pro Anteil.
- Viele Vorschriften des Dodd-Frank-Gesetzes sind unvollendet; die gemäss dem Gesetz veröffentlichten Vorschriften umfassen zurzeit über 14'000 Seiten.
- Die japanische Staatsverschuldung wird auf über 200 % des japanischen BIP geschätzt.
- Die US-Bundestaatsverschuldung erreicht insgesamt 17'000 Milliarden USD, fast das Siebenfache der Bundessteuereinnahmen von 2012.

Performanceergebnisse

Im Folgenden wird das Anlageergebnis des Tweedy, Browne Value Funds SICAV («Fonds») für das Geschäftsjahr bis zum 30. September 2013 im Vergleich zu den von uns für massgeblich gehaltenen Indizes dargestellt. In diesem Bericht legen wir den Bericht der Verwaltungsgesellschaft für die vier Teilfonds in einem Schreiben vor, das die Einzelheiten der Wertentwicklung und unsere Stellungnahmen dazu sowie den jeweiligen Jahresabschluss der einzelnen Teilfonds enthält.

Tweedy, Browne Value Fund (USD)

Aufs Jahr bis zum 30. September 2013 berechnete Ergebnisse*

	Tweedy, Browne International Value Fund	*MSCI World (in USD)*	*S&P 500 Index*
6 Monate	6,21%	8,87%	8,31%
1 Jahr	18,68	20.21	19.34
3 Jahre	11.18	11.82	16.25
5 Jahre	8.87	7.84	10.01
10 Jahre	5.85	7.58	7.56
Seit Auflegung *(31.10.96)*	6.35	5.85	7.21

** Die Performance wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Tweedy, Browne Value Fund (USD) entspricht den «Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Fondsperformance», die vom Schweizerischen Anlagefondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden.* ***Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

Tweedy, Browne International Value Fund (EUR)

Aufs Jahr bis zum 30. September 2013 berechnete Ergebnisse*

	Tweedy, Browne International Value Fund (Euro)†	*MSCI EAFE (abgesichert gegen USD/EUR)*	*MSCI EAFE (in USD/EUR)*
6 Monate	2,06%	8,37%	4,80%
1 Jahr	14.14	27.22	17.63
3 Jahre	10.74	8.56	8.78
5 Jahre	10.69	4.91	7.14
10 Jahre	8.80	5.94	6.70
Seit Auflegung *(31.10.96)*	9.07	4.51	4.32

** Die Performance wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Tweedy, Browne International Value Fund (EUR) entspricht den «Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Fondsperformance», die vom Schweizerischen Anlagefondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden.* ***Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

† Vor dem 17. Mai 2004 wurde der Teilfonds in USD denominiert und seine Anlagen wurden gegen USD-Schwankungen abgesichert. Mit Stichtag 17. Mai 2004 wurde die Basiswährung des Teilfonds in EUR geändert, und seine Anlagen wurden gegen EUR-Schwankungen abgesichert. Die Performancezahlen bis zum 30. Juni 2004 basieren bis zum 17. Mai 2004 auf dem prozentualen Anstieg des USD-Werts der Anteile und danach auf dem prozentualen Anstieg des EUR-Werts der Anteile. Dementsprechend stellen die Wertentwicklungszahlen nicht den prozentualen Anstieg des USD- bzw. EUR-Werts der Anteile des Teilfonds über den gesamten Betrachtungszeitraum dar.

Zum Vergleich der Wertentwicklung werden die Entwicklung der gemischten Indizes MSCI EAFE (gegen USD/EUR-Schwankungen abgesichert) und MSCI EAFE (in USD/EUR) im jeweiligen Betrachtungszeitraum aufgeführt. D.h. es waren die Indizes MSCI EAFE-Index (gegen USD-Schwankungen abgesichert) und MSCI EAFE (in USD) für den Zeitraum vor dem 17. Mai 2004 als Referenzwert am geeignetsten, während für den Zeitraum danach die Indizes MSCI EAFE (gegen EUR-Schwankungen abgesichert) und MSCI EAFE (in EUR) die geeignetsten Referenzwerte darstellen.

Tweedy, Browne International Value Fund (CHF)

Aufs Jahr bis zum 30. September 2013 berechnete Ergebnisse*

	Tweedy, Browne International Value Fund	*MSCI EAFE (abgesichert gegen CHF)*	*MSCI EAFE (in CHF)*
6 Monate	2,84%	8,38%	5,49%
1 Jahr	16.04	27.21	19.09
3 Jahre	10.12	7.98	5.71
5 Jahre	8.65	4.61	1.87
10 Jahre	7.21	5.11	4.17
Seit Auflegung *(31.10.96)*	7.53	3.17	2.94

** Die Performance wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet.Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Tweedy, Browne International Value Fund (CHF) entspricht den «Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Fondsperformance», die vom Schweizerischen Anlagefondsverband (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden.* ***Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

Tweedy, Browne Global High Dividend Value Fund

*Aufs Jahr bis zum 30. September 2013 berechnete Ergebnisse**			
	Tweedy, Browne Global High Dividend Value	***MSCI World (abgesichert gegen EUR)***	***MSCI World (in EUR)***
6 Monate	1,79%	7,88%	3,28%
1 Jahr	10.40	21.50	14.25
3 Jahre	9.76	11.41	12.14
5 Jahre	6.89	6.22	8.64
Seit Auflegung *(01.06.07)*	2.03	0.07	1.36

** Die Wertentwicklung wird aufs Jahr umgerechnet und zeitlich gewichtet. Der Wert der Anteile und ihre Renditen können sowohl zu- als auch abnehmen. Sie werden von Markt- und Wechselkursschwankungen beeinflusst. Vergangenheitswerte lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Ergebnisse zu. Die Berechnung der Wertentwicklung des Teilfonds entspricht den Richtlinien für die Berechnung und Publikation der Fondsperformance, die von der Swiss Funds Association (SFA) am 16. Mai 2008 veröffentlicht wurden.* ***Die Berechnung der Wertentwicklung gilt für Anlegeranteile.***

Wie Sie aus den oben genannten Benchmark-Ergebnissen ersehen können, entwickelten sich der letzte Halbjahres- und Jahreszeitraum für Anleger sehr gut. Unserer Ansicht nach gilt das auch für die Teilfonds von Tweedy, Browne, deren Ergebnisse für die Anteilsinhaber der Teilfonds im Halbjahr von 1,79 % bis 6,21 % und im Jahr von 10,40 % bis 18,68 % reichten. Dennoch blieben die Teilfonds im letzten Jahr hinter den Ergebnissen der Marktindizes zurück. Dies lässt sich vor allem auf die Erhöhung unserer Barmittelreserven und auf unser ziemlich unbedeutendes Engagement in japanischen Aktien zurückführen, deren Kurse, wie vorstehend erläutert, im letzten Jahr nach oben geschossen sind. Die Barmittelreserven ergeben sich daraus, dass die globalen Aktienmärkte unseres Erachtens zurzeit wenige «Schnäppchen» anbieten. Unser geringfügiges Engagement in Japan hängt hauptsächlich zusammen mit unserer Besorgnis über die japanische Unternehmensführung und damit, dass in Japan natürliche Massstäbe für die Werterfassung von Aktien fehlen, wie sie im Westen in Hülle und Fülle vorhanden sind. Wir haben dieses Problem bereits in früheren Schreiben erwähnt. Es gibt in Japan im Wesentlichen keinen aktiven Übernahmemarkt, weil die japanische Kultur und die sich überlappenden Positionen in Unternehmensorganen derartige Aktivitäten im Unternehmensbereich praktisch ausschliessen. Daher können japanische Geschäftsführungen ihre Unternehmen auf eine Weise führen, die unserer Ansicht nach nicht immer im Interesse der Aktionäre ist. Natürlich gilt das nicht für alle japanischen Unternehmen. Wenn wir japanische Unternehmen finden, die unterbewertet sind und die Interessen von Aktionären – z. B. durch die Zahlung von Dividenden und intelligente Aktienrückkaufprogramme – berücksichtigen, zögern wir nicht, in diese Unternehmen zu investieren. Der japanische Aktienmarkt stagniert seit fast 24 Jahren. Gelegentlich jedoch kommt es dort kurzzeitig zu Aufschwüngen, bevor unweigerlich wieder der Kursrückgang einsetzt. Der Aufschwung ist häufig auf eine Politikänderung zurückzuführen, die Hoffnungen auf Unternehmensrechts- und Wirtschaftsreformen macht; indexabhängige Anleger stürzen sich dann auf diese Aktien, um keine Bewegung in einem Markt zu verpassen, der doch über 20 % der internationalen Industrieländer-Indizes ausmacht. Der jüngste Aufschwung in Japan scheint mit den Versuchen der neuen Regierung zusammenzuhängen, der japanischen Wirtschaft Liquidität zuzuführen, und mit öffentlichen Stellungnahmen über mögliche Steuer- und Unternehmensrechtsreformen. Unser Verhalten orientiert sich hingegen am Wert von Unternehmen und der Verfügbarkeit von Wertpapieren, die unsere ziemlich strengen Kriterien erfüllen, und nicht an den Aussichten auf einen Aufschwung, der mit einer möglichen Richtungsänderung der Wirtschaftspolitik zusammenhängt. Wir wünschen dem japanischen Ministerpräsidenten viel Erfolg, werden aber weiterhin nur dann in Japan investieren, wenn wir Unternehmen finden, die unseres Erachtens unterbewertet sind und deren Geschäftsführung ein Interesse an Aktionären zeigt.

Längerfristig ist die Wertentwicklung unserer Teilfonds weiterhin vergleichsweise vorteilhaft.

Die Portfolios unserer Teilfonds

Bitte beachten Sie, dass Aktien der einzelnen hier besprochenen Unternehmen von unseren Teilfonds, aber nicht unbedingt von allen vier Teilfonds gehalten werden.

Bei den Unternehmen, die im letzten Jahr am meisten zu unseren Teilfondsportfolios beitrugen, hat sich graduell ein Wandel vollzogen. Die grossen Konsumgüter-Markenartikelhersteller, die in den letzten Jahren vielfach die besten Ergebnisse erbrachten, bleiben in Bezug auf die kurzfristige Wertentwicklung der Aktien zunehmend hinter den konjunkturempfindlicheren Branchen wie Medien, ressourceintensive Produkte und Industrie zurück. Im letzten Jahr erzielten Unternehmen wie Axel Springer, der grosse deutsche Verlag, Unternehmen im Öl- und Gasbereich wie Total und Halliburton und Industrieunternehmen wie Safran, der französische Hersteller von Verkehrsflugzeug-Triebwerken, TNT Express, das niederländische Schnellverpackungsunternehmen, Vallourec, der französische Hersteller von nahtlosen Rohren, und Emerson Electric, der grosse Elektrokonzern mit Sitz in den USA, die besten Renditen. Solide Ergebnisse erbrachten auch Informationstechnologieunternehmen wie Cisco Systems und Google, Finanzdienstleister wie CNP Assurances und Wells Fargo sowie der Rüstungskonzern BAE Systems.

Enttäuschend verlief die Entwicklung nur bei wenigen Unternehmen, und zwar bei mehreren unserer Beteiligungen an Konsumgüter-Markenartikelunternehmen wie etwa Philip Morris International, British American Tobacco, Coca-Cola Femsa, Nestle und Unilever sowie beim weltweit tätigen Sicherheitsunternehmen G4S mit Sitz in Grossbritannien und der Firma Joy Global, einem Hersteller von Bergbauausrüstung mit Sitz in den USA.

Die Portfolioumschlagshäufigkeit blieb in unseren Teilfondsportfolios mit 6,6 % bis 10,0 % im letzten Jahr sehr gering. Zu den erwähnenswerten neuen Engagements zählen Beteiligungen an der Banco Santander Brasil, einer brasilianischen Grossbank, an National Oilwell Varco, dem weltweit führenden Hersteller von Bohranlagen und Verbrauchsgütern für die Energieindustrie, und an Cenovus Energy, dem kanadischen Ölsandabbauunternehmen. Banco Santander Brasil ist unsere erste Beteiligung an einem brasilianischen Unternehmen. Dank der Tatsache, dass die Märkte der Schwellenländer leicht schrumpfen aufgrund der Dämpfung der chinesischen Konjunktur, und weil im Zuge der erwarteten Änderung der Geldpolitik der US-Federal Reserve Gelder aus den Schwellenländern abfliessen, konnten wir die Beteiligung an dieser unserer Ansicht nach sehr attraktiven Bank preisgünstig erlangen. Zwar ist die Banco Santander S.A., eine spanische Grossbank, ein Grossaktionär der Banco Santander Brasil, doch ist die brasilianische Bank eine börsennotierte unabhängige Tochtergesellschaft mit eigener Geschäftsführung, eigenem Verwaltungsrat und eigener Kapitalbasis. Beim Erstkauf notierte die Banco Santander Brasil mit einem KGV von 10 bezogen auf ihre Gewinnerwartungen 2013 etwa bei ihrem materiellen Buchwert und hatte eine Dividendenrendite von etwa 5 %. Für eine Bank hat sie einen ausserordentlich geringen Fremdkapitalanteil (eine Tier-1-Eigenkapitalquote von 19,9 %), hohe Zinsmargen und unter den drei inländischen Wettbewerbern den bestentwickelten Zugang zu Privatkunden und damit zur unserer Ansicht nach längerfristig weiterhin schnell wachsenden brasilianischen Mittelklasse. Das Börsensymbol von National Oilwell Varco ist NOV, und Branchenexperten meinen, dass die Abkürzung de facto für «No Other Vendor» (kein anderer Lieferant) steht, da das Unternehmen der in der Öl- und Gasindustrie weltweit fast bevorzugteste Hersteller von Offshore-Bohranlagen ist. Es ist diesbezüglicher Marktführer in den beiden Segmenten der Öl- und Gasindustrie, die das höchste Wachstum erzeugen: Tiefwasser- und Shale-Bohrungen. Das Unternehmen hat in der Vergangenheit immer hohe Kapitalrenditen erzielt und besitzt eine unserer Ansicht nach konservative Bilanz mit minimaler Verschuldung, und wir konnten es angesichts der Unsicherheit über das kurzfristige Wachstum der Aufträge bei Bohranlagen mit einem erheblichen Abschlag auf den von uns angenommenen inneren Wert des Unternehmens kaufen. Das kanadische Ölsandabbauunternehmen Cenovus, das vor fünf Jahren aus Encana ausgegliedert wurde, hat ein solides Produktionswachstumsprofil mit kostengünstig am Standort gelegenen Ölsandreserven. Zum Zeitpunkt des Kaufs notierte Cenovus mit einem erheblichen Abschlag gegenüber unserer Schätzung seines inneres Werts und besass eine Dividendenrendite von 3,2 %.

Bei den Veräusserungen unserer Teilfondsportfolios sind zunächst die verbleibenden Anteile an Vodafone zu nennen, wofür wir die aufgrund des voraussichtlichen Verkaufs der Vodafone-Beteiligung an Verizon Wireless höheren Marktpreise ausnutzten. Zu den weiteren erwähnenswerten Verkäufen zählen Beteiligungen an Arthur J. Gallagher, Kimberly-Clark, Brown & Brown, Phillips 66, ein von ConocoPhillips ausgegliedertes Unternehmen, und das von Siemens ausgegliederten Unternehmen OSRAM Licht, die alle ihren von uns geschätzten inneren Wert erreicht oder überschritten haben. Wir verkauften und reduzierten auch weiterhin aufgrund der Stärke des japanischen Aktienmarkts eine Reihe unserer japanischen Bestände und senkten so eine bereits bescheidene Gewichtung in unseren Portfolios weiter. Wie vorstehend und in unserem vorigen Schreiben an die Anteilsinhaber erwähnt, wirkt es sich möglicherweise dämpfend auf unsere relativen Ergebnisse aus, wenn sich der Höhenflug der japanischen Aktien fortsetzt.

Die Bewertungen haben an den weltweiten Aktienmärkten grösstenteils mit den Basiswerten gleichgezogen, so dass die Schnäppchenjagd heutzutage erheblich schwieriger ist als früher. Als diese Zeilen geschrieben wurden, erreichte der US-Aktienmarktindex, der S&P 500, seinen bisher höchsten Stand. Unsere Teilfonds haben seit dem Tiefststand am 9. März 2009 auf dem Höhepunkt der Finanzkrise bis zum 30. September 2013 eine Verzinsung zwischen 13,3 % und 19,7 % pro Jahr erreicht. Mit Stand vom 30. September 2013 beträgt der gewichtete Durchschnitts-Kurs-Buchwert unserer Teilfondsportfolios bezogen auf die Gewinnerwartungen 2013 zwischen 14 und 15, und die gewichtete Dividendenrendite liegt zwischen 2,9 % und 4,0 %. *(Beachten Sie bitte, dass die gewichtete durchschnittliche Dividendenrendite für die Rendite der Teilfonds weder repräsentativ ist noch die Wertentwicklung der Teilfonds darstellt. Die Zahlen stellen lediglich die durchschnittliche Dividendenrendite für die im Portfolio der Teilfonds gehaltenen Stammaktien dar.)* Wenn es sich hier auch nicht um aufregend hohe Bewertungen handelt, so sind sie doch ziemlich gut. Der Rückgang der Gelegenheiten führt bei gleichzeitigem Anstieg der Geldzugänge einiger unserer Teilfonds zu einem Anstieg der Barmittelreserven. Um eine mit unserer ansteigenden Barmittelposition verbundene Verdünnung zu verhindern, haben wir in den letzten Monaten Massnahmen ergriffen, um neue Zeichnungen unserer Teilfonds in den Griff zu bekommen. Hohe, potenziell störende Zugänge in einen unserer Teilfonds von einem einzigen Käufer werden jetzt überprüft und können vom Teilfonds abgelehnt werden.

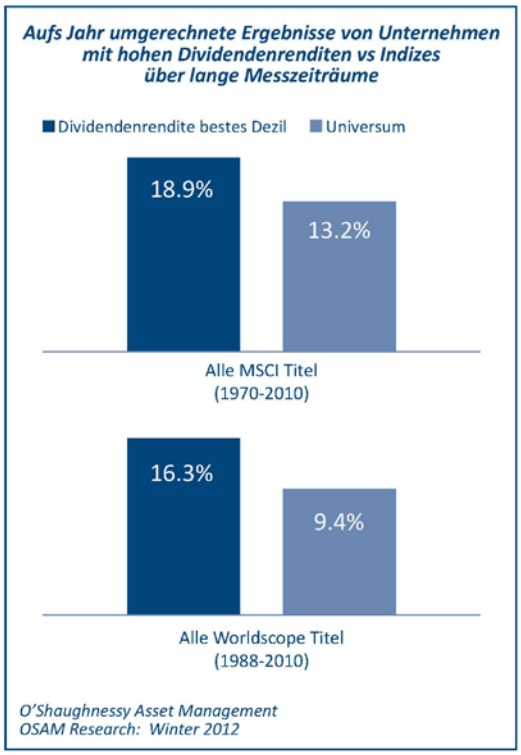
Intelligente Kapitalzuweisung und ihre Auswirkung auf Anlagerenditen

Die meisten Unternehmen mit einer überdurchschnittlichen Dividendenrendite sind reife Unternehmen, die einen erheblichen Kapitalfluss erzeugen. Wie das Kapital jedoch eingesetzt wird, d. h. ob es in den bestehenden Betrieb, in Übernahmen, in die Schuldenreduktion, in Dividendenzahlungen oder in Aktienrückkäufe investiert wird, ist entscheidend für das langfristige Wachstum des Unternehmenswerts und für unseren Anlageerfolg als Aktionäre. Kürzlich sahen wir einige interessante Daten, von denen wir annehmen, dass sie Sie interessieren könnten und vielleicht Ihr Vertrauen in die Wirksamkeit von Dividendenrenditen und Aktienrückkäufen und deren Verbindung mit längerfristig attraktiven Anlagenrenditen stärken werden.

Während unsere eigene Informationsbroschüre **Der Vorteil hoher Dividendenrenditen** (erhältlich auf unserer Website www.TweedySICAV.com) klare Belege dafür enthält, dass Unternehmen, die überdurchschnittliche Dividenden zahlen, längerfristig attraktive Renditen erzielen und sich normalerweise besser entwickeln als ihre Wettbewerber, die keine Dividenden zahlen, ist es empirisch nachgewiesen, dass hohe Dividenden zahlende «global tätige» Unternehmen sogar noch bessere Ergebnisse liefern. Laut einer Studie von O'Shaughnessy Asset Management, die unter Verwendung von Daten des Index Morgan Stanley Capital International («MSCI») seit 1970 erstellt wurde, erbrachte das oberste Dezil der Dividenzahler in dieser Datenbank aufs Jahr gerechnet um 5,7 % bessere Ergebnisse als die Ergebnisse der Unternehmen der breiteren Datenbank.‡‡ Bei Verwendung der Daten einer anderen Datenbank, Worldscope, von 1988 bis 2010, waren die Ergebnisse des obersten Dezils der dividendenzahlenden Unternehmen sogar noch besser und lagen pro Jahr 6,9 % über dem Durchschnitt der Unternehmen in der Worldscope-Datenbank. Anhand beider Datenbanken gemessen, erbrachten die weltweit tätigen Dividendenzahler ihre Leistung offenbar auch mit einem hohen Grad an Beständigkeit, denn die Dividendenzahler im obersten Dezil lagen in fortlaufenden Dreijahreszeiträumen um

92 % über dem Unternehmensdurchschnitt des MSCI und um 98 % über dem Unternehmensdurchschnitt der Worldscope-Datenbank.

‡‡ O'Shaughnessy Asset Management, *Stocks, Bonds, and the Efficacy of Global Dividends* (Winter 2012) (Aktien, Anleihen und die Wirksamkeit globaler Dividenden, Winter 2012).



Diese Grafik stellt nicht die Wertentwicklung von Tweedy, Browne oder der Teilfonds dar.

Eine weitere Methode aktionärsfreundlicher Geschäftsführungen, ihren Aktionären Rendite zukommen zu lassen, besteht in Aktienrückkäufen. Bei vernünftiger Durchführung, wenn die Aktie des Unternehmens zu einem Kurs unter dessen innerem Wert notiert, erhöhen sie zusätzlich den Aktionärswert für die verbleibenden Aktionäre. Einige der besten Beispiele langfristiger Erwirtschaftung von Aktionärswert haben sich daraus ergeben, dass die CEO der betreffenden Unternehmen mutig ihre Aktien zurückkauften, als diese am Aktienmarkt fehlbewertet wurden. Zwar treten Aktienrückkäufe tendenziell nur sporadisch auf und sind sicherlich nicht so verlässlich wie (normalerweise viertel- oder halbjährlich gezahlte) Dividenden, doch werden auch sie häufig mit guten Renditen über langfristige Bemessungszeiträume hinweg assoziiert.

Es ist nicht ungewöhnlich, dass Unternehmen, die attraktive Dividenden zahlen, auch gelegentlich Aktienrückkäufe vornehmen, wie etwa eine Reihe von Unternehmen, an denen unser Teilfonds Global High Dividend Yield Value Fund beteiligt ist. 13 der 32 Unternehmen, deren Aktien wir im aktuellen Portfolio halten, haben in den letzten fünf Jahren mit Hilfe von Aktienrückkäufen die Anzahl ihrer in Umlauf befindlichen Aktien reduziert. Zum Beispiel hat Nestlé, ein langfristig durchgängig gute Ergebnisse erzielendes Unternehmen, sein freies Kapital in den letzten fünf Jahren nicht nur zur Erhöhung seiner Dividenden (auf 10,9 %) genutzt, sondern im gleichen Zeitraum (netto) auch etwa 574 Millionen Aktien zurückgekauft. Durch diese Verringerung der Aktienanzahl ist eine von Anlegern so genannte «Rückkaufrendite» von etwa 3,4 % pro Jahr entstanden. Wenn auch Nestlé seine Aktienanzahl in den meisten Jahren seit 2005 verringert hat, so kaufte das Unternehmen doch von 2008 bis 2010 besonders agressiv Aktien zurück, als sein Aktienkurs erheblich unter dem heutigen lag und das Unternehmen so mit einem attraktiven Abschlag von seinem inneren Wert notierte. Interessanterweise nahm der Umfang der Rückkäufe 2011 ab, und die Rückkäufe kamen 2012 sowie 2013 völlig zum Erliegen, als der Aktienkurs anstieg und dem inneren Wert zu entsprechen begann. Diese Art

der intelligenten Kapitalzuweisung seitens der Geschäftsführung von Nestlé kommt über die Erhöhung des inneren Werts direkt den verbleibenden Aktionären zugute. Die derzeitige Dividendenrendite von Nestlé beträgt 3,1 %, aber aufgrund der erheblichen Erhöhung der Dividenden und Verringerung der Aktienanzahl im Verlauf der Jahre beläuft sich die derzeitige Dividendenrendite, bezogen auf die durchschnittlich gewichteten Anschaffungskosten unserer Aktien im Jahr 2009, auf 5,4 %. Die Verringerung der Aktienanzahl bedeutet auch, dass das Wachstum der Dividende pro Aktie bei Nestlé zwar zufriedenstellend ist, die Erhöhung der Dividendenauszahlung in absoluten USD jedoch mässig ausfällt, so dass in den nächsten Jahren Raum für eine weitere potenzielle Erhöhung der Dividende bleibt.

Prognose

Wir freuen uns, Ihnen mitteilen zu können, dass David Browne, Roger de Bree und Jay Hill, drei seit langem bei uns tätige Analysten, seit dem 1. August 2013 unsere Kollegen im Anlageausschuss der Firma sind. Diese drei Mitarbeitenden spielen seit einiger Zeit in unserem Anlageprozess eine bedeutende Rolle, und wir fanden es an der Zeit, ihren Beitrag zu würdigen. Obwohl wir der Meinung sind, dass wir noch Einiges stemmen können, wissen wir auch, dass wir nicht ewig leben werden und für die Zukunft unserer Firma planen müssen. Wenn jemand von uns sich entscheidet, in den Ruhestand zu gehen, kann jeder dieser drei Analysten die Lücke ausfüllen. Bei ihnen hätten wir die Gewissheit, dass die Verwaltung unseres persönlichen Vermögens und des Vermögens unserer Kunden in den besten Händen ist. Wir freuen uns hinsichtlich ihres erweiterten Aufgabenbereichs und ihrer Beiträge zum weiteren Erfolg von Tweedy, Browne auf die Zusammenarbeit mit ihnen. Es folgt eine Kurzbeschreibung ihrer Lebensläufe.

David Browne, ein Chartered Financial Analyst (CFA), ist seit 2005 mit Tweedy, Browne verbunden und konzentriert sich als Research Analyst auf US- und ausländische Wertpapiere. Bevor er als Vollzeitmitarbeitender bei Tweedy, Browne einstieg, arbeitete er im Sommer 2003 in unserer Londoner Reseach-Abteilung. 2005 schloss er sein Studium an der Colgate University mit einem B.A. ab.

Roger R. de Bree ist mit Tweedy, Browne seit 2000 verbunden und gehört der Research-Abteilung der Firma in London als Analyst an, der sich vor allem auf Nicht-US-Wertpapiere konzentriert. Vor seinem Eintritt bei Tweedy, Browne war er bei der ABN AMRO Bank und MeesPierson Inc. tätig. Von 1986 bis 1988 war er Offizier der königlich-niederländischen Marine. Roger R. de Bree schloss sein Undergraduate-Studium in Business Administration an der Wirtschaftsuniversität Nijenrode in Breukelen 1984 ab und erwarb 1986 einen MBA vom Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (IESE) der Universität Navarra in Barcelona.

Jay Hill, ein Chartered Financial Analyst (CFA), ist seit 2003 mit Tweedy, Browne verbunden und konzentriert sich als Research Analyst auf US- und ausländische Wertpapiere. Bevor er bei Tweedy, Browne eintrat, war er für Bank of America Securities LLC, Credit Lyonnais Securities (USA) Inc. und Providence Capital, Inc., tätig. Er schloss sein Studium 1997 mit einem B.B.A. von der Texas Tech University ab.

Vielen Dank, dass Sie bei uns investieren und uns weiter Ihr Vertrauen schenken.

Mit freundlichen Grüssen
TWEEDY, BROWNE COMPANY LLC
William H. Browne
Thomas H. Shrager
John D. Spears
Robert Q. Wyckoff, Jr.
Geschäftsführende Verwaltungsratsmitglieder

Oktober 2013