



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Das Verkaufen von Positionen mit Verlust ist vermutlich die psychologisch schwierigste Herausforderung beim Investieren. Denn damit wird schwarz auf weiss offensichtlich, dass man einen Fehler gemacht hat. Das Ego zieht es vor, diese Endgültigkeit zu vermeiden und notleidende Positionen nach dem Prinzip Hoffnung durchzuschleppen oder ganz zu verdrängen. Andere treue Seelen wollen ihre Firmen in der Not nicht im Stich lassen und halten Titel aus falscher Loyalität bis in alle Ewigkeit. Tatsache ist, dass die meisten Aktien auf lange Sicht miserable Investments sind (vergleiche Titelgeschichte). Ein regelmäßiges Verkaufen von hoffnungslosen Fällen ist deshalb dringend angezeigt. Der gängige Rat ist es, Titel zu verkaufen, welche man nach aktuellem Wissen nicht mehr neu kaufen würde. Das macht rational Sinn, ist jedoch emotional schwierig, weil einem das bedrohte Ego dann doch meist noch gute Gründe finden lässt, an der Position festzuhalten. Besser ist es, die Emotionen mit Regeln auszuschalten. Zum Beispiel eine Regel, wonach in regelmässigen Abständen eine Position verkauft wird. Einmal jährlich eine Position abtosseln zu müssen, macht die Entscheidung einfacher. Dann geht es nur noch um das was und nicht mehr um das ob. Derselbe Effekt wirkt, wenn man sich eine fixe Obergrenze von Positionen setzt. Altes muss raus, damit Platz für Neues entsteht. Auch der Beizug eines emotional nicht investierten Dritten kann beim Ausmisten helfen.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die meisten Aktien sind miserabel	1
Aktien PlusMinus: Kaken Pharmaceutical und Teva	5
Quant-Corner	6
Über Quantex.....	8

Titelgeschichte

Die meisten Aktien sind miserabel

Die Mehrheit der Aktien schafft es nicht, auf lange Sicht einen positiven Ertrag zu bringen. Die gute langfristige Performance der Anlageklasse stammt von relativ wenigen erfolgreichen Titeln her. Dies erklärt, wieso naives Buy&Hold nicht funktioniert und wieso die Mehrheit der Anlagefonds den Index nicht schlagen können.

Geld verdienen mit Aktien wird oft bestechend einfach dargestellt: Man kauft ein paar gute Einzeltitel und bleibt trotz allen Kursschwankungen und Medienwirbeln ruhig darauf sitzen. Anhänger der Buy&Hold-Strategie bringen gerne Beispiele wie die Aktien von Coca-Cola ins Spiel. Wer im Juli 1926 einen damaligen Monatslohn von 200 Dollar in die Titel des Getränkeherstellers investiert hatte, wäre heute rund 13 Millionen Dollar reicher. Auch bei Procter&Gamble, Exxon, IBM oder Chevron wären über die gut 90 Jahre aus 200 Dollar mehr als eine Million geworden.

Doch was ist mit den Buy&Hold-Anlegern geschehen, die 1926 Aktien anderer stolzer Unternehmen gekauft und tapfer gehalten haben? Dow-Jones-Ikonen von 1926 wie American Sugar, Mack Trucks oder Remington Typewriter sind inzwischen längst durch Konkurs oder Übernahmen von den Kurslisten verschwunden. Andere Titel wie General Motors brachten über die 90 Jahre eher mickrige Renditen nur wenig über dem Sparbuch-Zins. Der Autobauer ging in der letzten Finanzkrise Konkurs und der langfristige Ertrag rührt allein von seinen Dividendenzahlungen her.



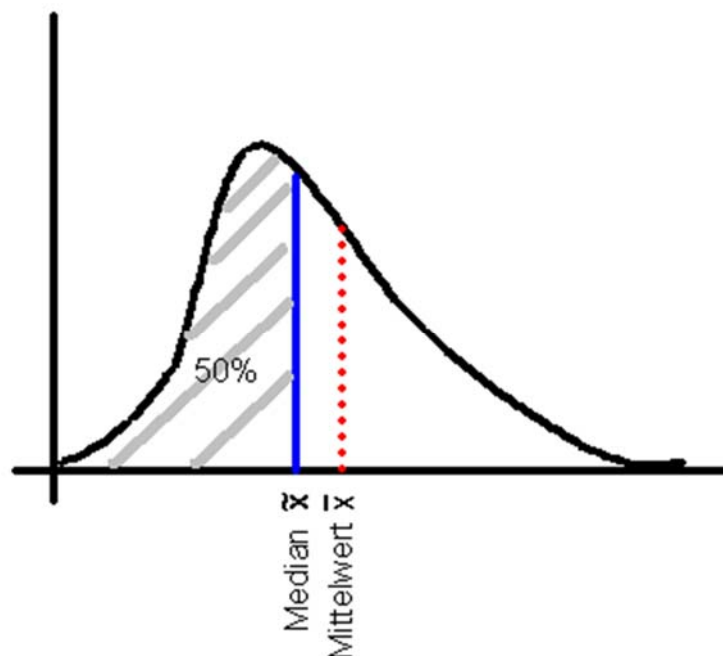
Mehr als die Hälfte aller Aktien taugen nichts

Es ist offensichtlich, dass bei der Argumentation für langfristiges Buy&Hold mit Einzeltiteln ein massiver Survivor-Bias mitspielt: Die Anleger sehen nur die überlebenden Erfolgsgeschichten von heute und nicht die auf der Strecke gebliebenen Verlierer, die meist viel grösser an der Zahl waren.

Eine neue Studie von Hendrik Bessembinder (2017) hat deshalb untersucht, wie sich die gute langfristige Rendite des amerikanischen Aktienmarkts als Gesamtes tatsächlich auf die einzelnen Titel verteilt. Die Ergebnisse sind erschreckend: Mehr als die Hälfte aller seit 1926 in den USA gehandelten Aktien haben über ihre jeweilige Lebenszeit eine negative Rendite erbracht! Man denke hier nicht nur an spektakuläre Konkurse, sondern auch die Tausende von Small Caps und Penny Stocks, die in der Bedeutungslosigkeit dahindümpeln.

Das bedeutet, dass ein Anleger, der einfach ein paar Titel ausgewählt hat und dann darauf sitzen geblieben ist, mit der Hälfte seiner Positionen Geld verloren hat. Die entscheidende Frage ist dann, ob er die richtigen Gewinner erwischt hat. Denn auch dort sind die Ergebnisse gemäss Bessembinders Studie extrem ungleich verteilt: Von den rund 26'000 untersuchten Einzelaktien seit 1926 sind nur 1000 Titel oder 4% für die gesamte Wertschöpfung des Aktienmarkts in Dollar verantwortlich. Die anderen 96% aller je in den USA gehandelten Aktien haben es netto nicht geschafft, die Rendite einmonatiger T-Bills zu schlagen. Sprich, sie waren keine bessere Anlage als das Sparbuch.

Die Tatsache, dass der Aktienmarkt als Ganzes sehr gute langfristige Renditen erzielt, die Mehrheit der einzelnen Aktien aber nicht, kann auf die extrem asymmetrische oder rechtsschiefe Verteilung der Renditen der einzelnen Aktien zurückgeführt werden (siehe Grafik unten).



Beispiel für eine rechtsschiefe Verteilung der Rendite einzelner Aktien. Ganz rechts haben ein paar wenige Aktien sehr hohe Renditen erzielt. Links dagegen viele Aktien miserable Renditen bis hin zum Totalverlust. Die durchschnittliche Rendite (Mittelwert) liegt rechts vom Medianwert oder der Rendite, welche die Hälfte aller Aktien generiert haben.

Diese Tatsache ist mindestens seit 1978 bekannt. Gleichwohl sind deren Konsequenzen für den Anlagealltag bis heute wenig beachtet worden. Die rechtsschiefe Verteilung hat zum Beispiel einen grossen Effekt auf die Bildung von Einzelaktien-Portfolios. Wer Stock Picking betreibt, spielt auf lange Sicht in einer Lotterie, in der es wenige grosse Gewinner und viele Nieten gibt. Dies dürfte denn auch einer der Gründe dafür sein, wieso die Mehrheit aller Aktienfonds den jeweiligen Gesamtmarkt-Index auf lange Sicht nicht schlagen kann.

Ein vereinfachtes Beispiel macht diesen Effekt offensichtlich: Stellen Sie sich vor, es gäbe nur fünf Aktien am Aktienmarkt und ihre Gesamrendite im Beobachtungszeitraum läge bei vier Aktien bei Null und bei einer Topaktie bei 100%. Die durchschnittliche Rendite aller fünf oder eines Index wäre also 20%. Wenn jetzt fünf aktive Stockpicker kommen und je eine Aktie auswählen, so liegen ihre Renditen auch in vier Fällen bei Null und in einem bei 100%. Die Durchschnittsrendite aller Stockpicker beträgt auch 20%. Vier von fünf aktiven Aktienselektoren hätten den Marktschnitt wegen der extrem rechtsschiefen Verteilung jedoch nicht geschlagen.

Diese Erkenntnis ist natürlich Wasser auf die Mühlen aller Proponenten des passiven Investierens mit Indexprodukten. Passives Indexing führt zwar ebenfalls zu ganz eigenen Problemen und Fehlinvestitionen (vgl. Quantex Werte Januar 2015). Zumindest aber wird die Gefahr gebannt, dass man die grossen Gewinner auf lange Sicht verpasst, da deren Gewicht in den Indizes mit dem Erfolg steigt.

Trotzdem gibt es Fonds und Strategien, welche den Marktindex auf lange Sicht schlagen können. Grob gesagt, lassen sie sich in zwei Gruppen aufteilen: Begnadete Stockpicker und systematische Ansätze.

Begnadeten Stockpicker gelingt es, die wenigen langfristigen Superaktien zu finden und diese zu halten. Oft haben diese eher einen wachstumsorientierten Ansatz. Es gibt darunter aber auch viele Value-Investoren wie Warren Buffett nach seiner Abkehr von einem allein auf günstige Bewertungen ausgerichteten Value-Stil in den 1970er Jahren. Generell zeichnet sich dieser Anlagestil durch konzentrierte Positionen und wenig Turnover aus. Wieso sollte man seine besten Rennpferde im Stall gegen zweitklassige Ackergäule tauschen?

Lucky Fools oder begnadete Stockpicker?

Die Schwierigkeit bei diesem Ansatz ist es, die tatsächlich begnadeten Stockpicker von den zahllosen «Lucky Fools», den glücklichen Narren, zu unterscheiden. Immer wieder tauchen Fondsmanager auf, die mit einer oder zwei konzentrierten Wetten über 10 oder 20 Jahre fantastische Renditen erwirtschaftet haben. Hatten sie damit nicht einfach nur Glück und sind die Überlebenden in einem Meer von glücklosen Narren? Nicht selten scheitern sie dann irgendwann spektakulär mit einer weiteren konzentrierten Wette auf die falsche Aktie. Erst kürzlich haben sich etwa prominente Value-Investoren wie Bill Ackman oder Sequoia ihren langfristigen Track Record durch eine missratene grosse Wette auf Valeant Pharmaceuticals ruiniert.

Systematische oder quantitative Ansätze versuchen dagegen, durch die Umsetzung von zahlenbasierten Strategien eine Überrendite aus dem Aktienmarkt herauszuquetschen. Dazu gehören Faktorstrategien wie Value, Momentum oder Minimum-Varianz, welche zumindest in der Vergangenheit gut funktioniert hatten. Der Unterschied zu reinem Buy&Hold besteht hier vor allem darin, dass die Aktienportfolios ständig systematisch verändert werden. Das heisst, es werden sehr viele kleine Wetten platziert, welche über die Zeit eine Outperformance erbringen sollen. Denn auch die 96% aller Aktien, die wenig bis nichts zur langfristigen Wertschöpfung des Markts beigetragen haben, haben zwischendurch ja immer wieder ihre guten Phasen, in denen sie Überrenditen ermöglichen. Doch erfüllen sie die Anlagekriterien nicht mehr, werden sie verkauft und durch Titel mit besseren Werten ersetzt.

Als Quantex sind wir mit unseren Fonds hauptsächlich dem zweiten Ansatz verpflichtet. Wir halten uns nicht für begnadete Stockpicker, welche schon heute die grossen Gewinner von 2030 erkennen können. Sondern wir halten uns bei der Titelselektion an in der Vergangenheit gut bewährte quantitative Strategien. Unser Hauptfokus liegt dabei auf Value-Kennzahlen wie der Free-Cashflow-Rendite und einer soliden Bilanz. Denn es gibt noch eine weitere Möglichkeit, den Markt systematisch zu schlagen: Statt zu versuchen, die wenigen Superaktien zu erkennen, genügt es oft, das grosse Heer der wirklich schlechten Aktien zu vermeiden. Dazu gehören nach empirischer Erfahrung Titel von Unternehmen ohne Free Cashflow und/oder mit hohen Schulden, welche ständig auf die Gunst des Kapitalmarkts angewiesen sind. Auch Neuemissionen sind in den meisten Fällen miserable Investments. Firmen mit hohem operativen Leverage und einem stark zyklischen Geschäft sind erfahrungsgemäss eine weitere Kategorie von Aktien, welche man auf lange Sicht besser meidet.

Konklusionen zu Buy&Hold

1. Naives Buy&Hold mit Einzelaktien funktioniert in den meisten Fällen nicht. Viele Titel werden über kurz oder lang zu Nietten und Totalverlusten. Das liegt in der Natur der «kreativen Zerstörung» der freien Marktwirtschaft.
2. Wer in Einzelaktien investieren will, sollte sich schon beim Kauf klare Kriterien für den Ausstieg überlegen. Sonst ist die Gefahr zu gross, dass ein Anleger über die Zeit zu viele Performance-Leichen ansammelt. Ein regelmässiges Ausmisten des Depots ist zwingend notwendig.
3. Buy&Hold mit Indexprodukten oder einem Fonds wie dem Quantex Global Value, der eine systematische Investitionsstrategie einsetzt, funktioniert dagegen auf lange Sicht sehr gut. Damit können Anleger von der langfristig überlegenen Rendite des Aktienmarkts profitieren.
4. Buy&Hold ist mit solchen Produkten eine sinnvolle Strategie, um nicht den Versuchungen des Markt timings zu erliegen. Während nämlich empirisch die langfristige Mehrrendite von Aktien gegenüber allen anderen Anlageklassen gut belegt ist und ebenso die Tatsache, dass gewisse systematische Strategien bei der Titelselektion funktionieren, gibt es bis heute keine Belege für eine systematische Strategie des guten Timings zum Einstieg und Ausstieg aus dem Aktienmarkt.



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Peter Frech
Fondsmanager

+ Kaken Pharmaceutical

Wenn Zuversicht und Euphorie langsam an den Aktienmarkt zurückkehren und alle nach spannenden Titeln suchen, halten wir lieber nach Langweilern Ausschau. Japanische Pharmawerte wie Kaken drängen sich da auf.

Das seit 1952 bestehende Unternehmen stellt eine ganze Reihe von Arzneimitteln her, primär zur Bekämpfung von Infektionen und Pilzbefall. Die Free Cashflows sind momentan recht stabil und es bleibt abzuwarten, was in Zukunft aus der Forschungspipeline der Firma noch kommen wird. Mit gut 40 Milliarden Yen (rund 350 Millionen CHF) Netto-Cash in der Bilanz ergibt sich eine Free-Cashflow-Rendite von rund 8% zum Unternehmenswert. Damit lässt sich auf Forschungsdurchbrüche warten.

Entscheidend für uns ist, dass Kaken einen Grossteil des Free Cashflows an die Aktionäre weitergibt – anders als bei vielen japanischen Konzernen. In den letzten 10 Jahren wurden gut 24% der Aktien zurückgekauft und die Dividende ständig erhöht. Die aktuelle Rendite beträgt 2.5%. Klammheimlich nimmt zumindest ein Teil der ehemals so verkrusteten Nippon AG langsam amerikanische Aktionärsfreundlichkeit an.

Die Aktie ist nicht spottbillig, aber preiswert und solid. Das scheint uns je länger je mehr die richtige Medizin für die aktuelle Marktlage.

– Teva Pharmaceutical

Aktien zu verkaufen, ist bekanntlich viel schwieriger als kaufen. Eine zusätzliche Hürde kommt noch hinzu wenn diese Position in der Verlustzone liegt. Wann ist es Zeit, einen Verlierer zu verkaufen?

Teva ist weltweit der grösste Generikahersteller. Diese Position hat sich Teva mit einigen Übernahmen, allen voran der Generikasparte von Allergan, relativ teuer erkaufte. Ende 2016 stand die Firma mit einem 35 Milliarden Dollar schweren Schuldenberg da. Normalerweise meiden wir solche überschuldeten Unternehmen, nur dieses Mal fanden wir eine durchaus attraktive Investmentthese: Auch wenn die Umsätze von Tevas grösstem Medikament, Copaxone, einbrechen würden, bleibt das Generikageschäft eine stabile Cash-Cow, welche das Management nutzen kann, um in den nächsten Jahren die Schulden sehr aggressiv zurückzuzahlen. Wir hatten also stabile Free Cashflows für den Schuldenabbau angenommen.

Was ist passiert? Copaxones Umsätze sind wie erwartet zurückgegangen, nur leider hat sich das Generikageschäft als nicht annähernd so stabil erwiesen wie erwartet. Dadurch sind die Free Cashflows nicht so hoch ausgefallen wie gedacht und Teva muss jetzt Geschäftsteile verkaufen, um die Ziele im Schuldenabbau zu erreichen. Eine falsche Investmentthese in Kombination mit zu viel Leverage brachte uns dazu, die bittere Pille des Verkaufs mit Verlust zu schlucken.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

$$e^{i\pi} + 1 = 0$$

Quant Corner

Bewertungsdatum: 6. Juni 2017

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Adval Tech	Maschinenind.	5	4.8%	14.6%
APG SGA	Werbung	5	3.7%	5.0%
Carlo Gavazzi	Elektronik	5	4.6%	3.7%
Jungfraubahn	Transport	5	3.8%	1.8%
Kardex	Maschinenind.	5	2.7%	2.8%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Eastman Chemical	Chemie	7	4.0%	2.4%
Aflac	Versicherungen	6	20.6%	2.2%
Dr Horton	Hausbau	6	2.4%	1.1%
Xerox	Büroausrüstung	6	8.6%	4.2%
Seagate Tech	Computer	5	10.0%	6.0%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Taylor Wimpey	Hausbau	9	9.7%	6.6%
Covestro	Chemie	7	9.7%	2.0%
Rio Tinto	Bergbau	7	6.0%	4.3%
Playtech	Software	6	6.8%	7.0%
Mediobanca	Banken	6	4.4%	3.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Grendene	Schuhe	10	6.5%	4.7%
MMK Magnitogorsk	Stahl	10	11.0%	6.6%
G&F Co	Kleidung	10	14.5%	1.2%
Soda Sanayii	Chemie	10	11.2%	4.3%
Itau Unibanco	Banken	9	-	5.6%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
CH Karnchang	Schwerindust.	-9	20.6%	1.8%
Digital China	Computer	-8	-3.4%	0.0%
Wisekey	Computer	-8	-11.2%	0.0%
Cobham	Rüstungsindust.	-8	1.2%	1.3%
Weatherford	Öl & Gas	-7	-4.2%	0.0%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Spanien	Portugal	-1.3%	
Portugal	Spanien	-2.5%	MSCI World (USD)
Frankreich	Frankreich	-1.9%	
Singapur	Schweden	-0.5%	1.8%
Schweden	Singapur	0.4%	
Türkei	Russland (USD)	-3.5%	MSCI Emerging Markets (USD)
Arab. Emirate	Türkei	4.8%	
Russland	Arab. Emirate (USD)	-1.6%	4.0%

Quantex R-Wert

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkten bewertet.

Je mehr Punkte, desto attraktiver ein Unternehmen. Negative Punktzahlen sind Verkaufssignale.

Es werden sowohl Value wie auch Momentum Kriterien betrachtet:

- Return on Equity
- EBIT Margin
- Common Equity/Assets
- P/E 5 Jahre
- Geschätztes mom. P/E
- Analysten-Konsensus (Contrarian-Indikator)
- Kursentwicklung
- Kursmomentum
- Preis/Buchwert
- Dividenden
- EPS Veränderungen
- Altman Z-Score

Quantex AG

Die Quantex AG wurde 2003 gegründet und seit 2008 sind wir als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen der Schweizerischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) unterstellt. Wir bieten unseren Kunden eine umfassende Vermögensverwaltung und -beratung sowie ein auf den Vermögensaufbau ausgerichtetes Fondssparen. Wir verfügen über insgesamt fünf Anlagefonds, wovon zwei schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Ansatz ist eine disziplinierte Value-Strategie mit antizyklischem Handeln gegen den Mainstream und gegen die auch bei „aktiven“ Fonds weit verbreitete Benchmark-Fixierung. Unseren Kunden bieten wir als Schweizer Anbieter aus der Region – mit Büros in Muri b. Bern, Bern und Zürich - direkten und unkomplizierten Zugang zum Fondsmanagement und Kundenbetreuern.

Quantex Fonds

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Global Value Fund	CHF	9.6.2017	190.70	+12.0%
		EUR	9.6.2017	116.89	+10.6%
		USD	9.6.2017	121.36	+17.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	9.6.2017	158.55	+3.8%
		USD -A-	9.6.2017	68.36	+8.7%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	9.6.2017	208.28	+13.8%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	9.6.2017	87.37	+8.7%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	9.6.2017	1.19	+9.0%

Haftungsausschluss

Anleger sollten bei ihrer Investmententscheidung diesen Bericht nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Er dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Bericht genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Der Bericht stellt keine Beratung dar und enthält keine persönliche Empfehlung. Anlagen können signifikante Risiken beinhalten. Der Wert einer Anlage kann jederzeit steigen oder fallen. Die historische Performance ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung. Anteile der in diesem Bericht erwähnten Anlagefonds dürfen in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Die dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Investitionen in Anlagefonds erfolgen ausschliesslich auf Grundlage der offiziellen Fondsdokumente. Diese können unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> heruntergeladen oder kostenlos bei den in den Factsheets genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG
MARKTGASSE 61
CH-3011 BERN
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG
LINTHESCHERGASSE 17
CH-8001 ZÜRICH
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH

