



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Auf die nächste Rezession zu warten, ist ungefähr so prickelnd wie auf eine anstehende Wurzelbehandlung beim Zahnarzt. Man weiss, es muss sein, weil sich in den Boomjahren mit zu billigem Geld zu viele Fehlinvestitionen und Eiterbeulen gebildet haben. Die Rezession und eine Kreditkrise sind letztlich nur eine Bereinigung eines ungesunden Zustands. Trotzdem schiebt man sie lieber so lange als möglich hinaus oder verdrängt den Gedanken daran ganz: «Diesmal ist alles anders», lauten die formelhaft wiederholten Worte des Wunschdenkens. Wenn dann das Top des Zyklus offensichtlicher wird, werden vorerst immer die Hoffnungen eines «Soft Landings» genährt. Leider gibt es anders als beim Zahnarzt keine Schmerzmittel für das Problem, auch wenn die Notenbanker und ihre Anhänger allzu gerne glauben, dass es für einmal anders sein wird. Doch auch mit der Ahnung, dass die nächste Krise eher früher als später kommen muss, macht es mir keinen Spass, darauf zu warten. Ich bin kein ewiger Weltuntergangsprophet aus Leidenschaft.

Es gilt, der Realität ins Auge zu schauen: Das meiste Geld am Aktienmarkt ist in diesem Zyklus bereits gemacht. Es lag in der Finanzkrise und der Eurokrise auf der Strasse, als alle Angst hatten. Jetzt geht es mehr darum, in der nächsten Krise nicht zu viel zu verlieren und die Nerven zu behalten. Sich selbst und seine Kunden mental und im Portfolio auf kommende Schmerzen vorzubereiten, ist deshalb wohl das Beste, was man jetzt noch tun kann. Alles andere ist Wunschdenken.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Von Investoren und Osterhasen	1
Aktien Plus Minus: Vale und American Express	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Von Investoren und Osterhasen

Magisches Denken ist nicht nur bei Kleinkindern, sondern auch bei Anlegern weit verbreitet. Der Wunsch, eine Zauberformel für mehr Rendite oder einen übernatürlich begabten Fondsmanager gefunden zu haben, ist oft stärker als der Verstand. Der Realität ins Auge zu sehen, ist jedoch für den langfristigen Anlageerfolg entscheidend.

«Aber wie kommt der Osterhase zu uns auf die Terrasse in den fünften Stock?», fragt meine sechsjährige Tochter manchmal in einem Anflug von rationaler Skepsis. Doch ohne dass ich darauf eine Antwort zu rechtbiegen muss, verdrängt sie die skeptischen Gedanken jeweils gleich wieder selbst. Zu gross ist der Wunsch, an den Osterhasen zu glauben. Aber das Ende der typischen Entwicklungsphase des magischen Denkens ist langsam absehbar.

An den Finanzmärkten legen dagegen viele Investoren das magische Denken nie ab und glauben bereitwillig an den Osterhasen und die Zahnfee. Das Spektrum reicht von Börsen-Horoskopen und Chart-Hokuspokus über Makrodaten-Knochenleser, Gewinn-Wahrsagern und immer neuen «magisch begabten» Wunderkindern des Geldmanagements bis hin zu pseudowissenschaftlichen Backtesting-Quacksalbern oder waschechten Betrügern im Stil eines Bernie Madoff. Die hohe Varianz, also quasi der Lärm und die Komplexität des Börsengeschehens, fördern den Aberglauben, wie in anderen Bereichen des Lebens auch. Wie bei kleinen Kindern ist aber schlussendlich meist der Wunsch Vater des Gedankens.

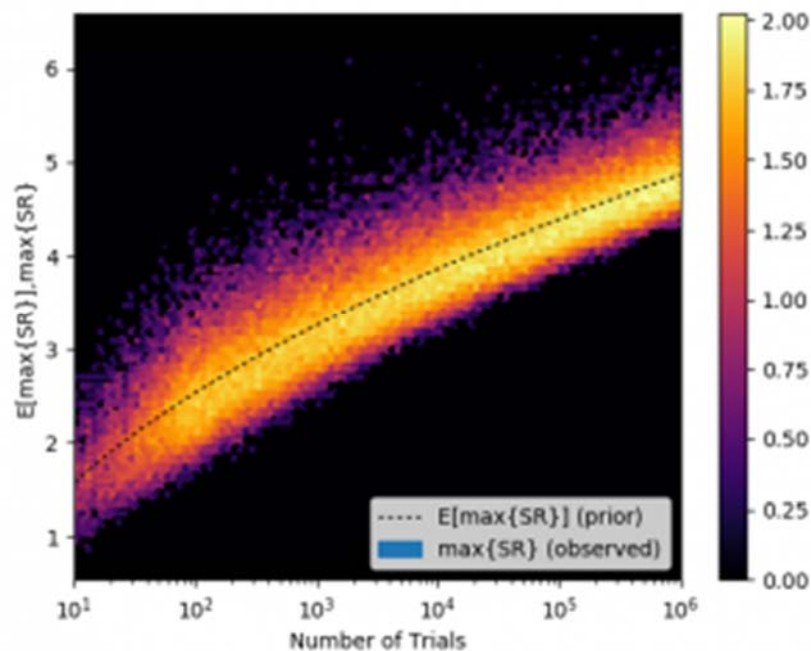


Zum Beispiel bei der anhaltend beliebten Chartanalyse: Papier und Lineal oder ein simples und tausendfach frei verfügbares Computerprogramm sollen reichen, um damit den Markt voller professioneller Akteure mit Hochleistungscomputern schlagen zu können? Dass die Banken und andere Dienstleister dagegen ihren Kunden Chartanalysen anbieten, kann man ihnen genauso wenig vorwerfen, wie den Schokohherstellern ihre Osterhasen. Sie richten sich nach der Nachfrage der Anleger.

Die fortgeschrittene Version des Glaubens an magische Muster ist das beliebte Backtesting von Anlagestrategien. Die Testprozedur und statistische Vokabular suggerieren, dass es sich hierbei um Wissenschaft handelt. Oft ist es aber reiner Selbstbetrug am Rand der Quacksalberei. Praktisch immer, wenn eine grosse Zahl von Variablen und ihrer Kombinationen auf Basis von Daten der Vergangenheit getestet wird, handelt es sich bei der gefundenen Rendite-Zauberformel um eine rein statistische Illusion, die dann in der Realität kläglich scheitert. Bekannt ist die mit Backtesting «bewiesene» Tatsache, dass die Butterpreise in Bangladesch der beste Indikator für die Entwicklung des US-Aktienmarkts sind – oder eben besser in einem spezifischen Zeitraum waren (vgl. [Quantex Werte November 2015](#)).

Eine mathematische Herangehensweise zeigt, dass zum Beispiel ein Backtesting mit 1000 Versuchen problemlos eine Strategie mit einem Sharpe Ratio 3 ergibt (vgl. Grafik), selbst wenn das effektive Sharpe Ratio der Strategie 0 beträgt. Das Sharpe Ratio ist ein Mass für die Überrendite in Relation ihrer Volatilität.

1000 Versuchsläufe sind im Backtesting schnell erreicht, seien es 1000 verschiedene Variablen von Kurs/Gewinn bis zu den Butterpreisen in Bangladesch oder alle denkbaren Kombinationen von nur 10 Variablen. Bei 20 Variablen wird bereits der rechte Rand der Grafik mit einer Million möglichen Kombinationen und einem rein zufälligen Sharpe Ratio von 5 erreicht, was ein fantastischer Wert wäre.



Die Grafik zeigt das rein zufällig maximal erreichbare Sharpe Ratio $E(\max\{SR\})$ im Verhältnis zu der Anzahl der durchgeführten Untersuchungen bzw. analysierten Kennzahlen. Bei 10^3 oder 1000 Versuchen ist es wahrscheinlich, rein zufällig eine Strategie mit einem Sharpe Ratio von 3 zu finden, selbst wenn es effektiv gar keine solche Strategie mit Überrendite gibt. (Quelle: [mathinvestor.org](#))

Viele Value-Strategien sind statistische Täuschungen

Ergebnisse aus solchen Backtesting-Übungen sind deshalb eigentlich immer zu gut, um wahr zu sein. Das gilt übrigens auch für viele Untersuchungen zu Value-basierten Kennzahlen. Es ist kein Zufall, dass auch viele in akademischen Studien gefundene Value-Strategien seit ihrer Entdeckung nicht mehr funktionieren. Akademiker wie Anleger verdrängen aber gerne diese statistischen Tatsachen und wollen lieber daran glauben, den Stein des Weisen gefunden zu haben.

Wer selbst nicht auf der Suche nach einer Zauberformel ist, glaubt dafür allzu bereitwillig, einen aussergewöhnlich begabten Geldverwalter gefunden zu haben. Erkennbar ist diese Tendenz jeweils daran, wie viel Geld jeweils den neusten Star-Fondsmanagern und Wunderkindern der Finanzbranche zufließt. Viele davon sind reine Eintagsfliegen wie etwa Hedge-Fund-Manager John Paulson, der in der letzten Finanzkrise gegen Subprime-Hypotheken gewettet hatte und danach mit Milliarden von Anlegergeldern überschüttet wurde. Nach Jahren mit grottenschlechter Performance verwaltet er nun praktisch nur noch sein eigenes Vermögen.

Gerade jetzt nach einem langen Aktienboom ist auch erstaunlich, wie viele Investoren wieder daran glauben wollen, dass «ihr» Aktienfonds mit schönen zweistelligen Zuwächsen über die letzten Jahre sich auch in der Zukunft immer weiter so entwickeln wird. Theoretisch weiss man, dass starke Rückschläge bei Aktien normal sind. In der Praxis macht man sich dann aber doch gerne immer wieder vor, dass «diesmal alles anders ist» oder dass man den richtigen Fondsmanager hat, der dann rechtzeitig aussteigt, bevor die Kurse in den Keller rasseln.

Weit verbreitet bei institutionellen Investoren ist zum Beispiel auch das Denken, dass ihre Anlagen in «Private Equity» weniger riskant seien als öffentlich gehandelte Aktien («Public Equity»). Der Selbstbetrug basiert auf der Tatsache, dass die seltener berechneten und oft nur modellierten Kurse von Private-Equity-Vehikeln weniger volatil sind als täglich gehandelte Aktien. Damit sind sie nach gängiger Lehre weniger riskant, obwohl es sich um den gleichen Basiswert handelt: Beteiligungen an Unternehmen.

Von Bitcoin und anderen magischen Münzen

Das sehr verbreitete naive Extrapolieren von Trends ist letztlich eine Folge des magischen Wunschdenkens. Bitcoin und andere Kryptowährungen zogen täglich eine grosse Schar neu konvertierte Gläubige an, so lange der Chart schön steil nach oben zeigte. Schnell reich werden wollen mit etwas, von dem eigentlich jeder schon gehört hat, ist so kindisch wie der Glaube, das Christkind komme nur zu einem selbst und muss nicht noch all die Millionen anderen Kinder am selben Tag beschenken.

Auf der anderen Seite des Spektrums bieten viele Abzocker und Betrüger dem Anleger eine «exklusive Investitionsmöglichkeit» an und nutzen damit die verbreitete Neigung, daran Glauben zu wollen, das geheime Portal ins Feenreich mit hohen und sicheren Renditen gefunden zu haben. Der Milliarden-Betrüger Bernie Madoff etwa behandelte seine potenziellen Kunden bewusst schroff und unfreundlich, gerade auch wenn es sich um Prominente handelte. Also umso exklusiver galt es dann, zum Kreis seiner Auserwählten gehören zu dürfen.

Rezepte gegen den Aberglauben

All diesen Versuchungen des magischen Denkens zu erliegen, ist letztlich allzu menschlich. Die hohe Varianz des Geschehens an den Finanzmärkten verhindert es oft, die Realität zu erkennen und fördert den Aberglauben. Trotzdem ist für den langfristigen Anlageerfolg unerlässlich, zu versuchen, den magischen Nebel zu durchdringen und sich der Realität anzunähern.

Dazu gehört es, alle Prämissen und Versprechungen an den Märkten ständig zu hinterfragen und nach Gegenbeweisen zu suchen. Das negative Prinzip, dass es oft einfacher ist zu erkennen, was garantiert nicht funktionieren kann, führt den Anleger nicht selten über das Ausschlussverfahren zur richtigen Lösung (vgl. [Quantex Werte März 2018](#))

Meistens kommt man mit gesundem Menschenverstand schon erstaunlich weit. Als Leitlinie und Realitätscheck für alle Renditeerwartungen gilt:

- Es ist möglich, relativ sichere und stetige tiefe einstellige Renditen zu erreichen, zum Beispiel mit soliden Anleihen. Aktuell tendieren diese Renditen allerdings gegen Null. Wer auf Sicherheit bedacht ist, sollte im heutigen Umfeld jedoch lieber die Null für eine Weile akzeptieren anstatt sich nach mehr Rendite zu strecken.
- Hohe einstellige Renditen sind meist mit moderatem Schwankungsrisiko erhältlich, zum Beispiel mit einem Mix aus Aktien und Anleihen. Anlagen, die solche Renditen auf stetiger oder sicherer Basis versprechen, sind meist schon suspekt. Oft bestehen über die Zeit ungleich verteilte Extremrisiken («Tail Risks»). Nach Jahren mit stabilen Renditen folgt plötzlich der umso heftigere Schockverlust.
- Zweistellige Renditen sind dagegen nie stetig erreichbar, sondern nur mit erheblichem Schwankungsrisiko. Das kann nicht anders sein, weil man sonst ganz einfach Kredite aufnehmen und in die stabile profitablere Strategie investieren könnte, um so in kürzester Zeit sehr reich zu werden. Wenn ihnen jemand stetige zweistellige Renditen verspricht oder zumindest zwischen den Zeilen in Aussicht stellt, sollten alle Alarmglocken läuten. Entweder es handelt sich um regelrechten Betrug oder aber eine Strategie, die schon bald einen umso heftigeren Verlust erleiden dürfte.

Aktien sind der transparenteste Weg, um zweistellige Renditen auf lange Sicht zu erreichen. Aber natürlich nur um den Preis erheblicher Kursschwankungen, die immer wieder zu Frust, Stress und Phasen der Angst führen. Anders als in den Märchen gibt es keine magischen Wundermittel für mehr Rendite ohne Nebenwirkungen. Ehrlich mit sich selbst zu sein, ist letztlich das Ziel der Übung. Ein erfülltes Leben ohne den Osterhasen und die Zahnfee ist schliesslich auch möglich, wie die allermeisten Kinder bald herausfinden. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Maurice Rüegg
Fondsmanager

+ Vale

Wir mögen in unserem Anlegerbrief immer wieder mal davon sprechen, dass der Börsenzyklus langsam in die späte Phase kommt und eine Rezession wahrscheinlich wird. Da sollte man auf defensive Aktien setzen, sagt das Lehrbuch.

Trotzdem empfehlen wir hier mit Vale ein Bergbauunternehmen – allerdings ein brasilianisches, dessen Mutterland erst Ende 2017 aus einer dreijährigen Rezession herausgefunden hat. Die Leitzinsen sind mit 6.6% so hoch wie fast nirgends (in Brasilien ist das allerdings historisch tief); an Inflation ist Vale also ebenfalls gewöhnt.

Vale hat einen Piotroski F-Score von 7 bis 8, aber nur einen Altman Z-Score von 1.55, wobei dieser in der Tendenz besser wird. Das Unternehmen ist also am gesunden. Die erwarteten Gewinne pro Aktie steigen um 7.5% und die Dividende liegt bei 4.3%. Weitere solide Zahlen: Return on Equity: 15%, EBIT Marge 33%, Eigenkapitalquote 44%. Damit leuchtet die Aktie in ALLEN unseren Modellen zum Kauf auf.

– American Express

American Express gehört zum Kreditkarten-Oligopol zusammen mit Visa und Mastercard. Das Trio profitiert stark vom Trend zum bargeldlosen Zahlungsverkehr und gewinnt ständig neue Kunden in den aufstrebenden Volkswirtschaften. American Express war bei unserem Kauf klar billiger als Visa und Mastercard, und das aus guten Gründen. Zum einen waren sie in einen grossen Gerichtsfall mit einigen US-Detailhändlern verwickelt und zum anderen sind sie mit ihrem USA-Fokus nicht so breit aufgestellt wie die Konkurrenz. Zudem nimmt American Express, anders als Visa und Mastercard, einige der Kreditrisiken auf ihre eigenen Bücher. Zum Kaufzeitpunkt vor etwas mehr als einem Jahr wurde man für diese Risiken gut entschädigt. Uns war jedoch klar, dass wir das Kreditrisiko genau im Auge behalten müssten. Und genau dieses gab Anlass zum Verkauf. Der letzte Quartalsbericht zeigt nämlich, dass American Express ein 16%iges Kreditwachstum verbuchte. Vergangene Kreditzyklen haben uns gelehrt, dass zweistelliges Kreditwachstum über die Zeit immer in Tränen endet. Da die Aktie bereits bei 0.85 unseres berechneten fairen Wertes gehandelt wurde, gab uns dieser Grund schliesslich Anlass, die Reissleine zu ziehen.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 8. Mai 2018

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
BKW	Energie	5	5.6%	2.5%
Dätwyler	Elektrocomp.	5	0.4%	1.6%
Kardex	Maschinen	5	4.9%	2.3%
Tamedia	Median	5	12.4%	2.9%
Jungfraubahnen	Transport	4	3.5%	1.3%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Aflac	Versicherungen	7	15.7%	2.1%
Foot Locker	Detailhandel	7	13.3%	3.2%
LyondellBasell	Chemie	7	8.6%	3.5%
Eastman Chemicals	Chemie	6	4.3%	2.0%
Seagate	Computer	6	8.4%	4.5%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Berkeley Group	Hausbau	9	15.3%	2.7%
Boliden SA	Bergbau	8	8.7%	2.6%
Dometic Group AB	Freizeit	7	4.0%	2.4%
UPM Kymmene	Holz & Papier	7	6.5%	3.8%
Anglo American	Bergbau	7	13.4%	4.3%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Alexandria Min. Oils	Öl & Gas	10	1.5%	5.0%
Indo Tambangraya	Kohle	10	17.7%	13.5%
Assore	Bergbau	10	12.5%	5.6%
F&F	Einzelhandel	10	8.7%	1.5%
Eregli Demir	Eisen und Stahl	10	12.5%	4.2%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Ramelius Res	Australien	9	6.2%	0.0%
Highland Gold	Russland	8	7.3%	6.8%
Regis Resources	Australien	8	5.3%	4.7%
St. Barbara	Australien	8	10.4%	3.1%
Centamin	Ägypten	6	13.0%	5.6%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tata Communications	Telekomm	-11	0.0%	0.0%
Devon Energy	Öl & Gas	-9	0.0%	0.6%
Rolls Royce	Luftfahrt	-7	6.2%	1.4%
Schmolz & Bickenbach	Eisen & Stahl	-6	-1.1%	0.0%
General Electric	Elektro.Ausrüst	-5	1.8%	5.1%

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 drei teilweise 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 Funds – Global Value	CHF -R-	11.5.2018	216.20	+2.5%
		EUR -R-	11.5.2018	118.97	-0.6%
		USD -R-	11.5.2018	133.18	0.0%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	11.5.2018	176.58	+6.0%
		USD -A-	11.5.2018	74.03	+3.4%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	11.5.2018	209.10	-4.2%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	11.5.2018	116.05	+0.8%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	11.5.2018	1.29	-0.1%
		CHF -3a-	11.5.2018	1.00	0.0%

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

