



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Der leichte Hauch von Panik an den Börsen in den Weihnachtstagen hat sich wieder verzogen. Die Konjunkturdaten tendieren aber weltweit weiter nach unten. Nun ist die entscheidende Frage, ob es sich nur um eine Wachstumsdelle handelt wie Anfang 2016 oder ob sich eine richtige Rezession im Anzug befindet. Der Marktkonsens scheint eine reine Schwächephase zu erwarten. Dies steht im Kontrast zu 2016, als die Rezessionsangst grassierte. Der entscheidende Unterschied aus unserer Optik ist aber, dass damals die Zentralbanken noch im Expansionsmodus waren, während sie jetzt die geldpolitischen Zügel straffen. Ausserdem haben wir seither all die üblichen Anzeichen einer spekulativen Übertreibung am Ende eines Bullenmarktes erlebt: rekordverdächtige Übernahmen, überbordende Unternehmensschulden und die unsägliche Bitcoin-Manie. Aus meiner Sicht spricht deshalb vieles dafür, dass eine Rezession schon begonnen hat. Beim Investieren geben wir allerdings nichts auf unsere Meinungen zur Makroökonomie. Hier zählen Bottom-Up-Faktoren: Wie gross sind die Bewertungsunterschiede zwischen zyklischen Aktien und defensiven? Die Zahlen auf Titellebene sprechen derzeit weiter dafür, dass der Markt noch nicht eine richtige Rezession eingepreist hat. Das ist eine schlechte Ausgangslage, um darauf zu wetten, dass es sich nur um eine leichte Konjunkturdelle handelt. Wir bleiben deshalb vorerst unseren defensiven Aktien treu.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Das Spiel mit dem Ruin	1
Aktien Plus Minus: EVN und Altria	5
Quant-Corner	6
Über Quantex	8

Titelgeschichte

Das Spiel mit dem Ruin

Besteht eine auch noch so geringe Wahrscheinlichkeit des Ruins für einen Investor oder ein Unternehmen, so verändern sich die erwarteten Renditen stark zu seinen Ungunsten. Diese wichtige Tatsache wird von Finanzakademikern und grossspurigen Managern ständig übersehen – während Grossmütter und Unternehmensgründer alter Schule die Ruin-Problematik schon immer verstanden haben.

Stellen Sie sich vor, Sie sind Inhaber eines Industriebetriebs in einer kapitalintensiven und hart umkämpften Branche wie der Automobilzulieferung. Die durchschnittliche Kapitalrendite Ihres Unternehmens über den Zyklus beträgt deshalb nur mässige 6%. Nun schlägt Ihr Sohn, frisch aus dem Praktikum bei einer renommierten Consulting-Firma zurückgekommen, eine einfache Strategie zur Optimierung der Eigenkapitalrendite vor: Durch die Aufnahme eines Kredits und die Ausschüttung einer Sonderdividende wird die Bilanz zwei-zu-eins gehandelt und voilà, die Eigenkapitalrendite beträgt neu ansehnliche 12%. Mit etwas mehr Leverage, meint der Junior, könnte man sogar wirklich fette 15% oder 18% erreichen. Doch irgendetwas in Ihrem Bauch sagt ihnen, dass es so einfach nicht sein kann – und dass Ihr Grossvater, der Firmengründer, damit nicht einverstanden gewesen wäre.

Tatsächlich geht es hier um ein altes Problem der Kapitalanlage: Sei es direkt in einem Unternehmen oder über Wertpapiere. Natürlich hatte der Grossvater mit seiner Vorsicht recht und der rendite-optimierende Sohn hätte mit seiner Leverage-Strategie das Unternehmen längst an die Wand gefahren.



Der Schlüssel dazu liegt in der Ausgangslage: Die Eigenkapitalrendite beträgt im Mittel 6%. Es gibt aber durchaus Jahre, in denen sie auch negativ ausfallen kann, weil Verluste geschrieben werden. Ist sie mal zwei oder drei Jahre in Serie negativ, wird es sehr wahrscheinlich, dass die Bank den Kredit einfordert und die Firma Konkurs geht. Dann sind die Inhaber ruiniert und es gibt keine Chance mehr, das verlorene Geld jemals zurückzugewinnen. Die zwei-zu-eins gehebelte Rendite wird deshalb über die Zeit tiefer ausfallen als die naiv angenommenen 12%. Besteht durch die Schwankungsbreite der Renditen und den Kredithebel eine auch noch so geringe Chance des Konkurses, so ist ein Ruin sogar garantiert, je länger das Unternehmen diese Strategie fährt.

Herkömmliche finanzmathematische Berechnungen der erwarteten Kapitalrendite werden durch die Ruin-Problematik vollkommen nutzlos! Die Physiker Ole Peters und Murray Gell-Mann haben dies 2015 in einem wichtigen Paper mathematisch gezeigt. Nassim Taleb, Autor des «Schwarzen Schwans», führt das Thema in seinem neusten Buch «Skin in the Game» weiter aus.

Drei Millionen oder eine Kugel im Kopf

Ein krasses Beispiel von Taleb verdeutlicht die Ruin-Problematik: Nehmen wir an, ein gelangweilter Oligarch bietet Ihnen an, russisches Roulette mit ihm zu spielen. Wenn Sie abdrücken und überleben, zahlt er Ihnen drei Millionen (Dollar, nicht Rubel). An Tote zahlt er jedoch nichts. Wie hoch ist der Erwartungswert dieses Spiels? Der naive Statistiker würde sagen: 2.5 Millionen Dollar. In fünf von sechs Fällen gewinnt der Spieler 3 Millionen, im unglücklichen sechsten Fall ist es eine Null und es freut sich der Totengräber.

Die Konklusion aus dem positiven Erwartungswert: Je mehr Sie abdrücken, desto mehr können sie gewinnen! Gemäss ökonomischer Entscheidungstheorie müssten sich die Leute auf so ein Spiel stürzen. Natürlich werden das die wenigsten tun, weil 2.5 Millionen Gewinn im Schnitt nicht für das Risiko des eigenen Todes entschädigen.

Doch der angenommene Erwartungswert ist auch rein formal mathematisch falsch. Besteht das Risiko des Ruins – im drastischsten Beispiel mit einer Kugel im Kopf –, so entspricht der erwartete Gewinn von 100 Spielern, die einmal abdrücken, nicht dem erwarteten Gewinn eines Spielers, der versucht 100 Mal in Serie abzudrücken. Während die 100 Spieler im Schnitt tatsächlich 2.5 Millionen holen, wird der einzelne Spieler bei 100 Versuchen mit allergrösster Wahrscheinlichkeit draufgehen. Sein effektiver Erwartungswert tendiert gegen Null.

Das Gruppenschicksal entspricht nicht dem Einzelschicksal

Mit einem Fachbegriff aus der Physik spricht man davon, dass die Ergodizität nicht gegeben ist: Das mittlere Ergebnis der parallel spielenden Gruppe entspricht nicht dem mittleren Ergebnis eines Einzelnen über die Zeit.

In der Praxis besteht bei allen Glücksspielen und Investments mit Ruinisiko dieses Problem, da der Entscheidungsträger ja seriell über die Zeit investiert, nicht parallel in verschiedenen Universen. Je höher das Ruinisiko und je höher die Varianz der jährlichen Erträge, desto wahrscheinlicher resultiert über die Zeit der Totalverlust.

Aus diesem Grund hat im Firmenbeispiel am Anfang der Grossvater recht: In einem zyklischen und volatilen Geschäft wird durch die Aufnahme von Fremdkapital womöglich kurzfristig der Ertrag erhöht. Auf lange Sicht resultiert daraus aber mit fast absoluter Sicherheit der Ruin. Diese intuitiv verständliche Tatsache ist wohl einer der Gründe dafür, dass die meisten familiendominierten Unternehmen im Schnitt weniger Schulden haben als anderen Publikumsfirmen. Beziehungsweise es besteht ein Survivor Bias: Die Familienfirmen mit zu ehrgeizigen Finanzoptimierern am Ruder sind alle Pleite gegangen.

Bestehen Interessenskonflikte, wird das Problem noch verschärft. Reine Manager ohne stattliche Beteiligung am Aktienkapital, also ohne «Skin in the Game» im Sinn Talebs,

neigen logischerweise eher dazu, russisches Roulette zu spielen. Geht es gut, kriegt der Manager einen fetten Bonus. Geht es schief, kriegen die Aktionäre die Kugel.

Buffetts weise Vorsicht

Die Erkenntnisse der Ruin-Problematik lassen sich direkt auf das Investieren mit Aktien übertragen. Intuitiv wurden sie schon immer von vielen Investoren beachtet. Die amerikanische Anlegerlegende Warren Buffett zum Beispiel hat sich bewusst gegen Leverage bei seinen Aktieninvestments entschieden, gerade weil er ein so guter Investor ist. Das ist unverständlich für viele Finanzprofessoren: Buffett hat mit seiner Berkshire Hathaway über mehr als 50 Jahre im geometrischen Schnitt 20% gemacht, was extrem aussergewöhnlich ist. Würde er seine Renditen mit Krediten zwei-zu-eins hebeln, könnte er doch wahrhaft fantastische 40% machen?

Falsch: Zweimal in den letzten 50 Jahren hatte sich der Wert der Berkshire-Aktie halbiert. Mit einem Kredithebel wäre Buffett ruiniert gewesen und er hätte wieder bei Null anfangen müssen. Deshalb macht es aus seiner Überzeugung gerade als Investor mit überdurchschnittlichen Renditeerwartungen umso weniger Sinn, sich einem Ruinrisiko auszusetzen.

Doch lässt sich das Ruin-Risiko nicht diversifizieren? Man stellt sich ein Portfolio von Hazardeuren oder eben Aktien zusammen, die durch Kredithebel russisches Roulette für einen spielen: 100 hochzyklische Automobilzulieferer mit viel Schulden unter der Führung von ehrgeizigen Jungmanagern zum Beispiel. Dies könnte theoretisch funktionieren, wenn zwei Bedingungen erfüllt sind:

1. Nach jedem Spieldurchgang wird rebalanciert, das heisst, das Geld auf 100 Titel neu gleichverteilt. Ohne die Umschichtung hätte man nach einem Jahr nur noch 83 überlebende Titel, welche Ertrag generieren können. Nach zwei Jahren noch 69 und so weiter, bis irgendwann auch die letzte, dannzumal sehr wertvolle Aktie auf einen Schlag Konkurs geht. Dies deckt sich mit der Realität, dass die Mehrheit der Aktien auf lange Sicht unterdurchschnittlich abschneidet (siehe [Quantex Werte Juni 2017](#)). Naives Buy&Hold ohne Umschichtungen ist keine gute Strategie.

2. Die Ergebnisse der Firmen sind unabhängig voneinander. Was in der Realität nie gegeben ist. In der Rezession befinden sich quasi zusätzliche Kugeln im Revolver. In einem zyklischen Abschwung gehen viele Firmen miteinander in die Knie. Die Diversifikation auf 100 hochverschuldete Automobilzulieferer nützt in einer schweren Auto-Absatzkrise wenig. Alle zu stark gehebelten Firmen werden Pleite gehen. Nur Reserven in der Bilanz ermöglichen das Überleben.

Konklusionen für Aktieninvestoren

Aus diesen Überlegungen haben wir für unser Portfolio-Management für den Quantex Global Value Fund vor längerer Zeit schon folgende Schlüsse gezogen:

- Wir versuchen generell Aktien mit Ruinrisiko zu vermeiden, also die Titel aus der sogenannten Todeszone mit hohem zyklischen und hohem operativem Leverage (siehe [Quantex Werte Dezember 2018](#)).
- Wir führen ein gleichgewichtetes Portfolio, bei dem fortlaufend rebalanciert wird. Dies verhindert, dass zu grosse Positionen entstehen, die dann auf einen Schlag massive Verluste generieren könnten.
- Firmen mit potenziell tödlichen Problemen werden von uns nicht gekauft, ganz egal, wie attraktiv ihre Bewertung erscheinen mag. Wir wollen dadurch verhindern, dass wir potenzielle Ruin-Kandidaten bis hinunter auf null ständig nachkaufen.

Wir vermeiden also zu grosse Einzelwetten und generell Firmen mit zu starkem Hebel. Ausserdem wird im Fonds auf den Einsatz von Hebelinstrumenten verzichtet. Und wir raten auch dringendst all unseren Investoren, den Fonds nicht mit einem Kredithebel zu kaufen.

Dies mag auf den ersten Blick übervorsichtig erscheinen: Langweiliges Investieren im Stil ängstlicher Grossmütter sozusagen. Doch der Erfolg der letzten zehn Jahre gibt uns bisher recht. Bei Aktieninvestments gilt es in erster Linie, schlimme Verluste zu vermeiden und im Spiel zu bleiben. Der langfristige Ertrag der Anlageklasse ist zu gut, um ein vorzeitiges Ausscheiden zu riskieren.

Wenn es ums Überleben geht, macht es generell viel Sinn, auf die Tipps alter Grossmütter zu hören. Und bei der Firmenselektion ist es schlau, Aktien zu bevorzugen, die mit konservativer Bilanz nach Grossvater-Art geführt werden. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Markus Rügsegger
Fondsmanager

+ EVN AG

Nach den starken Kursrückschlägen in den Small- und Midcaps in den letzten Monaten hat sich die Anzahl an günstig bewerteten, gut aufgestellten Unternehmen stark erhöht. Erheblich erleichtert wird die schwierige Auswahl, wenn es sich zudem um eine Gesellschaft handelt, die nur in geringem Masse den Schwankungen der Konjunktur ausgesetzt ist und stetige freie Cashflows erwirtschaftet. Diese Eigenschaften zeichnet das Versorgungsunternehmen EVN AG aus, die an der Wiener Börse gehandelt ist.

Neben der Versorgung des Heimmarktes Niederösterreich mit Strom, Gas, Wärme und Trinkwasser ist das Unternehmen auch im Betrieb von Netzen für Kabel-TV und Telekommunikation tätig. Dazu kommen weitere Dienstleistungen in Deutschland, Bulgarien, Mazedonien und Kroatien sowie das Umweltgeschäft (Planung und Errichtung von Trinkwasserversorgungs- und Abwasserentsorgungsanlagen, Entsalzungs- und thermischen Abfallverwertungsanlagen).

Die Bewertung der Aktie ist äusserst günstig: rechnet man von den substantiellen Beteiligungs- und Finanzwerten (u.a. Verbund AG, RAG und Burgenland Holding) die Nettoverschuldung ab, erhält man immer noch Nettoaktiven von über 2 Milliarden. Bei einer Marktkapitalisierung von knapp 2.37 Milliarden (Basis Schlusskurs vom 3.1.19), erhält man das rentable operative Geschäft praktisch frei Haus. Das Ganze wird mit einer stabilen Dividendenrendite von über 3.5 % versüsst.

– Altria

Bei Quantex achten wir sehr darauf, was das Management einer Firma mit den erwirtschafteten Free Cashflows macht. Wegen dieser strengen Vorselektion kommt es selten vor, dass wir Unternehmen verkaufen müssen, weil sie verschwenderisch mit Kapital umgehen. Altria ist aber leider ein solcher Fall. Anfang Dezember 2018 kaufte der US-Tabakkonzern eine 45% Beteiligung am kanadischen Cannabis-Hersteller Cronos für 1.8 Milliarden Dollar. Bereits hier gingen wir davon aus, dass ein Grossteil der Investition zukünftig abgeschrieben werden muss, weil der Kaufpreis viel zu hoch angesetzt wurde (Cronos erzielte in den letzten 12 Monaten gerade einmal einen Umsatz von 12 Millionen Kanada-Dollar). Für eine Firma, welche jährlich über 6 Milliarden Dollar Free Cashflow generiert, ist ein solcher Fauxpas aber noch knapp verzeihbar. Der grosse Paukenschlag kam zwei Wochen später: Altria kauft für 12.8 Milliarden Dollar eine 35% Beteiligung am Nikotindampf-Start-up Juul. Das impliziert eine absurde Bewertung von über 20x Umsatz! Und es wird nicht einmal alles ins Geschäft weiterinvestiert, sondern die Gründer und Mitarbeiter werden vergoldet: Juul zahlt 2 Milliarden von Altria als Bonus an alle Mitarbeiter aus; bei einer durchschnittlichen Bonuszahlung von 1.3 Millionen werden sogar Banker neidisch. Der im Mai 2018 angetretene Altria-CEO Howard Willard III. hat sich mit den beiden Deals als verschwenderischer Empire Builder der schlimmsten Sorte entlarvt. Wir steigen aus, bevor er all unser Geld verdampft.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 10. Januar 2019

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Vetropack	Verpackungen	5	7.2%	2.1%
Novartis	Pharma	4	5.0%	3.3%
Roche	Pharma	4	6.0%	3.3%
Swiss Life	Versicherungen	4	9.2%	3.4%
Berner Kantonalbank	Banken	3	-	3.2%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Pfizer	Pharma	7	5.7%	3.1%
Macy's	Einzelhandel	6	9.6%	4.8%
Cisco Systems	Telekomm	5	7.6%	3.0%
Garmin	Elektronik	5	7.3%	3.2%
Viacom	Medien	5	8.0%	2.8%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Salmar	Nahrungsmittel	7	4.3%	4.4%
Pearson	Medien	7	9.5%	1.7%
Hannover Rück	Versicherungen	6	-	4.2%
PKN Orlen	Öl & Gas	6	4.7%	2.8%
Taylor Wimpey	Hausbau	6	13.3%	10.2%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MMK Magnitogorsk	Eisen & Stahl	11	12.9%	13.6%
Tatneft	Öl & Gas	11	8.5%	8.3%
Soda Sanayii	Chemie	10	4.3%	3.0%
China Res Cement	Baustoffe	9	14.1%	6.0%
Bukit Asam	Kohle	9	11.1%	7.1%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	8	11.1%	0.0%
Highland Gold	Russland	7	8.0%	7.2%
Polyus	Russland	7	1.7%	5.3%
Largo Resources	Kanada	5	13.6%	0.0%
Regis Resources	Australien	5	6.2%	4.6%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mattel	Spielwaren	-9	-16.8%	0.0%
Rolls-Royce	Luftfahrt	-8	8.8%	1.4%
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-7	2.9%	0.9%
Zalando	Einzelhandel	-7	-2.9%	0.0%
Sensirion	Halbleiter	-7	1.2%	0.0%

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 ausgerichtete 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-	11.1.2019	216.50	+5.5%
		EUR -R-	11.1.2019	126.22	+5.5%
		USD -R-	11.1.2019	135.68	+5.8%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	11.1.2019	153.31	+1.8%
		USD -R-	11.1.2019	65.42	+2.0%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	11.1.2019	185.88	+3.2%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	11.1.2019	94.35	+3.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	11.1.2019	1.19	+3.4%
		CHF -3a-	11.1.2019	0.93	+3.4%

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

