



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Goldminen-Firmen sind nicht für effiziente Kapitalallokation bekannt. Dies musste der Hedge-Fund-Titan John Paulson auf die harte Tour lernen: Nach der Finanzkrise investierte er Milliarden in Gold und den Minensektor als Wette auf die drohende Inflation. Gemäss Paulsons Berechnungen haben die 13 grössten Goldminen-Firmen seit Anfang 2010 satte 85 Milliarden Dollar an Kapital vernichtet – und dies während einer Phase, in der der Goldpreis um 20% gestiegen ist. Nur zwei Firmen schafften überhaupt eine positive Gesamrendite. Während der kolossalen Kapitalvernichtung schaufelten sich die 13 Minen-CEOs ganze 550 Millionen Dollar an Vergütungen in die eigenen Taschen. Nun ist John Paulson mächtig sauer: Er gründet das Shareholder's Gold Council, um im Konzert mit anderen Grossinvestoren die Corporate Governance und die Kapitalrenditen in der maroden Industrie zu verbessern. Wir unterstützen natürlich von der Idee her Paulsons Anliegen. Doch man muss sich doch über seine Entrüstung wundern: Goldaktien waren schon immer ein Minenfeld, in dem unbedarfte Investoren und fanatische Goldbugs sprichwörtlich Hals und Kopf verlieren konnten durch die Klüngelei von gerissenen Promotoren, skrupellosen Brokern und in Sachen Kapitalallokation minderbemittelten Minen-CEOs. Bei der Auswahl von Goldminen-Aktien ist deshalb höchste Selektivität gefordert – und es ist deutlich einfacher als anderswo, einen Sektor-ETF wie den GDX zu schlagen.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte:

ETF sind praktische Werkzeuge zur Selbstverstümmelung.....	1
Aktien PlusMinus: Accenture und Seagate Technologies .....	4
Quant-Corner .....	5
Und übrigens.....	7
Über Quantex.....	8

## Titelgeschichte

### ETF sind praktische Werkzeuge zur Selbstverstümmelung

**Der Anleger ist meist sein eigener grösster Feind: Selbst gute Werkzeuge wie ETF setzt er zu seinem Schaden ein. Umfangreiche Studien zeigen, dass die meisten Investoren im Schnitt ohne ETF eine bessere Performance aufweisen würden. Wir liefern eine Wegleitung zu ihrer sicheren Handhabung.**

Viele Finanzinstrumente dienen in erster Linie dazu, Gebühren zu verschleiern und die Taschen ihrer Erfinder zu füllen. Man denke hier zum Beispiel an Strukturierte Produkte oder viele Hedge Funds. Andere Innovationen wie Exchange Traded Funds oder kurz ETF sind in der Theorie wirklich nützlich: ETF ermöglichen es dem Anleger, einen Korb Aktien oder anderer Wertpapiere tagtäglich transparent und gebührgünstig wie eine Aktie zu handeln. Ein Arbitrage-Mechanismus verhindert zudem, dass der Unterschied zwischen dem Börsenkurs des ETF und dem Wert seines Inhalts nicht zu gross wird. Inzwischen gibt es Tausende von ETF, sei es auf Indizes, Sektoren, Trendthemen oder spezifische Strategien wie «Smart Beta».

Genau wie Heckenscheren, Vorschlaghämmer und andere praktische Werkzeuge sind ETF jedoch bei falscher Benutzung gefährlich. Die Gefährlichkeit von ETF ergibt sich gerade aus ihrer scheinbar einfachen Handhabung. Jeder Anleger kann aus einer verlockend grossen Auswahl tagtäglich ETF kaufen oder verkaufen. Nur die wenigsten tun dies mit Erfolg.



Eine Studie von Bhattacharya, Loos, Meyer & Hackethal (2017) hat Tausende von Kundendepots eines deutschen Online-Brokers hinsichtlich der Anwendung von ETF untersucht. Das deprimierende Resultat: Durch den Einsatz von ETF sank die Portfolio-Rendite im Schnitt um 1.2% pro Jahr. Der Hauptteil der Minderrendite erklärt sich in der Untersuchung durch das schlechte, prozyklische Timing der ETF-Käufe und -Verkäufe. Die Art des gewählten ETF ist dabei nicht statistisch relevant. «Es scheint, dass Investoren beim Handel von ETF dieselben Fehler machen wie beim Handeln anderer Instrumente», lautet das Fazit der Autoren.

Damit spielen sie auf das bekannte Phänomen an, dass es der durchschnittliche Anleger in einem Fonds gemäss verschiedenen Studien nicht schafft, die langfristige Rendite desselben Fonds zu erreichen. Das meiste Geld fließt den Fonds nach einer Boomphase zu just bevor meistens eine Phase der Underperformance beginnt. Und nach langer Underperformance verbleiben in der Regel nur noch wenig Anleger in einem Fonds. Die geldgewichteten Anlagerenditen des durchschnittlichen Investors liegen deshalb immer deutlich unter den ausgewiesenen Renditen eines Fonds.

### **ETF fördern prozyklisches Handeln**

Die leichte Verfügbarkeit und die tiefen Gebühren von ETF fördern also letztlich die prozyklische Handelsneigung der Anleger. Die grosse Auswahl von glänzenden Heckschere führt dazu, dass Investoren sich hinter Hecken machen, die eigentlich gar nicht geschnitten werden müssten. Damit steigt die Gefahr von Unfällen. Davon sind mit Sicherheit nicht nur Privatanleger wie in der deutschen Studie betroffen, sondern auch die allermeisten Profis.

Eine aktuelle Untersuchung von Empirical Research zeigt die Kehrseite der prozyklischen Geldströme über ETF: Aktien, die zu einem grossen Teil in der Hand von Sektor-ETF sind oder die von ETF mit grossen Inflows gehalten werden, tendieren im Schnitt zu einer Underperformance von 3% im Jahr. Gerade Investoren in Sektor- oder Themen-ETF scheinen notorische Performancejäger zu sein, die meist zu spät zur Party kommen.

Ein weiteres Problem: Mit der steigenden Zahl von ETF nimmt ihre Effizienz ab. Dies gilt vor allem für solche, welche spezifische Strategien wie Value oder Momentum verfolgen, die meist unter dem Oberbegriff «Smart Beta» zusammengefasst werden. Empirical Research fand heraus, dass die Quote der ETF, die ihren Benchmark schlagen, ständig am Sinken ist. Besonders stark ist dieser Einbruch bei Smart-Beta-ETF. Die darin verwendeten Strategien werden aus Marketinggründen auch immer komplexer – damit steigt das Risiko, dass es sich bei einer Strategie um reines Backtest-Overfitting handelt und der ETF in der Praxis kläglich scheitert (vgl. Quantex Werte vom November 2015).

### **ETF als finanzielle Massenvernichtungswaffen**

Bei all diesen Problemen geht es allerdings nur um die Handhabung von ETF durch Investoren. Die grundsätzliche Frage nach dem Sinn von ETF, wenn immer grössere Teile des Marktes durch solche passiven Vehikel bestimmt werden, kommt als weitere Problemebene hinzu. Man muss nicht gleich so weit gehen wie die Fondsmanager von First Pacific Advisors, welche kürzlich ETF als finanzielle «Massenvernichtungswaffen» bezeichnet haben. Logisch ist aber, dass es mit dem zunehmenden Anteil von ETF am Gesamtmarkt zu neuen Verzerrungen kommen muss – und sei es nur, weil passive ETF-Investoren zum Beispiel der Führung eines Unternehmens oder seiner Bewertung keine Beachtung mehr schenken.

Aus unserer Sicht als aktive Stockpicker ist das zunehmend passive und prozyklische Herdenverhalten der ETF-Investoren jedoch eine durchaus positive Entwicklung. Es dürfte in Zukunft zu mehr Fehlbewertungen am Aktienmarkt kommen, welche wir ausnutzen können. Die Outperformance unserer Quantex-Fonds hat in all den Jahren des ETF-Booms nicht abgenommen.

Wie bei jedem Werkzeug ist es letztlich eine Frage der richtigen Verwendung für die richtige Aufgabe. Als Fazit eine kleine Liste von Tipps zur praktischen Handhabung von ETF:

- Versuchen Sie generell, das Umschichten mit ETF zu begrenzen, auch wenn die Transaktionskosten tief sind. Sinnvoller ist eine fixe Allokation, welche in regelmässigen Zeitabständen rebalanciert wird. Das heisst, die Depotanteile der einzelnen ETF werden auf die ursprünglich festgelegten Quoten zurückgeführt. Damit handelt man eher antizyklisch, da man gestiegene ETF verkauft und gefallene nachkauft.
- Kaufen Sie keinen Sektor- oder Themen-ETF. Die Gefahr ist bei diesen Produkten besonders gross, prozyklisch Trends hinterher zu rennen.
- Seien Sie bei Smart-Beta-ETF höchst vorsichtig. Die meisten halten in der Praxis nicht, was der Backtest der Strategie verspricht. Achten Sie bei der Selektion auf einen guten, mehrjährigen Performanceausweis in der Realität statt nur im Backtesting.
- Vorsicht ist angebracht bei illiquiden ETF: Diese werden mit Blick auf die tiefen Gebühren im ETF angepriesen, gleichzeitig aber werden Ihnen im Handel über die Geld-Brief-Spanne oft relativ hohe Summen abgeknöpft. Wer sich an sehr liquide ETF grosser Anbieter hält, kann diese Gefahr umgehen.
- ETF sind primär Werkzeuge zur einfachen Nachbildung einer Indexstrategie. Bei Indexprodukten ist «Buy&Hold» eine gute Strategie – im Gegensatz zur Selektion von Einzelaktien oder Themen-ETF (vgl. Quantex Werte vom Juni 2017). Ein bis drei ETF als gebührengünstige Kernanlagen reichen da völlig aus. All die anderen glänzenden Werkzeuge in der Auslage sollten ignoriert werden, weil mit ihnen nur die Gefahr der Selbstverstümmelung wächst. (pfr)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

### + Accenture

Je weniger Sorgen sich im aktuellen Marktumfeld die anderen Anleger machen, desto mehr Sorgen machen wir uns. Bei einem Geschäftsmodell wie dem von Accenture lässt es sich aber gut schlafen. Obwohl die IT-Beratung eine hart umkämpfte Branche ist, bleibt Accentures dominante Machtstellung auf absehbare Zeit unbestritten. Hier ein paar eindruckliche Eckdaten zum Unternehmen:

- Accenture beschäftigt weltweit 425'000 Mitarbeiter.
- Rund 150 Kunden generieren jährlich je über USD 100 Millionen Umsatz.
- 97 der 100 grössten Kunden arbeiten seit mindestens 10 Jahren mit Accenture zusammen.
- 80% der Fortune Global 500 Firmen lassen sich von Accenture beraten.

Für die Aktionäre blieb am Ende auch einiges übrig: Über die letzten 12 Jahre hat sich die Dividende vervierfacht und das Unternehmen hat 30% aller Aktien zurückgekauft. Gleichzeitig machten sie immer wieder kleinere «tuck-in» Übernahmen. Finanziert wurden alle Tätigkeiten mit dem erwirtschafteten Free Cashflow. Die voranschreitende Technologisierung in sämtlichen Sektoren ist ein klarer Rückenwind und den Preis für Accentures Unternehmensqualität erachten wir im heutigen Marktumfeld immer noch als attraktiv.

### – Seagate Technologies

Nach fünf Jahren trennen wir uns von Hard-Disk-Hersteller Seagate. Es war ein sehr wechselhaftes Investment, dass alles in allem nur eine mässige Gesamttrendite brachte. Beim Kauf im Jahr 2012 war Seagate mit 20% Free-Cashflow-Rendite ziemlich sicher zu günstig. Der Bear Case für die Aktie war damals vor allem zyklisch, da sich die Margen auf einem Hoch nach den Fluten in Thailand standen. Dem gegenüber stand die Konsolidierung der Hard-Disk-Branche, die von sieben auf drei Akteure geschrumpft war.

Die Zyklen in Margen und Umsatz blieben, doch mit der Zeit wurde der Bear Case immer mehr fundamental, da Hard Disks mehr Konkurrenz durch schnellere Solid State Drives (SSD) bekamen. Abgesehen von etwas Rebalancing versäumten wir es deshalb den Verkauf bei über 60 Dollar Anfang 2015, als sogar moderates Wachstum eingepreist war. In der Folge sank die Aktie bis unter 20 Dollar, was eine Übertreibung nach unten darstellte und wo wir erfolgreich nachkauften. Jetzt steht sie bei 33 Dollar auf einem Preisniveau, dass wohl dem fairen Wert ziemlich nah kommt, wenn man von einem langsamen Niedergang des Hard-Disk-Business ausgeht. Ausserdem hat sich die Netto-Verschuldung über die Zeit von Null auf aktuell 2.5 Milliarden Dollar verschlechtert. Ein fundamentaler Niedergang in Kombination mit Schulden ist keine Basis mehr für ein langfristiges Buy&Hold-Investment.



Peter Frech  
Fondsmanager

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 4. Oktober 2017

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
DDM Holding	Finanzdienstl.	6	26.1%	0.0%
Jungfraubahnen	Transport	5	3.6%	1.6%
Belimo Holding	Baumaterialien	4	2.5%	1.9%
Givaudan	Chemie	4	2.9%	2.9%
Phoenix Mecano	Elektronik	4	5.7%	2.7%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Kohls	Detailhandel	7	7.4%	4.8%
LyondellBasell	Chemie	7	7.1%	3.5%
Intel	Halbleiter	6	6.4%	2.7%
CA Inc	Software	6	8.1%	3.0%
Xerox	Bürobedarf	6	9.3%	3.2%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
UPM Kymmene Oyj	Forstindustrie	7	9.2%	4.0%
Boliden AB	Bergbau	7	5.5%	1.9%
Taylor Wimpey	Hausbau	7	11.9%	6.9%
Marine Harvest	Nahrungsmittel	6	5.3%	7.2%
Anglo American	Bergbau	6	11.1%	2.7%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Grendene	Schuhe	10	6.5%	4.7%
Indo Tambangraya	Kohle	10	18.1%	8.1%
MMK Magnitogorsk	Stahl	10	7.1%	4.4%
Hannstar Display	Computer	10	17.2%	4.2%
Eregli	Stahl	10	9.0%	5.0%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tata Communication	Telekommunik.	-8	1.4%	0.9%
AMD Micro Devices	Halbleiter	-7	-1.7%	0.0%
Anadarko Petroleum	Öl & Gas	-7	-0.1%	0.4%
Ericsson	Telekommunik.	-6	7.0%	2.2%
Evolva Holding	Biotechnologie	-6	-28.9%	0.0%

**Unsere favorisierten Länder**

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Spanien	Portugal	0.7%	
Portugal	Hongkong	0.0%	MSCI World
Hongkong	Spanien	0.6%	(USD)
Australien	Schweden	6.0%	2.4%
Singapur	Österreich	0.1%	
Qatar	Türkei	-6.4%	MSCI Emerging
Tschechien	Arab. Emirate (USD)	-1.2%	Markets (USD)
Ungarn	Russland (USD)	4.5%	1.3%

### 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



## Und übrigens...

„When the VIX is low, it's time to go“, lautet eine der unzähligen Börsenweisheiten. Das Volatilitätsbarometer auf den S&P 500, das von der Chicagoer Terminbörse CBOE berechnet wird und dessen Ticker VIX ist, steht momentan unter 10 auf 9.5. Das war das letzte Mal vor mehr als zehn Jahren vor der Finanzkrise der Fall!

Interpretiert als Selbstgefälligkeit oder Nachlässigkeit gegenüber den Abgründen der Börse bedeutet ein so tiefer Wert, dass die Gefahr für deutliche Kursverluste steigt, denn die niedrige Volatilität widerspiegelt die Sorglosigkeit der Investoren.



CBOE VIX von Ende 2006 bis heute. (Quelle: Bloomberg)

## 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 Funds – Global Value	CHF	3.10.2017	<b>196.60</b>	+15.4%
		EUR	3.10.2017	<b>114.25</b>	+8.1%
		USD	3.10.2017	<b>124.55</b>	+20.6%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	3.10.2017	<b>159.26</b>	+4.2%
		USD -A-	3.10.2017	<b>68.49</b>	+9.0%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	3.10.2017	<b>218.15</b>	+19.2%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	3.10.2017	<b>108.15</b>	+8.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	3.10.2017	<b>1.25</b>	+14.1%



**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

