



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Die Anleger sind erstaunlich wenig am Thema Gold interessiert. Trotz guter Performance des Edelmetall-Sektors in diesem Jahr musste soeben das geplante IPO von Triple Flag Precious Metals mangels Nachfrage abgeblasen werden. Dabei handelte es sich nicht um eine beliebige Explorationsklitsche, sondern um eine neue Gold-Royalty-Firma mit positivem Free Cashflow und Milliarden-Bewertung, welche von Hedge-Fund-Titan Elliott Management aufgebaut wurde. Royalty-Titel erhalten generell eine satte Bewertungsprämie gegenüber normalen Goldminen, weil sie über ein weniger riskantes Geschäftsmodell verfügen. Dass selbst ein solcher Börsengang durchfällt, während gleichzeitig fantasievollen Startups für die Vermietung von E-Scootern oder Hundespaziergang-Apps das Geld nachgeworfen wird, lehrt uns zwei Dinge: 1. IPOs sind generell schlechte Investments, weil die Insider auf der Verkäuferseite stehen. Im Fall von Triple Flag war dies Elliott Management. Da der Preis für die Insider zu tief gewesen wäre, fand kein Börsengang statt. Das bedeutet, dass die Publikumsaktionäre um ein Schnäppchen gebracht wurden. Ohne Not findet ein IPO logischerweise nur statt, wenn die Insider einen guten Deal machen. 2. Der Goldsektor ist momentan alles andere als heiss. Neuemissionen sind ein guter Gradmesser für die Nachfrage in einem Segment. Gieren die Anleger nach mehr Papieren, bedienen Insider und findige Investmentbanker diese gerne. Das offensichtlich tiefe Interesse an Edelmetall-Investments verstärkt jedoch unsere positive Einstellung für den Goldsektor.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der Preis der Sünde	1
Aktien Plus Minus: Pearson und Amgen	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Der Preis der Sünde

Der Trend zu nachhaltigem Investieren ist unaufhaltsam. Aus praktischen Zwängen handelt es sich dabei vielfach um Etikettenschwindel. Dennoch besteht ein ernstzunehmendes Bedürfnis, bei der Geldanlage Gutes zu tun. Doch je mehr Leute den Pfad der Tugend beschreiten wollen, desto lohnender wird das Investieren in sündhafte Aktien.

Bereits 60% aller Institutionellen Investoren in den USA ziehen Kriterien zur Nachhaltigkeit bei ihren Entscheiden ein. 55% der Pensionskassen sind es gemäss der NZZ in der Schweiz. Der Trend scheint unaufhaltsam. Welcher Stiftungsrat oder Bankmanager will sich schon dagegen aussprechen, beim Investieren die Umwelt, soziale Faktoren und die Governance (Englisch zusammengefasst als ESG) zu beachten? Schliesslich kostet ein reines Lippenbekenntnis zur Tugendhaftigkeit nichts. Doch wie steht es darum in der Praxis?

Das erste grosse Problem besteht darin, was denn ESG überhaupt sein soll. Praktisch jeder Investor versteht darunter etwas Anderes: Ist Kernenergie umweltfreundlich, weil sie kaum Kohlendioxid ausstösst? Sind Hersteller von Zigaretten böse, Hersteller von übersüßten Getränken aber nicht? Sind soziale Netzwerke wie Facebook wirklich sozial oder sogar mitschuldig an der grassierenden Selbstmordepidemie bei Teenagern, wie erste Langzeitstudien zeigen?

Unzählige Anbieter von ESG-Ratings buhlen um die Aufmerksamkeit der Anleger. Eine Studie von Berg, Koelbel & Rigobon (2019) hat ergeben, dass die Korrelation zwischen den ESG-Ratings verschiedener Anbieter für dieselbe Aktie gerade mal 61% beträgt.



Das ist sehr wenig. Bei Kreditratings für Obligationen beträgt die Korrelation der Ratings verschiedener Anbieter 99%. Offensichtlich besteht eine grosse Uneinigkeit bezüglich nachhaltigem Investieren, was angesichts der Komplexität der Materie auch nicht verwundert. Schnell einmal wird die Diskussion, was denn jetzt nachhaltig sein soll, sehr sektiererisch.

Weil aber nicht genau festgelegt werden kann, was nachhaltig ist, sind der Augenwischerei und dem Etikettenschwindel Tür und Tor geöffnet. Acht der derzeit zehn grössten ESG-Fonds in den USA sind zum Beispiel im Ölsektor investiert. Meistens wird dies mit einem «Best-in-Class»-Ansatz gerechtfertigt: Wenn eine Ölfirma wie Shell sich zur Nachhaltigkeit bekennt und einen dicken ESG-Report zum Jahresbericht liefert, ist sie damit besser als andere Ölfirmen und investierbar.

Der praktische Grund dafür ist natürlich, dass gerade Institutionelle zwar nachhaltig investieren wollen, aber bitte ohne einen Tracking Error aufzuweisen, also eine Performance-Abweichung zum Index. Den ganzen Ölsektor auszulassen, ist aus dieser Sicht ein zu grosses (Karriere-)Risiko.

Die wirklich interessante Frage ist deshalb nicht: «Möchten Sie nachhaltig investieren?», sondern «Sind sie bereit, dafür auf Rendite zu verzichten?». Doch muss man das überhaupt?

Bisherige Studien sind sich dazu uneinig. Je nach verwendeten ESG-Kriterien und Zeit-horizont der Studie war das nachhaltige Investieren besser oder schlechter als der Index. Was Anbieter von entsprechenden Fonds nicht daran hindert, mittels selektiver Datenauswahl ihren Kunden trotzdem Nachhaltigkeit und Outperformance in Aussicht zu stellen. Und gerne wollen natürlich die Anleger glauben, dass es Tugendhaftigkeit nicht nur zum Nulltarif, sondern sogar noch mit einer Belohnung im Diesseits gibt.

Theoretisch ist es klar, dass Nachhaltigkeit Rendite kosten muss

Aus rein theoretischer Sicht ist jedoch klar, dass wirklich nachhaltiges Investieren jenseits des Etikettenschwindels eine verminderte Rendite zur Folge haben muss. Denn wenn man in ein Anlageuniversum investiert, das einer Einschränkung bezüglich der Titelauswahl unterliegt, muss die erwartete Rendite logischerweise tiefer sein als ohne diese Einschränkung. Denn sonst wäre es ja keine Einschränkung, wenn man ohnehin nur die Outperformer auswählt.

Dagegen kann eingebracht werden, dass die nachhaltigen Unternehmen auf lange Sicht systematisch besser sind als die anderen, quasi sündhaften Firmen. Das mag auf Unternehmensebene stimmen. Entscheidend für die zukünftige Rendite ist aber immer auch der Preis eines Investments. Wenn sündhafte Aktien immer günstiger werden, weil immer weniger Anleger sie anfassen wollen, so steigen logischerweise deren zukünftige Renditeaussichten.

Dieser Effekt wird umso stärker, je mehr Investoren ihr Geld tugendhaft anlegen wollen. Irgendjemand muss ja all die bösen Aktien kaufen, sonst gibt es keinen Markt und die guten Investoren können nicht aussteigen. Also muss der Preis so lange gesenkt werden, bis sich jemand bereit erklärt, die sündhafte Aktie zu übernehmen und das entsprechende Reputationsrisiko zu tragen. Der Lohn der Sünde ist eine höhere zu erwartete Rendite.

Bisherige Studien zu einem kleinen Kreis sündhafter Aktien zeigen diesen Effekt. Die Sektoren Tabak, Alkohol und Gambling gelten schon seit längerer Zeit als sündhaft, lange bevor Umwelt und Klimawandel ein so grosses Thema wurden. Weil sie zugleich einen relativ kleinen Teil der Gesamtmarktkapitalisierung ausmachen, fiel es vielen Investoren nicht schwer, diese Sektoren ganz beiseite zu lassen. In den letzten 20 Jahren haben jedoch Aktien aus diesen drei Sektoren den Markt gemäss einer Analyse von Empirical Research sehr deutlich geschlagen. Nicht eine akademische Studie über verschiedene Zeiträume konnte zeigen, dass sündhafte Aktien underperformen. Sechs von elf Studien

zeigten eine Überrendite als Lohn der Sünde. Die historische Erfahrung scheint sich also mit der theoretischen Erwartung zu decken.



Die Grafik zeigt die langfristige Entwicklung sündhafter Aktien (hellblau) im Vergleich zum S&P-500-Index (dunkelblau). Die Gesamtpformance der Sünder belief sich seit 1994 auf das Doppelte des Gesamtmarkts. (Quelle: www.devlinvest.com)

Derzeit wird der Kreis der sündhaften Aktien rapide erweitert: Produzenten fossiler Brennstoffe, Airlines, Zuckerverarbeiter, Soziale Netzwerke und viele mehr stehen auf der potenziellen Abschlusliste. Während kurzfristig der Desinvestitionsprozess den Preis dieser Aktien fallen lässt, steigt dadurch die Renditeerwartung in diesen Titeln für die Zukunft. Value Investoren, die immer auf der Suche nach günstigen Aktien sind, werden in den nächsten Jahren deshalb vermutlich vermehrt von sündhaften Aktien angezogen sein.

Die Strategie von Quantex

Wir bei Quantex werden bei der Aktienausswahl weiterhin vor allem auf die erwartete Rendite bedacht sein, nicht auf Nachhaltigkeit – nur schon, weil wir dafür keine überzeugende und alle unsere Investoren befriedigende Definition finden können. Natürlich lag uns insbesondere das G für Governance aus ESG schon immer am Herzen: Wie wird ein Unternehmen geführt und was macht es mit dem Geld der Aktionäre? Die anderen beiden Faktoren sind uns aber zu vage, um damit im Anlageprozess etwas anfangen zu können.

Selbstverständlich haben wir aber nichts gegen Transparenz und lassen unser Portfolio gerne nach beliebigen ESG-Kriterien untersuchen. In Sachen Kohlendioxid-Ausstoß und Umweltfreundlichkeit sollte das aktuelle Portfolio des Global Value Fund zum Beispiel sehr gut aussehen, weil wir seit Jahren keine einzige Aktie aus dem Ölsektor oder der Automobilindustrie drin haben. Dafür sind wir seit geraumer Zeit in einigen Tabakaktien investiert.

Tugend liegt im Auge des Betrachters

Letztlich muss deshalb jeder Investor für sich selbst vermehrt abwägen, was für ihn Nachhaltigkeit bedeutet, auf wieviel potenzielle Rendite er dafür verzichtet und welche Fonds seine Kriterien erfüllen. Höchstwahrscheinlich wird es aus Marketing-Überlegungen schon in naher Zukunft so sein, dass praktisch alle Fonds das Label ESG tragen werden – wie Bio im Supermarktregal – obwohl praktisch dieselben Titel drin sein werden wie zuvor. Das ESG-Label wird damit zur Farce und der Pfad der Tugendhaftigkeit wird nicht weniger Arbeit erfordern als zuvor. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

+ Pearson

Pearson ist der weltgrösste Anbieter von Lehrmitteln und bereits seit längerem ein Restrukturierungsfall. Die Analysten haben nach Jahren voller Enttäuschungen die Flinte ins Korn geworfen und damit direkt in unseren Schoss.

Wir beobachten Pearson bereits seit 2016 und glauben, dass sich das Unternehmen qualitativ verbessert und gleichzeitig die Unsicherheit massiv reduziert hat. Pearson ist damit beschäftigt, das Geschäft vom physischen Verkauf von Lehrmitteln hin zu einem digitalen Abo-Modell umzubauen. Heute stammen schon 65% des Umsatzes aus dem digitalen Geschäft. Leider war bis heute dieser Umsatz jeweils kleiner als der verlorene Umsatz der physischen Lehrmittel. Wir sind aber der Meinung, dass sich dies bald ändern wird. Zudem sollte der Umsatz aus den Abonnements viel stabiler sein.

Pearson erklärt seit Jahren, dass ihre eigenen Lehrmittel aus zweiter Hand ihr grösster Konkurrent seien. Dieses Problem wird mit dem Wechsel zu einem digitalen Angebot gelöst. Gleichzeitig kann das Produkt durch ständige Aktualisierungen für den Endverbraucher verbessert werden. Weiter gefällt uns, dass die Umsatzentwicklung des Unternehmens eine gewisse negative Korrelation zur US-Arbeitslosenrate aufweist. Pearsons grösste Kunden, die Universitäten in den USA, verzeichnen mit einer steigenden Arbeitslosenrate mehr Studenten, weil sich viele in der Arbeitslosigkeit für eine Weiterbildung entscheiden. Dies sollte auf absehbare Zeit ein Rückenwind sein, da die US-Arbeitslosigkeit vom derzeit tiefsten Stand seit 50 Jahren praktisch nur steigen kann. Obwohl sich der Turnaround bereits abzeichnet, bekommen wir auf den heutigen Kursen eine Free Cashflow-Rendite von 9%, das heisst, wir müssen nichts für die Möglichkeit einer Gewinnausweitung bezahlen.

– Amgen

Während und nach der US-Präsidentenwahl kam der Pharmasektor in den USA arg unter die Räder. Amgen war eines der Unternehmen, die wir in diesem Zeitraum gekauft hatten. Das grösste Biotechunternehmen der Welt hat sich in der Zwischenzeit weiter gut entwickelt und die Aktionäre fürstlich mit Dividenden und vor allem Aktienrückkäufen belohnt. In den letzten Monaten hat der Markt den Bewertungsunterschied von Amgen zu den anderen Pharma-Blue-Chips verringert und unser faire Wert wurde erreicht.

Amgen ist ein Paradebeispiel für die Art Unternehmen in die wir gerne investieren: Gutes Business mit stabiler Bilanz und solider Kapitalallokation in einem Sektor, der gerade ausser Mode geraten ist. Wenn unser faire Wert erreicht wird, verkaufen wir aber auch ein solches Unternehmen konsequent.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 11. Dezember 2019

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellevue Group	Banken	6	-11.0%	4.5%
Orell Füssli	Handel	6	33.0%	6.1%
Geberit	Baustoffe	5	3.1%	2.0%
Jungfraubahn	Transport	4	0.0%	1.8%
Roche	Pharma	4	5.7%	2.9%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Discovery	Medien	7	7.5%	0.0%
PulteGroup	Hausbau	7	7.3%	1.1%
Seagate Technology	Computer	7	6.1%	4.4%
Alaska Air	Fluglinien	6	7.1%	2.1%
Biogen	Biotechnologie	6	11.9%	0.0%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Taylor Wimpey	Hausbau	9	8.2%	10.4%
Anglo American	Bergbau	8	6.7%	4.3%
Ageas	Versicherungen	8	-	4.0%
KGHM	Bergbau	8	4.1%	0.0%
Persimmon	Hausbau	7	8.1%	9.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Sberbank	Banken	10	-	6.6%
SPCG	Altern. Energie	10	16.5%	5.6%
Media Nusantara	Medien	9	8.6%	1.1%
Gazprom	Öl & Gas	9	7.7%	6.2%
Yuexiu Transport	Transp. Service	9	14.2%	6.1%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Highland Gold	Russland	8	7.1%	6.9%
Koza Altin	Türkei	8	17.6%	0.0%
Ramelius Res	Australien	8	13.1%	1.5%
St. Barbara	Australien	7	12.1%	4.4%
Polyus	Russland	5	4.9%	4.5%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Rolls-Royce	Luftfahrt	-9	5.5%	1.7%
Ubisoft	Software	-8	12.4%	0.0%
Expedia	Internet	-7	7.1%	1.2%
Boeing	Luftfahrt	-7	0.4%	2.4%
Oceanagold	Goldminen	-6	0.9%	0.6%

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-	9.12.2019	235.40	+14.7%
		EUR -R-	9.12.2019	140.02	+17.0%
		USD -R-	9.12.2019	146.69	+14.4%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	9.12.2019	179.22	+18.9%
		USD -R-	9.12.2019	76.06	+18.6%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	9.12.2019	190.49	+5.7%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	9.12.2019	98.85	+7.9%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	9.12.2019	1.28	+10.9%
		CHF -3a-	9.12.2019	0.99	+10.9%

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

