



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Der 1000-Milliarden-Express rollt und rollt. Bereits vier Firmen haben einen Börsenwert um oder über der magischen Grenze: Apple, Microsoft, Google und Amazon. Zusammen mit Facebook sind die Famosen Fünf 5200 Milliarden Dollar wert. Zum Vergleich: Das ist mehr, als alle Firmen in Deutschland, der Schweiz und Frankreich zusammen. Das Momentum der fünf Megacaps scheint unaufhaltsam, angefeuert von den stetigen Neukäufen passiver Indexinvestoren. Doch alle kaufen diese Aktien mit dem Rückspiegel und vergessen, dass weitere Vervielfachungen des Börsenwerts von diesem Niveau aus praktisch unmöglich sind. Die Fundamentaldaten verschlechtern sich: Apples Free Cashflow wächst seit Jahren nicht mehr, nur der Bewertungsmultiplikator steigt. Bei Google und Facebook ist der schöne ausgewiesene Free Cashflow aus Sicht der Aktionäre ein Witz, da sie davon keinen müden Cent zu sehen bekommen: Die Firmen zahlen keine Dividenden und die Aktienrückkäufe neutralisieren gerade mal die Verwässerung durch Mitarbeiteroptionen. Amazon vertröstet ohnehin immer weiter auf die Zukunft. Microsoft tut ein bisschen was für die Aktionäre, aber wieso die Firma nach einem Wachstumsschub plötzlich zum Dreissigfachen des Free Cashflow gehandelt werden soll, wo es vor ein paar Jahren nur das Achtfache war, leuchtet nicht ein. Gleichzeitig steigen bei allen fünf Titeln die regulatorischen Risiken. Aus sympathischen Techstars wurden marktbeherrschende Moloche. Der Tech-Express rollt mit Vollgas auf die Klippe zu, die Wagen voll mit passiven Passagieren.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Wer gute Prognosen macht .....	1
Aktien Plus Minus: FACC und Astellas Pharma.....	4
Quant-Corner .....	5
Über Quantex.....	7

## Titelgeschichte

### Wer gute Prognosen macht

**Steigt die Börse auch 2020? Kommt es zwischen den USA und Iran zum Krieg? Und wohin gehen die Zinsen? Zum Jahresanfang lechzen die Anleger nach Antworten für das neue Jahr. Ein bunter Reigen von Experten erfüllt diese Nachfrage gerne. Doch die meisten taugen nichts. Eine bahnbrechende Langzeitstudie des Psychologen Philip Tetlock fand heraus, welche Eigenschaften Laien haben, die systematisch bessere Prognosen als die Profis machen.**

«Der einzige Sinn von Wirtschaftsprognosen ist es, die Astrologie respektabel aussehen zu lassen», lautet ein berühmter Spruch des Ökonomen John Kenneth Galbraith. Doch der menschliche Drang nach Antworten im Angesicht der Ungewissheit belebt seit Jahrtausenden einen bunten Zirkus von Wahrsagern, Propheten, Marktstrategen und Zukunftsforschern.

Täglich publizieren die Medien Prognosen ohne danach zu fragen, was sie wirklich taugen. Täglich zahlen Firmen und Regierungen für Expertenprognosen, die meist wertlos sind. Der amerikanische Psychologe Philip Tetlock erforscht seit den 1980er Jahren den Wert von Prognosen zu aktuellen politischen und wirtschaftlichen Themen. Seine erste grosse Langzeitstudie von 1984 bis 2004 mit 284 Experten aus Universitäten und Regierungsorganisationen gilt als bahnbrechend in der Prognoseforschung.

Das ernüchternde Resultat: Der durchschnittliche, gut bezahlte Experte ist nicht besser darin, aktuelle Ereignisse vorauszusagen als ein Schimpanse mit Wurf Pfeilen – oder ein simpler Algorithmus wie: «Sage immer keine Veränderung voraus.»



**„Prognosen sagen viel über den Prognostiker aus. Aber sie sagen dir nichts über die Zukunft.“**

**Warren Buffett**

**«Es gibt zwei Arten von Prognostikern, die einen wissen nichts und die anderen wissen nicht, dass sie nichts wissen.»**

**John Kenneth Galbraith**

Tetlock fand dabei aber auch heraus, dass eine Gruppe von Experten deutlich schlechter abschnitt als die andere. Experten, die in ihrem Denken stark ideologisch gefärbt waren, machten generell schlechtere Prognosen. Dabei war die Art der Ideologie völlig egal: Ob Sozialisten oder Markt-Fundamentalisten, ob Weltuntergangspropheten oder Fortschrittsgläubige spielte keine Rolle. Diese Gruppe versuchte, alle Probleme in bekannte Schablonen zu pressen und machte generell zu selbstsichere Vorhersagen. Allzu oft wurden Ereignisse als «unmöglich» oder «sicher» prognostiziert.

Viel besser schnitten die Experten ab, die keine starren Weltvorstellungen hatten und ihre Prognosewahrscheinlichkeiten der aktuellen Datenlage anpassten. Doch diese zweite Gruppe von Experten, welche ihre Vorhersagen oft mit Wörtern wie «vielleicht», «andererseits» oder Wahrscheinlichkeiten spickte, wirkt auf den unbedarften Laien natürlich viel weniger selbstsicher als die Experten, die genau zu wissen glauben, was die Zukunft bringt. Die erste Gruppe der selbstsicheren Alleswisser erregt deshalb in den Medien meist mehr Aufmerksamkeit als die zweite.

Die Medien allein sind aber nicht Schuld daran, sondern auch die Nachfrage der Konsumenten: Prognosen von selbstsicheren Experten, die einem im eigenen Denken bestärken, werden gerne gehört. So liest der Aktieninvestor vorzugsweise Prognosen, welche eine Fortsetzung des Bullenmarkts verkünden. Der Anleger, der Cash und Gold gebunkert hat, liest dagegen lieber Szenarien, was 2020 alles schiefgehen könnte. Philip Tetlock schreibt dazu: «Viele Vorhersagen sind für Wohlfühlen gedacht – indem sie die Meinungen des Publikums bestärken... Sie sind das kognitive Äquivalent dazu, ein warmes Bad zu nehmen.»

Tetlock wollte der Sache weiter auf den Grund gehen. 2011 startete er mit Barbara Mellers das noch breiter angelegte Good Judgement Project mit Laien, bei dem über 20'000 Teilnehmer über vier Jahre ständig versuchten, Ereignisse korrekt vorherzusagen. Steigt der Nikkei-Index bis Ende Jahr? Gibt es einen Krieg auf der koreanischen Halbinsel? Weiten sich die Unruhen in Russland aus?

Im Rahmen eines US-Regierungsprogramms traten die Laien von Tetlocks Studie zudem gegen vier andere Teams von Experten an, herangezogen von Elite-Universitäten wie dem MIT sowie Geheimdienstmitarbeitern, die über zusätzliche klassifizierte Informationen verfügten. Auch hier war das Resultat für die Profis ernüchternd: Die besten Laien schlugen die Experten um Längen. Und sogar im Durchschnitt waren die Laienteams leicht besser. Die Demütigung für die Profis war so gross, dass die Vergleichsstudie der Regierung vorzeitig beendet wurde.

Im Rahmen des Good Judgement Projects konnte Tetlock eine Gruppe von besonders guten Prognostikern mit erstaunlicher Treffsicherheit identifizieren, die er «Superforecasters» nennt. Diese Supervorhersager zeichneten sich in psychologischen Tests durch eine ganze Reihe von Eigenschaften aus:

- **Vorsichtig:** Nichts ist sicher.
- **Bescheiden:** Die Realität ist unendlich komplex.
- **Nicht deterministisch:** Was geschieht, muss nicht geschehen. Es hätte auch anders kommen können.
- **Open-Minded:** Glaubenssätze sind Hypothesen zur Überprüfung, nicht Schätze, die es zu verteidigen gilt.
- **Reflektierend:** Introspektiv und selbstkritisch.
- **Zahlenfreaks:** Fühlen sich wohl mit Zahlen.
- **Pragmatisch:** Keiner Idee oder Agenda verpflichtet.
- **Vielsichtig:** Können verschiedene Ansichten gleichzeitig im Kopf haben und eigene Schlüsse daraus ziehen.
- **Wahrscheinlichkeitsorientiert:** Verwenden viele Abstufungen von Vielleicht.

«Wenn sich die Fakten ändern, ändere ich meine Meinung.»

John Maynard Keynes

- **Updater:** Wenn die Fakten ändern, ändern sie ihre Meinung und passen ihre Prognosen an.
- **Gute intuitive Psychologen:** Überprüfen ihr Denken auf kognitive oder emotionale Verhaltensfehlerleistungen.
- **Verbesserungswillig:** Glauben, es ist möglich, besser zu werden.
- **Durchhaltewillen:** Bleiben dran, wie lange es auch immer dauert.

Die wichtigste Eigenschaft von allen war gemäss Tetlock die ständige Bereitschaft zu Veränderungen und Anpassungen der Prognosewahrscheinlichkeiten. Eine weit überdurchschnittliche Intelligenz oder Schulbildung waren dagegen nicht von Nöten.

Fazit für Investoren

Für die eigenen Anlageentscheide sind die Ergebnisse aus Tetlocks Langzeitstudien von grossem Wert. Zuerst steht einmal mehr die Erkenntnis, dass es in der hochkomplexen Welt des Investierens keine sicheren Wahrheiten oder zuverlässigen Prognostiker gibt, so sehr man sich dies auch wünschen mag. "Die Idee, dass die Zukunft unvorhersehbar ist, wird jeden Tag durch die Leichtigkeit unterminiert, mit der die Vergangenheit erklärt werden kann", sagte der Psychologe Daniel Kahneman im Bezug darauf, dass Menschen entgegen aller Evidenz an Prognosen glauben wollen.

Der wichtigste Schritt für den Anlegeralltag ist es folglich, sich von Prognosen und Expertenmeinungen zu lösen. Wenn überhaupt, sollte man sich angewöhnen, gezielt nach Gegenmeinungen zur eigenen Position zu suchen, wie das die Supervorhersager Tetlocks getan haben.

Dies bedeutet aber nicht, dass man sich keine Gedanken über die Zukunft machen sollte. Es geht vor allem darum, sich nicht auf konkrete Szenarien zu versteifen. «Pläne sind wertlos, aber Planung ist unerlässlich», brachte es der US-General Dwight D. Eisenhower auf den Punkt. Auch wenn man nicht weiss, ob gewisse Ereignisse eintreten werden, kann man sich oder das Portfolio darauf vorbereiten.

In der Zukunft kann jedoch viel mehr geschehen, als wir uns momentan vorstellen können. Eine richtige Diversifikation der Anlagen ist ein Schutz gegen Ungewissheit. In der Praxis diversifizieren Anleger jedoch oft falsch, mit zu starkem Blick darauf, was in der jüngeren Vergangenheit geschehen ist. So dürften mittlerweile in den meisten Portfolio Aktien, vor allem US-Titel, übergewichtet sei. Ebenso beliebt sind Unternehmensanleihen sowie Private-Equity-Vehikel. Marktneutrale Hedge Funds und Rohstoffanlagen sind dagegen weitgehend «out» und oft gar nicht mehr in den Portfolios drin.

Richtige Diversifikation bedeutet, sich auch auf unwahrscheinlich erscheinende Extremszenarien einzustellen wie etwa rasch steigende Zinsen, eine Rückkehr der Inflation oder ein neuer kalter oder gar heisser Krieg zwischen den USA und China.

Für uns als Value-Investoren ist es im Anlagealltag jedoch sehr befreiend, dass unser Anlageprozess allein auf die Firmenebene ausgerichtet ist. Auch dort versuchen wir, weitgehend ohne Prognosen auszukommen oder arbeiten mehr mit dem Prinzip, dass im Zweifelsfall alles mehr oder weniger beim Alten bleibt. Grandiose Wachstumspläne oder fantastische Turnaround-Stories kaufen wir nicht. Wir halten es ganz mit Warren Buffett: «Ich kann Projektionen und Prognosen überhaupt nicht gebrauchen. Sie erwecken den Eindruck der Präzision. Je ausgefeilter sie sind, desto vorsichtiger sollte man sein. Wir achten nie auf Prognosen, dafür aber sehr eingehend auf Track Records. Eine Firma mit einem lausigen Track Record, aber einer sehr guten Zukunft, ist eine Gelegenheit, die wir verpassen werden.»

Zentral beim Value Investing ist zudem das Konzept der Sicherheitsmarge: Ein Abschlag zum geschätzten fairen Wert ist unabdingbar für den Kauf einer Aktie. So haben wir einen Schutz gegen unsere eigene, uns wohlbekannte Unfähigkeit in Sachen Zukunftsprognosen. (pfr)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen

### + FACC AG

Die österreichische FACC AG ist ein weltweit führendes Technologieunternehmen im Design, der Entwicklung und Produktion von Leichtbausystemen für Flugzeuge. Neben Komponenten für Flügel, Leitwerk und Rumpf werden auch Lösungen für Innenkabinen hergestellt. Im Bereich Triebwerke liegt der Fokus auf der Reduktion der Lärmemission, Gewichtsersparnis sowie dem Luftstrom.

Den Einstieg in diese Aktie nahmen wir bereits bei Kursen um EUR 9.50 im Juli 2017 vor. Nach einem kometenhaften Anstieg weit über 21 EUR im Januar 2018, die wir zu Gewinnmitnahmen nutzten, stürzte die Aktie regelrecht ab. Aktuell liegt der Kurs bei zirka 11.95 EUR. Der starke Kursrückgang seit September 2018 ist einerseits auf leicht verfehlte Umsatz- und Ertragszahlen, andererseits wohl auch auf eine Neubewertung konjunkturabhängiger Unternehmen durch den Markt zurückzuführen.

Der Tourismus gilt noch auf Jahre als Wachstumsbranche. Auf Grund hoher Sicherheitsvorschriften ist der Markteintritt für neue Konkurrenten schwierig und langwierig. Die Gesellschaft verfügt über einen Auftragsbestand, der die Werke für die nächsten sieben Jahre auslastet. Die hohen Investitionen in Produktion und Effizienz werden Umsätze und Margen in Zukunft steigern lassen. All diese Gründe sprechen für ein Langfristengagement in dieser Aktie.



Markus Rügsegger  
Fondsmanager

### – Astellas Pharma

Astellas Pharma war eines der ersten Unternehmen, welche wir in unserer nun bereits zweijährigen Reise im japanischen Gesundheitsmarkt gekauft haben. Die auf Krebsmedikamente spezialisierte Firma unterschied sich in der Kapitalallokation stark von herkömmlichen japanischen Konzernen. Anstatt sinnlos Geldberge in der Bilanz anzuhäufen, zeichnete sich Astellas durch stetige Ausschüttungen an die Kapitalgeber aus. Zusätzlich wurde bei Aktienrückkäufen eine klare Zeitperiode für deren Durchführung gesetzt, was wir positiv werteten.

Am 3. Dezember 2019 änderte sich die Strategie grundlegend, als Astellas ein Übernahmeangebot für Audentes Therapeutics publizierten. Der Kaufpreis von über 2.9 Milliarden Dollar für eine Medikamenten-Pipeline ohne Umsatz schien nicht nur uns, sondern auch der Börse als zu hoch: Das Angebot lag 117 Prozent über dem Vortageskurs. Deshalb glauben wir, dass sich diese Transaktion als wertvernichtend für die Aktionäre von Astellas herausstellen wird. Wir verkauften.



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. Januar 2020

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellevue Group	Finanzdienstl.	6	-10.7%	4.5%
Orell Füssli	Handel	6	29.8%	5.6%
Belimo Holding	Baustoffe	5	2.0%	1.4%
Geberit	Baustoffe	5	3.1%	2.0%
Helvetia Holding	Versicherungen	4	8.7%	3.5%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Dr Horton	Hausbau	7	3.0%	1.2%
PulteGroup	Hausbau	7	7.3%	1.1%
Biogen	Biotechnologie	6	12.0%	0.0%
Discovery	Medien	6	7.5%	0.0%
Seagate Technology	Computer	6	6.0%	4.3%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
KGHM	Bergbau	8	4.0%	0.0%
Anglo American	Bergbau	8	6.6%	4.2%
Barratt Dev	Hausbau	8	6.0%	6.1%
Taylor Wimpey	Hausbau	8	7.2%	9.5%
Brit Amer Tobacco	Tabak	7	5.1%	5.9%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Shun Tak Holding	Immobilien	10	17.0%	4.1%
Yuexiu Transport	Transp. Service	10	14.2%	6.0%
Sberbank	Banken	10	-	6.5%
Sabesp	Wasser	9	9.3%	2.1%
Iskenderun Demir	Eisen & Stahl	9	11.1%	15.8%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	8	16.4%	0.0%
Centerra Gold	Kanada	7	4.5%	0.0%
Ramelius Res	Australien	7	9.0%	1.1%
Highland Gold	Russland	5	6.8%	6.5%
Polyus	Russland	5	4.8%	4.1%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Rolls-Royce	Luftfahrt	-9	5.8%	1.8%
Thyssenkrupp	Eisen & Stahl	-9	-9.0%	1.2%
Boeing	Luftfahrt	-8	0.5%	2.5%
Expedia	Internet	-7	7.2%	1.2%
Oceanagold	Goldminen	-6	1.5%	0.2%

**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-	10.1.2020	<b>240.00</b>	+0.5%
		EUR -R-	10.1.2020	<b>144.55</b>	+0.8%
		USD -R-	10.1.2020	<b>151.64</b>	-0.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	10.1.2020	<b>186.97</b>	-2.3%
		USD -R-	10.1.2020	<b>80.58</b>	-2.8%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	10.1.2020	<b>193.59</b>	+0.5%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	10.1.2020	<b>101.80</b>	+0.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	10.1.2020	<b>1.32</b>	+0.7%
		CHF -3a-	10.1.2020	<b>1.02</b>	+0.7%

**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](http://WWW.QUANTEX.CH)

