



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Nach neun Monaten mit fallenden Kursen und anhaltend schlechten Nachrichten kommen wir langsam in die Zone, wo das Investieren anfängt, mehr als ein bisschen weh zu tun. Für viele Newcomer des Corona-Aktienbooms ist es eine ganz neue Erfahrung. Doch auch für die alten Hasen ist es immer wieder alles andere als ein Spass. Schliesslich gibt es eine Reihe von guten Gründen, warum die Aktienkurse noch deutlich weiter fallen könnten: Rezession, Inflation, der denkbare Dritte Weltkrieg – und generell die steigenden Zinsen, welche plötzlich wieder eine Alternative sind. Aus unserer Bottom-Up-Perspektive gibt es inzwischen wieder viele attraktiv bewertete Titel. Doch das heisst noch lange nicht, dass wir bereits am Boden des Bärenmarkts angekommen sein müssen. Auf diesem Niveau und tiefer halten wir Aktien auf lange Sicht für ein gutes Investment – sofern man bereit und fähig ist, noch deutlich mehr psychologische Schmerzen und Unsicherheit auszuhalten. Aber wir wollen auch keine tumben Durchhalteparolen verbreiten. Wenn Sie oder vielleicht einige Ihrer Kunden jetzt schon nach -25% vom Börsengipfel Blut und Wasser schwitzen, war die Aktienquote wohl etwas zu hoch. Da die Nachrichten noch deutlich schlimmer werden können, empfiehlt es sich, im Zweifelsfall lieber jetzt etwas Risiko abzubauen. Praktischerweise kann man dies auch tun, indem man sich vor allem von hochriskanten und spekulativen Aktien und Themenfonds trennt. Diese sind ohnehin fast immer ein schlechtes Investment. Wenn dann die Nachrichten so schlecht werden, dass man es kaum noch aushält, ist es fürs Verkaufen zu spät.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Langweilig lohnt sich mehr	1
Aktien Plus Minus: Stelco und Swedish Match	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Langweilig lohnt sich mehr

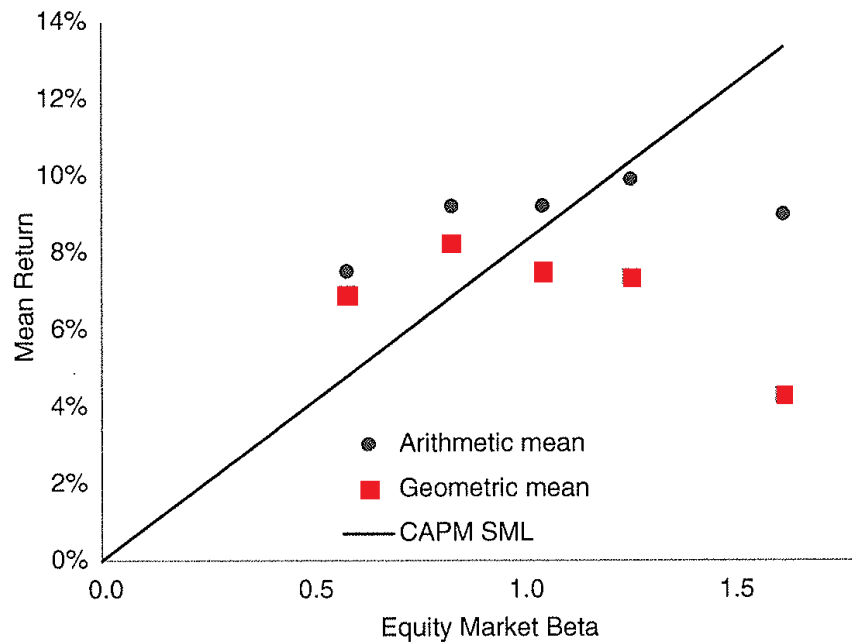
Anleger mögen Investments, die Spannung und schnelle Gewinne versprechen. Weil sie dafür systematisch zu viel bezahlen, sind langweilige und weniger riskante Investments auf lange Sicht lohnender – ganz entgegen der gängigen Finanzmarkttheorie. In Marktphasen wie jetzt sind wir deshalb bekennende Langweiler.

Was war es für eine spannende Zeit an den Aktienmärkten: Bahnbrechende Zukunftstechnologien, welche die Welt verändern. Neue Firmen, welche den Markt aufrollen. Und Aktienkurse, die sich alle paar Wochen verdoppeln. Der Reiz des schnellen Reichtums mit Wachstumsaktien und Neuemissionen zog Scharen von Anlegern in seinen Bann – ob im wilden Corona-Boom von 2020, in der Internet-Blase von 1999 oder dem Radio-Boom von 1929.

Die blinde Masseneuphorie endete auch dieses Mal in brutaler Ernüchterung. Als das Symbol für den Corona-Boom dient die Kursentwicklung des Ark Innovation ETF von Cathie Wood, die zwischenzeitlich 28 Milliarden verwaltete und mit ihrer religiösen Zukunftsgläubigkeit Kultstatus erlangte: Nach +153% im Jahr 2020 folgte ein Absturz von bis dato 71%. Der durchschnittliche Anleger ist gemäss den Fondszuflüssen mit einem Preis von rund 90 Dollar eingestiegen. Heute notiert der Ark Innovation ETF bei 36.38 Dollar. Diese Enttäuschung der Anlegerhoffnungen hat System.



Zahlreiche Studien wie etwa die von Jay Ritter zeigen, dass Neuemissionen und spekulative, stark schwankende Aktien auf lange Sicht schlechtere Investments sind als der Marktdurchschnitt. Diese empirisch gut belegte Tatsache widerspricht der gängigen Finanzmarktlehre, nach der riskantere Aktien mit höherer Schwankungsbreite als der Markt – im Finanzjargon liegt ihr Beta über 1 – mehr Rendite abwerfen müssten (siehe Grafik unten). Schliesslich sollten die Anleger doch für das höhere Risiko entschädigt werden wollen.



Die Grafik zeigt die durchschnittliche Mehrrendite von Aktien gegenüber Cash (Mean Return) in Abhängigkeit von ihrem Beta zum Aktienmarkt von 1931 bis 2020. Die roten Punkte zeigen die effektiven geometrischen Durchschnittsrenditen. Aktien mit hohem Beta-Risiko haben die schlechtesten Renditen. Dies widerspricht dem theoretischem Modell (CAPM) der ansteigenden Linie. (Quelle: AQR/Antti Ilmanen: «Investing amid low expected returns»)

Selbst wenn man die grundsätzlich berechnete Frage weglässt, ob die Kursschwankungen gemessen mit dem Beta wirklich das Risiko eines Investments darstellen, bleibt der Effekt auch bei einem Fokus auf die reinen Fundamentaldaten eines Unternehmens bestehen. Eine Studie von Asness-Frazzini-Pedersen (2019) zeigt auch eine langfristige Outperformance von qualitativ guten Aktien gemessen an Profitabilität oder Stabilität der Unternehmen gegenüber einem Portfolio von «Schrott-Aktien».

Womit lassen sich die masochistischen Vorlieben der Anleger für hochriskante Aktien erklären? Gemäss der Theorie der rationalen Märkte müssten diese unvernünftigen Performanceunterschiede wegrationalisiert werden beziehungsweise die spekulationswütigen Anleger alle finanziell «wegsterben».

Der Reiz des Haupttreffers im Börsen-Lotto

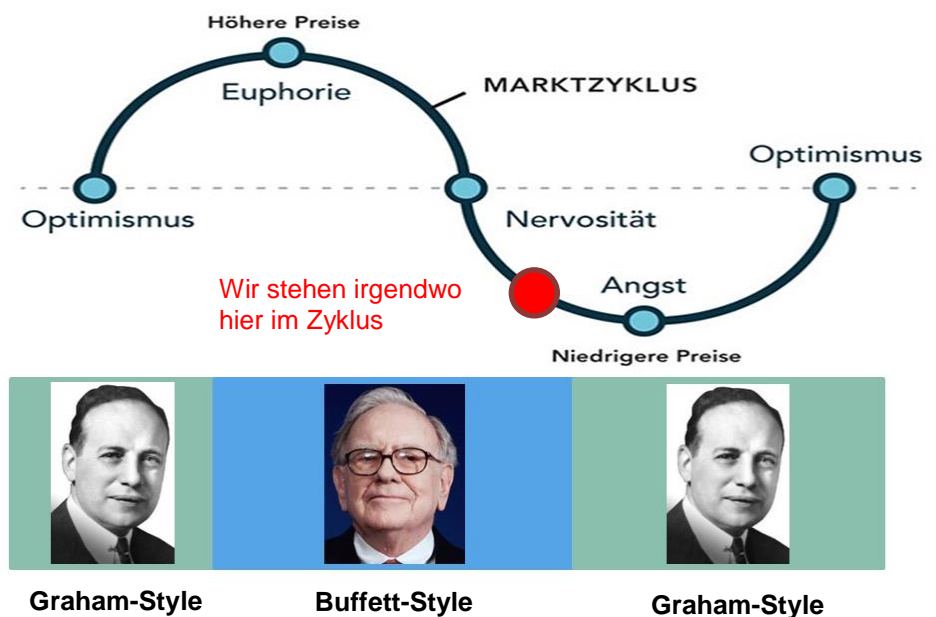
Doch auch andere irrationale Wetten wie Lotterien erfreuen sich seit Jahrhunderten grosser Beliebtheit. Bei einer klassischen staatlichen Lotterie werden nur 50% aller Einsätze als Gewinn ausgezahlt. Oft müssen die glücklichen Gewinner darauf dann noch Steuern zahlen. Rein vom statistischen Erwartungswert sind Lotterien so ziemlich das dümmste denkbare Investment. Und doch lockt der Reiz, über Nacht reich werden zu können, viele Menschen an. Ähnlich unwiderstehlich ist offensichtlich der Reiz, mit dubiosen Kryptowährungen, einem heissen Fonds wie dem Ark Innovation ETF oder «der nächsten Tesla Aktie» den Hauptgewinn im Börsen-Lotto zu ziehen.

Unser Motto: „Winning by not Losing“

Psychologische Faktoren wie die Selbstüberschätzung, zu den wenigen glücklichen Gewinnern zu gehören, spielen offensichtlich eine grosse Rolle. Andere Erklärungsmodelle verweisen auf die Restriktionen beim Leverage für gängige Fonds oder Pensionskassen. Auch Institutionelle Investoren verfallen dem Reiz hochspekulativer Aktien und IPOs, weil sie hoffen, damit mit kleinem Einsatz auf die Schnelle etwas Outperformance zum Markt erzielen zu können.

Auf lange Sicht verhält es sich aber wie gezeigt genau umgekehrt so, dass der Verzicht auf spekulative Investments und schlechte Aussenseiter-Wetten die guten Renditen bringt. Darauf basiert auch unser Quantex-Motto des «Winning by not Losing»: Wir suchen nicht die Haupttreffer und Superaktien im Börsenspiel, sondern sind mit etwas weniger Spannung zufrieden, wenn wir dafür im Mittel höhere Renditen bekommen. Das zugehörige Image als Langweiler und Liebhaber von ewig gestrigen Branchen nehmen wir gerne auf uns.

In Marktphasen wie jetzt, irgendwo zwischen Nervosität und Angst, wo moderate Bewertungsunterschiede am Markt uns nicht für das Eingehen von zyklischen Risiken belohnen, setzen wir verstärkt auf qualitativ gute Unternehmen mit stetigen Free Cashflows nach dem Vorbild von Warren Buffett (siehe Grafik).



Gemäss einer neuen Faktoranalyse von Brooks-Tsuji-Villalon (2018) hat Buffett seine langfristige Outperformance tatsächlich primär dem Qualitäts-Faktor seiner Aktien-Auswahl zu verdanken und nicht etwa dem Value-Faktor.

Mit unseren diesjährigen Aktienkäufen wie Visa, Mastercard, Anheuser-Busch, Roche oder Inditex gewinnen wir sicher keine Preise für Originalität. Doch das Portfolio gewinnt mit diesen langweiligen, aber stetigen Aktien an Qualität und Stabilität. Dies ermöglicht es uns auch, die wahrscheinlich noch deutlich schlimmer werdenden Börsenstürme durchzuhalten und aus der Deckung zu kommen, wenn wirklich nur noch die nackte Angst regiert und extrem niedrige Preise uns auch für das Kaufen von zyklischeren «Schrott-Aktien» entschädigen. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

+ Stelco

Der kanadische Stahlproduzent Stelco ist ein gutes Beispiel, wie sich der faire Wert einer Aktie durch intelligente Kapitalallokations-Entscheidungen des Managements verändern kann. 2021 war ein absolutes Boom-Jahr für die Stahlindustrie und Stelco generierte über 1.4 Milliarden CAD an Free Cashflow; in einem normalen Jahr verdienen sie normalerweise 200 Millionen. Der Markt ist überzeugt, dass in der anstehenden Rezession Stahlwerte wieder grosse Verluste schreiben werden und deshalb beträgt die Marktkapitalisierung von Stelco gerade mal 2.4 Milliarden CAD, obwohl die Netto-Cash Position über 1.4 Milliarden beträgt.

Das Management ist überzeugt, dass ihre eigene Aktie unterbewertet ist und hat nun entschieden, knapp 42 Prozent aller Aktien über eine Tender Offer auf einen Schlag zurückzukaufen. Wenn dies gelingt, würde der faire Wert alleine wegen dieser Entscheidung um 20 Prozent steigen. Das verbleibende Cash-Polster von circa 400 Millionen sollte das Unternehmen gut durch die drohende Rezession bringen. Wir sind guten Mutes und kaufen.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Swedish Match

Im September haben wir die Aktien des Kautabakproduzenten Swedish Match verkauft. Schon im April dieses Jahres hatte die Firma ein Übernahmeangebot zu 106 SEK je Aktie von Philip Morris bekommen. Die Offerte entsprach zufälligerweise genau unserem geschätzten fairen Wert. Der Kurs legte aufgrund des Übernahmeangebots um 35% zu und wir verkauften ein Drittel der Aktien. Den Rest behielten wir aus zwei Gründen: Zum einen glaubten wir, dass Philip Morris noch nachbessern müsste, um genügend Aktionäre (die Annahmeschwelle liegt bei 90%) zu überzeugen. Zum anderen fanden wir zu diesem Zeitpunkt wenige attraktive Aktien und hatten viel Liquidität im Fonds. Die Opportunitätskosten waren also nicht hoch, um auf ein nachgebessertes Angebot zu warten. Jetzt finden wir wieder reichlich attraktiv bewertete Aktien und verkaufen die Position komplett. Das Warten hat sich gelohnt, die Aktie ist um etwa drei Prozent über den ursprünglich offerierten Preis gestiegen und die Aktienmärkte sind in der gleichen Zeit um etwa 15% gefallen.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 3. Oktober 2022

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	8	13.9%	4.4%
Glencore	Bergbau	7	8.0%	6.4%
Mikron	Werkzeug	6	17.7%	2.9%
CPH Chemie	Chemie	5	6.4%	1.8%
U-Blox	Halbleiter	5	10.4%	1.1%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
ConocoPhillips	Öl & Gas	7	11.3%	4.3%
Devon Energy	Öl & Gas	7	12.9%	7.7%
Merck & Co	Pharma	6	6.0%	3.2%
Nucor	Eisen & Stahl	6	21.1%	1.9%
Snap On	Werkzeug	5	6.0%	2.8%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Boliden	Bergbau	8	5.9%	7.5%
OCI	Chemie	7	28.9%	3.9%
BP	Öl & Gas	7	15.2%	4.0%
Brit Amer Tobacco	Tabak	7	7.7%	6.7%
MAN Group	Finanzdienstl.	7	21.6%	4.9%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Exxaro Resources	Kohle	10	24.5%	13.7%
United Tractors	Maschinen	9	25.1%	3.8%
Banco do Brasil	Banken	8	-	9.7%
KT&G	Tabak	8	15.4%	5.5%
Petrobras	Öl & Gas	7	33.2%	34.8%

Goldminen		Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Titel	Land			
Koza Altin	Türkei	9	11.8%	9.6%
Centamin	Ägypten	4	0.4%	6.8%
Gold Fields	Südafrika	3	8.0%	3.8%
West African Res	Australien	3	35.7%	0.0%
B2Gold	Kanada	2	15.4%	4.7%

Achtung, gefährliche Bewertungen!		Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Titel	Sektor			
MGM Resorts	Hotels	-10	5.7%	0.0%
IWG	Dienstleistungen	-9	9.6%	0.0%
Vestas Wind	Altern. Energie	-9	-1.0%	0.3%
Zalando SE	Einzelhandel	-8	-4.7%	0.0%
Amazon.com	Internet	-8	-1.8%	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 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-	14.10.2022	361.84	+1.3%
		EUR -R-	14.10.2022	232.99	+5.0%
		USD -R-	14.10.2022	222.20	-8.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	14.10.2022	118.06	+4.7%
		EUR -S-	14.10.2022	131.420	+10.9%
		USD -S-	14.10.2022	104.17	-4.9%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	14.10.2022	195.12	-22.5%
		USD -R-	14.10.2022	81.58	-29.6%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	14.10.2022	190.74	-17.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	14.10.2022	1.80	-4.2%
		CHF -3a-	14.10.2022	1.40	-4.2%

Haftungsausschluss

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung. Anleger sollten bei ihrer Investitionsentscheidung dieses Dokument nur als einen von mehreren Faktoren betrachten. Es dient ausschliesslich zu Informationszwecken, stellt kein Angebot zur Investition in Anlageprodukte dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit. Die in diesem Dokument genannten Anlagen oder Strategien sind gegebenenfalls nicht für Sie geeignet oder angemessen, und wir empfehlen Ihnen, einen unabhängigen Anlageberater zu konsultieren. Das Dokument 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. Die allenfalls dargestellte Performance von Anlagefonds lässt allfällige bei Zeichnung und Rücknahme von Anteilen erhobene Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Anteile der in diesem Bericht allenfalls erwähnten Anlagefonds dürfen an bestimmte Anlegertypen, in bestimmten Jurisdiktionen oder an Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen weder angeboten, noch verkauft oder ausgeliefert werden. Bitte wählen sie unter <http://www.quantex.ch/de/anlagefonds> das korrekte Domizil und den korrekten Anlegertyp, um die zulässigen Informationen anzuzeigen. 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 Fondsdokumenten genannten Stellen bezogen werden.

QUANTEX AG
MARKTGASSE 61
CH-3011 BERN
+41 31 950 24 24

QUANTEX AG
LÖWENSTRASSE 30
CH-8001 ZÜRICH
+41 43 243 03 46

WWW.QUANTEX.CH

