



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Eine der grössten Fallen für Investoren sind Themen-ETF und -Fonds. Trendige Schlagworte wie «AI» oder «Cleantech» schwirren auf allen Kanälen herum und lassen sich leicht absetzen. Deshalb sind Themen-Produkte in der Anlageindustrie und bei Beratern beliebt. Doch auch die Kunden mögen es, gut erzählte Geschichten zu hören und bei «Zukunftsinvestments» dabei zu sein. Das gibt ihnen zumindest eine Zeitlang ein gutes Gefühl. Meist früher als später kommen dann jedoch die bitteren Verluste. Während der AI-Boom noch anhält, gehen in Sachen «Cleantech» und «Energiewende» langsam aber sicher die Lichter aus: Der MSCI Global Alternative Energy Index, voll mit schlingernden Windaktien, lag per Ende Oktober mit 42% im Minus. Der Solactiv Global Hydrogen Index verbuchte dieses Jahr einen Rückgang von 44%. Seit dem Höhepunkt des Hypes im November 2021, als besonders viele solche Themen-Produkte abgesetzt wurden, belaufen sich die Rückgänge sogar auf satte 54% und 78%. Unter dem «Weg zu Netto-Null» hatten sich die Anleger wohl was anderes vorgestellt. Das ist nicht nur Pech, sondern liegt in der Natur der Themen-Investments: Es werden Anteile an Firmen gekauft ohne Rücksicht auf deren Profitabilität oder Bilanzstärke, Hauptsache, sie sind im heissen Sektor aktiv. Und es wird vor allem gekauft, wenn alle anderen auch kaufen wollen, also viel zu teuer. Deshalb sollten solche Fonds kein Thema für den Anleger sein. Besser sind Indexprodukte sowie systematische Strategien wie Value oder Qualität.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Überleben ist alles	1
Aktien PlusMinus: Plus500 und Sibanye-Stillwater	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Überleben ist alles

Ob beim Spitzensport oder Investments: Bei Tätigkeiten mit irreversiblen Risiken ist der Fokus aufs Überleben wichtiger als die Gewinnmaximierung. Die langfristig ideale Strategie unterscheidet sich deshalb vom kurzfristig besten Weg – das gilt auch für Anlagefonds.

Der Ski-Weltcup hat wieder begonnen und wir können die Rennen der schnellsten Skifahrer und Skifahrerinnen der Welt live am TV verfolgen. Doch es sind nicht wirklich die schnellsten Fahrer, die wir auf dem Schirm sehen. Die bekannten Skistars sind so erfolgreich, weil sie regelmässig ohne Verletzung ins Ziel kommen und dabei auch noch ordentlich schnell fahren können. Schnelligkeit ist zweitrangig.

Die tatsächlich schnellsten Skifahrer neigen dazu, früher oder später einen bösen Unfall zu haben, der ihre Karriere oder schlimmstenfalls ihr Leben beendet. Ein einfaches Zahlenbeispiel illustriert den Vorrang des Überlebens: Nehmen wir an, ein besonders risikolustiger und daher schneller Skifahrer hat eine Chance von 20%, ein Rennen zu gewinnen. Dafür riskiert er auch in 20% der Rennen einen schlimmen Unfall. Sein vorsichtigerer Konkurrent hat eine Gewinnchance von 10%. Doch sein Unfallrisiko beträgt nur 1%.

Auf welchen Fahrer würden Sie bei einem Rennen setzen? Natürlich auf den ersten. Doch wie sieht es bei einer Weltcup-Saison über 10 Rennen aus? Die Chancen, dass der risikolustige Fahrer die Saison beendet, stehen ziemlich schlecht, bei nur 11% (0.8^{10}). Der vorsichtigerer Konkurrent dagegen wird höchstwahrscheinlich nicht nur die Saison beenden, sondern auch mehr Rennen gewinnen.



Der Erwartungswert des schnelleren Fahrers für die Saison beträgt nämlich nur 0.7 Siege und keineswegs zwei Siege, wie man auf den ersten Blick auf Grund der Siegeschance von 20% vermuten könnte. Er bleibt nicht lange genug im Wettbewerb, um seine Schnelligkeit wirklich ausspielen zu können. Auf Grund dieses Survivor-Bias sehen wir im Skiweltcup auch nicht die schnellsten Fahrer der Welt – sondern die Schnellsten der Überlebenden.

«Ob im Skisport oder dem Leben generell haben nicht die Besten Erfolg. Es sind die Besten von denen, die überleben», bringt es Luca Dellanna auf den Punkt. Der italienische Buchautor hat mit «Ergodicity» ein lesenswertes kleines Buch zum Thema geschrieben aus dem auch das Beispiel mit den Skifahrern stammt.

Die Regel lässt sich verallgemeinern: Nicht der am härtesten arbeitende Mitarbeiter wird CEO, sondern ein hart arbeitender, der keinen Burnout erleidet. Die langfristigen Performance-Ranglisten werden von Fonds angeführt, welche immer wieder gute Renditen erzielen, ohne ihr Anlagevehikel in einem schlechten Jahr völlig gegen die Wand zu fahren.

Keine Fonds von Jahresranglisten kaufen

Aus dieser langfristigen Optik macht es auch überhaupt keinen Sinn, Fonds zu kaufen, die in einer der üblichen Vorjahresranglisten ganz oben stehen: Nicht nur stehen die Chancen erwiesenermassen schlecht, dass ein Fonds zwei Superjahre in Serie abliefert. Sondern die Gefahr ist auch gross, dass sein ausserordentliches Ergebnis unter Inkaufnahme von viel Risiko erreicht wurde. Im Normalfall bedeutet dies eine einseitige Fokussierung auf einen Sektor, ein paar wenige Titel oder generell hochriskante Aktien. Ein jäher Absturz ist somit fast immer unvermeidlich.

Ein aktuelles Beispiel ist der tiefe Fall des ARK Innovation ETF von Cathie Wood. Nach einer phänomenalen Performance von 153% im Jahr 2020 noch als neuer Superstar gefeiert, folgten für die Technologie-Prophetin Wood zwei miserable Jahre und ein Gesamtabsturz von 80%. Auch nach einer Erholung in diesem Jahr notiert der ARK weiterhin unter seinem Stand vor dem sagenhaften Jahr 2020. Denn um einen Fall von 80% wettzumachen, wäre ein Anstieg um 400% nötig. Anlageergebnisse werden multiplikativ verknüpft, eine hohe Schwankungsbreite ist deshalb schlecht für den langfristigen Zinsezinseffekt.

Das mediale Hochjubeln von Individuen, die alles auf eine Karte gesetzt haben, ist ein generelles gesellschaftliches Problem: Star-Unternehmer wie Elon Musk oder Jeff Bezos haben alles für ihr Unternehmen riskiert und geopfert – doch was ist mit dem durchschnittlichen Firmengründer? Viele gehen Pleite oder erleiden ein Burnout, besonders die, welche alles riskieren.

Null vermeiden ist die Kunst

Auch an der Börse wird der durchschnittliche Investor, der beim Investieren alles auf eine einzige Aktie setzt, langfristig ein schlechteres Ergebnis haben als der Investor, der alles auf den Durchschnitt setzt, zum Beispiel mit Indexprodukten. Denn während ein Börsenindex konstruktionsgemäss nicht auf Null fallen kann, besteht bei einer einzigen Aktie immer ein Risiko eines Totalverlusts. Kommt eine Null in die multiplikative Kette von Anlagerenditen, ist das Ergebnis auch Null.

In der Statistik spricht man bei dieser Problematik davon, dass die Ergodizität nicht gegeben ist: Das mittlere Ergebnis von vielen parallel spielenden Spielern entspricht nicht dem mittleren Ergebnis eines Einzelnen über die Zeit.

Ein prägnantes Beispiel dafür wäre ein gelangweilter russischer Oligarch, der ihnen 3 Millionen Dollar dafür bietet, russisches Roulette zu spielen. Der durchschnittliche Gewinn von 100 Spielern, die einmal den Revolver abdrücken, entspricht nicht dem Gewinn, den ein einzelner Spieler im Durchschnitt nach Hause trägt, der 100 Mal abdrückt. Im ersten Fall beträgt der Erwartungswert im Schnitt 2.5 Millionen, im zweiten Fall endet die Serie für den Einzelnen höchstwahrscheinlich weit vor dem 100. Mal mit einer Kugel

im Kopf. Wir haben dieses Beispiel bereits in einer früheren Ausgabe behandelt ([Januar 2019 - Das Spiel mit dem Ruin](#)).

Jegliche Form von «Game-over» oder Irreversibilität führt dazu, dass der Erwartungswert zukünftiger Gewinne kleiner ausfällt als bei einem Spiel, das sich beliebig in die Zukunft fortsetzen lässt. Bei einem unendlichen Spiel wird ein Spieler früher oder später den durchschnittlichen Erwartungswert erreichen, im ersten Fall jedoch nicht.

Unser Motto: «Winning by not Losing»

Für den Investor ergibt sich daraus das oberste Gebot, den Ruin zu vermeiden und im Spiel zu bleiben. Die Rendite zu maximieren, ist sekundär. Unsere Anlagemotto «Winning by not Losing» begründet darauf. Wir versuchen in erster Linie keine Aktien zu kaufen, mit denen man in kurzer Zeit sehr viel Geld verlieren kann:

- Keine Startups und IPOs
- Keine hochverschuldeten zyklische Firmen
- Keine sehr teuren Aktien mit hohen Erwartungen
- Keine Firmen ohne Cashflows

Der Index soll also auf lange Sicht dadurch geschlagen werden, dass wir die potenziell ruinösesten Titel am Markt vermeiden und nicht etwa, indem wir nach den grössten Gewinneraktien Ausschau halten. Wir sind die bekennenden Schisshasen, die primär die Saison überstehen wollen und überlassen die knochenbrecherischen Abfahrtsläufe anderen Investoren.

Als generelle Regel lässt sich sagen, dass die potenzielle kurzfristige Performance maximiert werden kann auf Kosten der langfristigen Nachhaltigkeit, ob bei Skirennen, Verkaufszahlen eines Unternehmens oder im Fondsmanagement. Daraus ergeben sich gravierende Interessenskonflikte. Ob Ergodizität und Überleben eine wichtige Rolle spielen, hängt nämlich davon ab, auf welcher Seite des Spiels man steht.

Auf welcher Seite man steht, ist entscheidend

Die Teilnahme am oben erwähnten russischen Roulette macht für einen einzelnen Spieler keinen Sinn. Betreibt man jedoch ein Unternehmen, in dem 100 andere Spieler für einen abdrücken, verschiebt sich die Perspektive und das Spiel wird attraktiv. In der Geschäftswelt wären etwa arbeitsintensive Branchen wie Beratung oder Investment Banking zu nennen: Die nehmen durchaus in Kauf, ein nicht unwesentlicher Teil ihrer jungen Mitarbeiter ein Burnout erleiden. Sie können durch neue Spieler ersetzt werden – die Frage ist, ob sich das Risiko für die jungen Mitarbeiter lohnt.

Ein Fondshaus kann dieselbe Strategie fahren: Man betreibt Hunderte Fonds und eröffnet jedes Jahr neue Vehikel. Viele davon setzen einzig auf heisse Themen der Stunde mit dem Ziel, kurzfristig möglichst gut zu performen und viele Kundengelder einzusammeln. Geht es schief, haben den Schaden die anderen.

Vor diesem Hintergrund sollten Anleger sehr skeptisch sein bei Fondsanbietern mit einer breiten Palette von Produkten – vor allem, wenn sich darunter nicht nur sehr gute, sondern auch viele sehr schlechte Fonds finden. Das ist ein klares Zeichen, dass teils sehr riskante oder nur auf Marketing ausgerichtete Strategien gefahren werden. Der Anleger ist dann nur noch eine Nummer und das potenzielle Opfer im Spiel. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

+ Plus500

Im Quantex Spectravest Fonds haben wir eine alte Bekannte gekauft: Plus500. Die Firma hatten wir 2015 bereits im Portfolio des Quantex Global Value Funds, heute ist das Fondsvolumen aber zu gross um eine Position aufzubauen; im Spectravest ist dies kein Problem. Plus500 bietet Contract-For-Difference (CFD) Trading für Privatanleger an. CFD-Trading ist eine Spekulation mit Hebel auf diverse Finanzinstrumente wie Aktien, Rohstoffe, ETFs usw. Die meisten Kunden verlieren Geld über die Zeit und Plus500 muss deshalb jedes Jahr einen grösseren Teil ihrer Kundschaft durch Neukunden ersetzen. Dieser Umstand ist für das Unternehmen ganz klar ein Problem und sie investieren deshalb massiv in Marketing. Plus500 erlebte während den Corona-Lockdowns einen Ansturm von Neukunden und verdiente sich eine goldene Nase. Dieser Trend ist jetzt rückläufig und die Gewinne normalisieren sich wieder. Nach dieser Beschreibung kann man sich fragen, wieso wir in eine solche Firma mit schrumpfenden Unternehmenszahlen und einem risikobehafteten Geschäftsmodell investieren. Die Antwort liegt in der Bewertung der Firma. Wir denken, dass Plus500 in normalen Zeiten über 100 Millionen jährlich verdient. Zusätzlich wird das Unternehmen auf ihrem 850 Millionen Dollar grossen Cash-Berg nochmals rund 40 Millionen Zinszahlungen erhalten. Beim Kauf lag die Marktkapitalisierung der schuldenfreien Firma bei rund 1.25 Milliarden Dollar. Der gesamte Gewinn wird jeweils den Aktionären über Dividenden und Aktienrückkäufe ausgeschüttet. Plus500 birgt einige bekannte Risiken, wir glauben aber, dass wir fürstlich dafür entschädigt werden.



Moritz Nebel
Aktienanalyst

– Sibanye-Stillwater

Im Oktober haben wir uns von den Aktien des südafrikanischen Bergbaukonzerns Sibanye-Stillwater getrennt. Sibanye schürft nach Platin, Palladium, Rhodium und Gold, vornehmlich in Minen in den USA und Südafrika. Die Firma erlebte 2020 und 2021 zwei Boomjahre mit sehr hohen Metallpreisen und rekordhohen Gewinnen, wodurch sich eine komfortable netto Cash-Position in der Bilanz bildete. Mit normalisierten Metallpreisen gerechnet, erschien uns die Aktie attraktiv und wir kauften. Ein Problem bei Bergbaufirmen ist leider, dass auf den Boom oft ein grosses Investitionsprogramm folgt. Fallen gleichzeitig die Metallpreise, gerät der für uns wichtige freie Cashflow von beiden Seiten unter Druck und verschwindet ziemlich schnell. Genau dieses Schicksal ist uns mit Sibanye widerfahren. Der für Sibanye wichtige Palladiumpreis verlor zwei Drittel und die Firma kündigte zugleich ein umfassendes Investitionsprogramm an. Mit normalisierten Metallpreisen ist damit auf Jahre kein freier Cashflow mehr in Sicht. Da auch die Bilanz nicht mehr schuldenfrei ist, wird uns die Gesamtlage zu fragil und wir verkaufen die Aktie.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. November 2023

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	9	5.6%	3.6%
Romande Energie	Elektrizität	7	-	2.5%
Mikron	Werkzeug	7	34.5%	1.5%
Jungfraubahn	Transport	6	8.1%	2.3%
Starrag	Werkzeug	6	-6.6%	3.9%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
PACCAR	Autoteile	8	8.0%	3.3%
PulteGroup	Hausbau	8	15.4%	0.8%
Diamondback Energy	Öl & Gas	7	3.0%	4.4%
Dr Horton	Hausbau	7	9.8%	0.8%
Nucor	Eisen & Stahl	7	15.8%	1.3%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Tenaris	Metallwerkzeug	10	21.2%	3.1%
Talanx	Versicherungen	7	23.5%	3.3%
Verbund	Elektrizität	7	10.1%	4.4%
Heidelberg Mat.	Baumaterialien	7	6.5%	3.8%
Publicis Groupe	Werbung	6	9.3%	8.4%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Danaos	Transport	11	32.8%	4.8%
Great Eastern Ship	Transport	11	29.9%	5.6%
Banco do Brasil	Banken	9	-	8.7%
Kumba Iron Ore	Eisen & Stahl	9	8.3%	7.5%
Jumbo	Einzelhandel	8	4.8%	7.0%

Goldminen		Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Titel	Land			
Koza Altin	Türkei	8	-2.4%	1.8%
Pan African Resources	UK	6	-3.1%	5.4%
WestGold Resources	Australien	6	1.1%	0.0%
Dundee Precious	Kanada	5	22.7%	2.4%
Centamin	Ägypten	4	7.8%	4.2%

Achtung, gefährliche Bewertungen!		Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Titel	Sektor			
Vestas Wind	Alternative Energie	-9	0.7%	0.0%
Siemens Energy	Maschinen	-9	12.4%	0.0%
Norwegian Cruise	Freizeit	-8	-1.5%	0.0%
MGM Resorts	Hotellerie	-7	6.1%	0.0%
Stadler Rail	Schienenfahrzeuge	-7	-16.7%	2.8%

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-	13.11.2023	394.59	+3.5%
		EUR -R-	13.11.2023	256.74	+5.6%
		USD -R-	13.11.2023	268.86	+5.6%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	13.11.2023	120.10	+0.5%
		EUR -S-	13.11.2023	135.08	+2.5%
		USD -S-	13.11.2023	117.58	+2.5%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	13.11.2023	211.46	-10.5%
		USD -R-	13.11.2023	98.29	-8.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	13.11.2023	197.67	-3.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	13.11.2023	1.97	+1.8%
		CHF -3a-	13.11.2023	1.53	+1.8%

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

