



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Gegen Jahresende sind die Märkte meist gnadenlos: Was nicht funktioniert hat, wird verkauft und die Verluste für allfällige Kapitalgewinnsteuern realisiert. Dieses Jahr trifft es – einmal mehr – den Anti-Dollar-Komplex: Emerging Markets, Rohstoffe und den Euro. Die inzwischen als sehr wahrscheinlich angesehene erste Zinserhöhung durch das Fed drückt auf die Kurse dieser Anlagen und Währungen. Doch für antizyklische Investoren lohnt sich der Blick über den Fed-Entscheid vom 16. Dezember hinaus. Der Markt wird sich dann nämlich sofort mit der Frage beschäftigen, wann weitere Zinserhöhungen folgen werden. Der starke Dollar macht den US-Exporteuren bereits seit einiger Zeit zu schaffen und die amerikanische Wirtschaft läuft zwar solide, aber boomt nicht gerade. Eine längere Pause des Fed begleitet von der üblichen Besänftigungsrhetorik ist deshalb nicht unwahrscheinlich: „One and done“ lautet das Motto dazu. Mit dem Faktum der ersten Zinserhöhung im Rücken könnten deshalb die heute so geprügelten Anlagen bereits übers Jahresende wieder zu den Gewinnern gehören. Vor allem aber weisen Aktien aus dem Euroraum und aus Emerging Markets inzwischen einen beträchtlichen Bewertungsabschlag zu US-Titeln aus. Es macht deshalb besonders Sinn, den Schmerz in den unpopulären Anlagen der Stunde noch etwas auszuhalten bis die seit langem befürchtete Zinserhöhung endlich Realität ist.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Verkaufen zu jedem Preis	1
Aktien PlusMinus: STO SE und CK Hutchison	4
Quant-Corner	5
Über Quantex.....	7

Titelgeschichte

Verkaufen zu jedem Preis

Es steigt die Zahl der Marktakteure, bei deren Anlageentscheiden der Preis keine Rolle spielt, sondern nur die Kursschwankungen. Doch damit nimmt die Irrationalität des Marktes zu und die Anfälligkeit für grosse Kursverwerfungen. Der Mini-Crash vom 24. August diesen Jahres war wohl nur ein Vorgeschmack darauf.

Nehmen wir an, die Immobilienpreise fallen praktisch über Nacht um 25 Prozent. Wer wäre danach eher geneigt als vorher, ein Haus zu kaufen oder zu verkaufen? Eher zu den Käufern gehörten wohl alle Anleger mit genug liquiden Mitteln und gesundem Menschenverstand. Schliesslich sinkt durch den Preiseinbruch das Verlustrisiko und die erwartete Rendite aus Mieteinnahmen steigt.

Die Verkäufer in einem solchen Szenario wären dagegen unfreiwillig Leute mit hoher Belehnung ihres Eigenheims und der Bank im Nacken – und ganz freiwillig die wachsende Gruppe von schwankungsintoleranten Investoren, für die mehr Volatilität automatisch eine Reduktion von Positionen bedeutet.

Zwei grosse Aktienbaissen in den letzten 15 Jahren und der unaufhalt-same Aufstieg der Finanztechnokraten haben nämlich eine neue Klasse von Marktakteuren geschaffen: Anleger, denen der Preis oder die erwartete Rendite eines Investments völlig egal ist. Für sie zählt einzig dessen Volatilität, also dessen Kursschwankungen in der Vergangenheit.



Dabei handelt es sich zum Beispiel um viele Pensionskassen und Versicherungen, die eine vorübergehende Unterdeckung ihrer zukünftigen Verpflichtungen fürchten. Doch der stärkste Ausdruck der neuen Anlegerklasse ist die zunehmende Beliebtheit von Risikoparitäts-Strategien (englisch „risk parity“), in denen schon rund 1400 Milliarden Dollar investiert sind.

Was verbirgt sich hinter Risikoparität?

Das Konzept einer Risikoparitäts-Strategie ist relativ einfach: Die einzelnen Anlageklassen in einem Portfolio, im einfachsten Fall nur Aktien und Anleihen, werden so gewichtet, dass das Risiko aller Anlageklassen gemessen an ihrer Volatilität gleich oder eben paritätisch ist. In der Praxis bedeutet dies, dass ein Risikoparitäts-Portfolio momentan einen viel höheren Anteil an Anleihen ausweist als normalerweise üblich.

In einem gängigen Portfolio von 60% Aktien und 40% Anleihen zum Beispiel liefern die schwankungsanfälligen Aktien nämlich gegen 90% der Volatilität des Portfolios. Der Anteil der Anleihen wird deshalb unter Einsatz eines Kredithebels so lange erhöht, bis ihr Anteil an der Volatilität des Gesamtportfolios genauso hoch ist wie derjenige der Aktien. Typischerweise wird der Anleihen-Anteil dabei 2:1 oder 3:1 gehebelt, um die Risikoparität herzustellen. Verändern sich dabei die Volatilitäten der Anlageklassen, werden die Portfolio-Gewichtungen entsprechend adjustiert.

In den letzten Jahren und gemäss Backtesting (siehe Ausgabe vom November) auch Jahrzehnten hat diese Strategie gut funktioniert. Besonders in den beiden Aktiencrashes von 2000 bis 2003 und 2008/09 haben die Kursgewinne auf dem gehebelten Obligationenteil die Verluste auf dem Aktienteil gut kompensiert.

Doch Risikoparitäts-Strategien haben drei sehr gewichtige Nachteile, welche früher oder später nicht nur ihren Untergang einläuten, sondern auch einen veritablen Finanzmarktcrash auslösen könnten.

Drei gewichtige Nachteile von Risikoparität

1. Tiefe Volatilitäten gehen in der Regel mit steigenden Märkten einher und steigende Volatilitäten mit fallenden Märkten. Eine Anlageklasse zu verkaufen, wenn die Volatilität steigt und umgekehrt, führt deshalb tendenziell zu einer Momentum-Strategie. In einem Crash mit hochschiessenden Volatilitäten muss auf Grund der Strategie und des Leverage verkauft werden – die Portfolio-Insurance-Strategien hinter dem Aktienmarktcrash von 1987 lassen grüssen.
2. Die Volatilitäten werden zwangsläufig auf Grund der jüngeren oder älteren Vergangenheit ermittelt. Die Renditen von Anleihen sicherer Länder wie den USA oder der Schweiz waren in den letzten Jahren dank Kursgewinnen durch fallende Zinsen sehr gut und die Volatilität tief. Es ist äusserst unwahrscheinlich und im Fall der Kursgewinne auch mathematisch unmöglich, dass dies in der Zukunft so bleibt. Nach drei Dekaden des grossen Bond-Bullenmarktes sind Anleihen deshalb in Risikoparitäts-Portfolios im Vergleich zu ihren Aussichten zwangsläufig übervertreten.
3. Der Erfolg der Strategie gründet auf der Annahme, dass Aktien und Anleihen negativ korreliert sind. Das heisst, die Anleihenpreise steigen tendenziell in Phasen, in denen die Aktienkurse fallen und umgekehrt. Diese negative Korrelation war in den letzten 15 Jahren zwar die Regel – auf lange Sicht ist sie jedoch die Ausnahme.

Wie die Experten von Artemis Capital Management errechnet haben, war in den letzten 130 Jahren eine positive Korrelation zwischen Aktien- und Anleihenpreisen in 63% der Jahre der Normalfall und die schöne negative Korrelation, auf denen die Risikoparitäts-Strategien beruhen, ein Sonderfall seit der Jahrtausendwende. In rund 2% der Fälle kam es sogar zu einem Horrorjahr mit zugleich stark fallenden Aktien- und Anleihenkursen wie zuletzt in den 1970er Jahren. Generell ist es so, dass die Korrelation zunimmt, wenn

die Inflationsraten volatiler werden. Für gehebelte Risikoparitäts-Strategien wäre dies der Super-GAU. Alle zugleich müssten ihre Investitionen in fallende Märkte hinein reduzieren. Risikoparität ist damit im Kern dasselbe wie die Portfolio-Insurance-Strategien, die den grossen Crash von 1987 verschärften. Damals war es in Mode, sein Portfolio durch den automatischen Leerverkauf von Index-Futures gegen Kursrückgänge „abzusichern“. Als dies zu viele Akteure taten, führten die automatischen Futures-Verkäufe den Crash vom 19. Oktober 1987 herbei, bei dem die US-Börsen um mehr als 20% abstürzten.

**Stabilität schafft
Instabilität**

Es zeigt sich damit einmal mehr die Reflexivität der Finanzmärkte: Wenn zu viele Akteure dasselbe vermeiden wollen, führen sie es letztlich genau herbei. Oder um Hyman Minsky zu zitieren: „Stability breeds instability“. Gerade weil Obligationen in den letzten 15 Jahren eine so stabile, wenig volatile und negativ mit Aktien korrelierte Anlageklasse waren, boomen Risikoparitäts-Strategien, die dies mit einem Hebel ausnutzen wollen – und damit neue Instabilität schaffen.

Der nächste grosse Crash kommt deshalb vermutlich an den „sicheren“ Obligationenmärkten. Indirekt wären aber sicherlich auch die Aktien betroffen. Einen gewissen Vorgeschmack auf neue Schübe von Instabilität und Irrationalität gab der 24. August diesen Jahres. Nach einem schwachen Freitag sackten die US-Börsenindizes am Montag dem 24. nach Handelseröffnung um mehr als 5% in die Tiefe. Einzelne Kurse spielten völlig verrückt. Ein 250-Milliarden-Dollar-Schwergewicht wie General Electric war kurzzeitig sogar 21% im Minus.

Der VIX, ein Index für die Implizite Volatilität des Aktienmarktes, schoss in die Höhe. Die Volatilität des VIX, kurz VVIX, erreichte am 24. August einen neuen Rekordstand – höher als in der Finanzkrise von 2008 oder der Euro-Schuldenkrise von 2011 und vergleichbar wohl höchstens mit 1987, als es aber noch keine Volatilitätsindizes gab. Zumindest dieses sensitive Instrument zeigt an, dass wir uns mittlerweile auf gefährlichem Terrain bewegen. Drei der stärksten Anstiege des VIX fanden im letzten Jahr statt. Die Vorbeben werden häufiger.

**Eine grosse Chance für
Value-Investoren**

Phasen der Irrationalität an den Finanzmärkten dürften deshalb in naher Zukunft zunehmen, je mehr Anleger sklavisch scheinbar rationale Anlageregeln befolgen. Doch dies schafft aus unserer Sicht grosse Chancen für Investoren, für die der Preis einer Anlage entscheidend ist – und nicht etwa ihre Volatilität. Kaufen zu können, wenn andere ohne Rücksicht auf den Preis verkaufen (müssen), ist das Paradies für Value-Investoren wie uns. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Sto SE & Co. KGaA

Die Sto SE & Co. KGaA, deren Hauptsitz in Stühlingen (Baden-Württemberg) nur wenige hundert Meter von der Schweizer Grenze entfernt liegt, ist einer der weltweit grössten Produzenten von Fassadensystemen (v.a. Wärmedämmverbundsysteme). Darüber hinaus werden weitere Produkte rund um den Hausbau angeboten, wie z.B. Farben, Akustiksysteme, Innenraumprodukte, Betoninstandsetzung, Bodenbeschichtungen oder der Verkauf von Werkzeugen für den Bausektor. Die Gesellschaft verfügt über zahlreiche Produktionsstätten und Vertriebsfirmen in Europa, Asien, Nord- und Südamerika; die Präsenz wird laufend ausgebaut.

Nach der Zahlung einer Sonderdividende von EUR 25.45 und einer Gewinnwarnung brach die Vorzugsaktie von über EUR 160.00 auf unter EUR 115.00 ein (aktuell rund EUR 116.50 an der XETRA Frankfurt). Wir erachten diese Kurskorrektur für übertrieben. Auf Grund der hohen Free Cash Flows, der auch nach der gezahlten Sonderdividende äusserst soliden Bilanz ohne jegliche Bankschulden, dem langfristigen strukturellen Wachstumspotenzial (Profiteur von CO₂-Reduktionszielen), der anspruchslosen Bewertung sowie der aktionärsfreundlichen Dividendenstrategie sehen wir das Papier als Kernposition und empfehlen die Vorzugsaktie auf dem gedrückten Niveau zum Kauf.

– CK Hutchison

Die CK Hutchison Holdings Limited mit dem schönen Ticker 1 HK ist aus der ehemaligen Hutchison Whampoa von Li Ka-shing, dem reichsten Mann Asiens, entstanden. Als riesiges Konglomerat finden sich hier Telekommunikationsdienste, Häfen, Energiezulieferer und Detailhandelsgeschäfte unter einem Dach. Die Aktie hat ein P/E von 4.6 und bezahlt eine Dividende von 3.6%. Allerdings ist das Kurs-Umsatz-Verhältnis bei stolzen 6.6 und die durchschnittliche Schätzung für das zukünftige P/E des nächsten Jahres liegt bei 12.6. Es scheint nicht alles rosig.

Li Ka-shing ging es bisher immer darum, durch Vorzugsaktien und Verflechtungen der einzelnen Unternehmen, möglichst die gesamte Kontrolle im Konglomerat zu halten und dabei "wenig" Eigentum auszuweisen, sprich zu versteuern. Die übrigen Investoren wussten dies und akzeptierten dies. Weil momentane zusätzliche Umstrukturierungen vor allem darauf hinauslaufen, die Firmenkontrolle familienintern weiterzugeben (an seinen Sohn Victor Li), ist eine gewisse Unruhe spürbar. Die Minderheitsaktionäre unter Führung einiger amerikanischer "Shareholder Activists" wehren sich dagegen, ausgenutzt und übervorteilt zu werden. Zumindest bis wieder Ruhe eingekehrt ist, haben wir uns entschieden, die Aktie abzustossen.



Markus Rügsegger
Fondsmanager



Maurice Rüegg
Fondsmanager

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 2. Dezember 2015

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
TA Media	Medien	9	10.1%	2.7%
Bell	Lebensmittel	6	7.9%	2.0%
Orior	Lebensmittel	6	6.3%	3.4%
Swiss Re	Versicherungen	6	-	7.4%
Wizz Air Holding	Fluglinien	6	24.3%	0.0%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Valero Energy	Öl & Gas	7	11.4%	2.3%
First Solar	Altern. Energ.	6	6.7%	0.0%
Marathon Petro	Öl & Gas	6	5.3%	1.9%
Gamestop	Detailhandel	5	14.9%	4.1%
Cummins	Maschinen	5	7.7%	3.8%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Yara	Chemie	8	5.9%	3.2%
Scor	Versicherungen	7	-	3.8%
Nokian Renkaat	Autoteile	6	-	4.0%
K+S AG	Chemie	6	-	3.6%
Easyjet	Fluglinien	6	4.4%	3.1%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Lee & Man Paper	Papier	10	3.6%	3.6%
Tatneft	Öl & Gas	10	3.3%	3.3%
Polaris Consulting	Software	9	7.3%	7.3%
Ros Agro	Nahrungsmittel	9	5.6%	5.6%
Flexium Intercon	Elektrokompon.	9	9.9%	2.1%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Tesco	Nahrungsmittel	-9	-	0.0%
ThyssenKrupp	Stahl	-8	1.0%	0.6%
Dufry	Einzelhandel	-8	1.0%	0.0%
Meyer Burger	Masch.Industr.	-6	-	0.0%
Weatherford	Freizeit	-6	0.1%	0.0%

Unsere favorisierten Länder

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Spanien	Spanien	-3.5%	MSCI World -0.6%
Australien	Singapur	-4.5%	
Hongkong	Hongkong	-2.3%	
Griechenland	Frankreich	-4.7%	
Finnland	Schweden	-2.4%	
Ver. Arab. Emir.	Russland (USD)	-2.9%	MSCI Emerging Markets -4.7%
Russland	Taiwan (USD)	-1.8%	
Qatar	Qatar (USD)	-9.9%	

Quantex R-Wert

Punktevergabesystem mit 12 Kriterien, jeweils mit 0, 1 oder -1 Punkt 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 acht Anlagefonds, wovon drei zum Teil schon mehrfach von Lipper als Beste in ihrer Kategorie ausgezeichnet wurden. Unser Erfolgsgeheimnis 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 Global Value Fund	CHF	4.12.2015	160.20	-0.3%
		EUR	4.12.2015	98.32	-1.7%
		USD	4.12.2015	100.48	+0.5%
Aktive taktische Allokation, quantitativer Ansatz	Quantex Nucleus Fonds	CHF	4.12.2015	62.23	-19.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	4.12.2015	104.61	+0.5%
		USD	4.12.2015	44.11	-12.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	4.12.2015	171.16	+9.9%
Anlagen in Rohstoffe mit Futures, Options und Aktien	Quantex Commodity Fund	CHF	4.12.2015	84.35	-12.5%
		USD	4.12.2015	56.76	-14.0%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	4.12.2015	72.64	-14.0%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	30.11.2015	0.9774	+4.3%
		USD	30.11.2015	1.6749	0.0%

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

