



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Zehn Jahre nach dem Kollaps von Lehman Brothers ist klar, dass aus der damaligen Krise nichts gelernt wurde: Unbestritten, die Banken sind heute wesentlich besser kapitalisiert und liquider aufgestellt als damals – zumindest in den USA. Doch ansonsten haben die Entscheidungsträger in Sachen Geldpolitik einmal mehr dieselben Fehler gemacht. Die damalige Krise wurde durch einen Kreditboom und Jahre mit zu lockerer Geldpolitik verursacht. Zu ihrer Bekämpfung hat man noch mehr billiges Geld ins System gepumpt, bis hin zu Negativzinsen. Das heisst, noch mehr Schulden bei Staaten, Privathaushalten und Unternehmen wurden aufgetürmt. Dadurch sind natürlich Komplexität und Verwundbarkeit des Systems weiter gestiegen. Und wie in jeder Erholung wurde viel zu lang damit gewartet, die Geldschleusen wieder zu schliessen. Die EZB wartet sogar noch heute... und hält die Zinsen negativ trotz boomender Wirtschaft und schon über 2% Inflation in der Eurozone.

Jetzt in der Boomphase müssten die Zinsen längst höher sein, damit man in der nächsten Krise auch wieder Senkungspotenzial hat. Die Staatshaushalte sollten Überschüsse aufweisen und die Unternehmen ihre Schulden abtragen. Nichts von dem wird getan. Entsprechend muss man nüchtern feststellen, dass die Welt für die nächste Krise noch schlechter gerüstet ist als 2008. Es fehlt nur noch der zündende Funke, um den nächsten Flächenbrand auszulösen. Entsprechend vorsichtig muss derzeit agiert werden.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Von Ölbaronen und Buchhändlern .....	1
Aktien Plus Minus: OTP Bank sowie Express Scripts und Aimia .	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex .....	8

## Titelgeschichte

### Von Ölbaronen und Buchhändlern

**Informationskaskaden sind ein kleines Gebiet in den Computerwissenschaften, welches viel mehr mit Behavioral Finance zu tun hat als mit Informatik. Sie können einen erfolgreichen Unternehmer zu falschen Entscheidungen führen, aber auch Aktien an der Börse zu einem prächtigen Momentum verhelfen.**

Stellen Sie sich vor, Sie sind ein texanischer Ölbaron, 190 cm gross, 120 kg schwer, mit Cowboyhut und -stiefeln, erfolgreich, gewieft und erfahren. Ihren Erfolg verdanken Sie ihrer Intelligenz und – wenn Sie ehrlich mit sich sind – dann auch ihrem Bauchgefühl, der Intuition und einer Gabe, zu sehen, was andere nicht sehen: schon früh haben Sie erkannt, dass man mit Bohren nach Öl viel, viel reicher werden kann als durch das Züchten von Rindern.

Eines Tages wird ein grosses, bis jetzt unberührtes Stück Land zum Verkauf angeboten. Sie, Ihr Nachbar und Konkurrent, sowie weitere acht Ölbarone interessieren sich dafür und kommen zur Auktion des Stücks zusammen. Sie haben einen Geologen beauftragt, dessen Studien sagen, dass das Land reich an Öl ist. Der Geologe des Nachbarn ist sich unsicher. Die weiteren acht Ölbarone glauben, das Land sei wahrscheinlich nichts wert. Aber schliesslich sind sie immer bedacht, keine Möglichkeit zu verpassen.

Die Auktion beginnt, und Sie bieten als erster ziemlich viel Geld, denn Sie glauben schliesslich an grosse Ölvorkommen auf dem Land. Ihr Nachbar war sich zwar nicht sicher, aber weil Sie viel bieten, bietet er mit und erhöht.



Der erste der acht anderen Ölbarone, der zuerst annahm, das Land sei nichts wert, ist verunsichert. Er bietet ebenfalls mit. Jetzt ist etwas in Gang gekommen, das sich Informationskaskade nennt.

Die weiteren sieben Ölbarone bieten mit und der letzte zahlt einen riesigen Kaufpreis für das Land, obwohl er eigentlich davon ausging, dass es nichts wert sei und keine Ölvorkommen biete. Alle haben rational gehandelt. Das Resultat ist aber eine Katastrophe für den zehnten Ölbaron. Die Studien ihres Geologen haben sich mit denjenigen von acht anderen widersprochen und waren höchstwahrscheinlich falsch. Kein Öl! Teuer gekauft!

### Wie entsteht eine Informationskaskade?

Informationskaskaden wurden von den Ökonomen Bikhchandani, Hirshleifer und Welch 1992 ausführlich beschrieben. Sie entstehen durch die folgenden fünf Komponenten:

1. Es braucht eine Entscheidung: *Welche Kleider soll ich tragen? Essen wir in diesem Restaurant? Kaufe ich diese Aktie?*
2. Der Aktionsraum ist beschränkt oder sogar binär: Ich kann die Entscheidung annehmen oder ablehnen.
3. Mehrere Akteure treffen Ihre jeweilige Entscheidung nacheinander, und sie beobachten dabei die Entscheidungen derjenigen vor ihnen.
4. Alle haben ihre eigenen Informationen, die zur Entscheidung beitragen, aber sie beobachten auch die Entscheidungen der anderen.
5. Die Informationen der anderen sind nicht direkt bekannt, sondern werden nur durch das Beobachten derer Entscheidungen abgeleitet.

Wie im Beispiel der Ölbarone kann bereits nach zwei beobachteten Entscheidungen eine Informationskaskade entstehen. Das Ergebnis kann dabei katastrophal sein, aber auch sehr gut. Stellen wir uns vor, der erste Baron hätte nicht geboten. Das Stück Land wäre gar nicht verkauft worden. Leider aber entstand eine Art von Herdentrieb, aber nicht als Stampede einer Rinderherde (die hätten richtige Texaner vielleicht erkannt), sondern aus purer Nachahmung, weil es der vor einem auch tut.

An der Börse können solche Informationskaskaden verheerend sein – vor allem in unserer heutigen Welt des automatisierten Handels mit Computeralgorithmen. Es wird vermutet, dass der „Flashcrash“ vom 6. Mai 2010 nichts anderes als eine Informationskaskade war. Innerhalb von Minuten stiegen einige Aktien des S&P 500 auf mehr als 100'000 Dollar pro Aktie, während andere auf bis zu 1 Cent fielen.

### Fundamentale und technische Investoren

Auf dem Markt gibt es generell zwei Arten von Investoren: die fundamentalen und die technischen. Computeralgorithmen sind generell technisch oder Momentum-getrieben. Sie treiben den Markt in eine Richtung aufgrund von beobachteten vorherigen Entscheidungen der anderen. Die fundamentalen Investoren bieten hier ein Gegengewicht, indem sie aufgrund dessen handeln, was ein Unternehmen ihrer Ansicht nach wert ist. Aber nicht nur Computer handeln technisch. Was bei schnellen Computern über kurze Zeit zum Flashcrash führen kann, haben wir bei menschlichen Akteuren in der Dot-Com-Blase des Jahres 2000 erlebt. Alle schlossen aufgrund Ihrer Beobachtungen des

## Ein texanischer Buchhändler treibt die Herde an

Markts darauf, selbst zu konservativ zu sein. Niemand hielt es aus, den Jahrtausend-Markt zu verpassen. Oder in der Finanzkrise: alle handelten mit mehrfach verbrieften Hypotheken, obwohl viele selbst zweifelten, dass diese überhaupt etwas wert waren.

Gehen wir zurück nach Texas. Ebenfalls dort aufgewachsen ist Jeff Bezos, der jeweils im Sommer auf der Ranch seines Grossvaters gearbeitet hat. Sie war damals 100 km<sup>2</sup> gross, heute gehören weitere 1100 km<sup>2</sup> dazu. Nach Öl hat er nie gebohrt, allerdings arbeitete sein Adoptivvater für Exxon als Ingenieur. Statt Ölbaron wurde er selbst Elektroingenieur, arbeitete an der Wall Street und gründete schliesslich einen Online Buchhandel. Er bekam 300'000 Dollar Startkapital von seinen Eltern und warnte seine Investoren, dass er zu 70% mit seiner Firma Amazon Pleite gehen würde. Heute ist er der reichste Mann der Welt.

Amazon ist hier und jetzt neben Apple die wertvollste Firma der Welt. Beide sind über eine Billion Dollar wert. Apple gilt unter fundamentalen Investoren seit längerem als Value Titel, denn das Unternehmen macht enorm viel Free Cashflow, hat keine Schulden und eine grosszügige Marge auf seinen Produkten. Amazon auf der anderen Seite hat netto Schulden, macht sechsmal weniger Free Cashflow als Apple und hat eine netto Gewinnmarge von klitzekleinen 2%, zehnmal weniger als Apple. Wieso denn sollen beide Unternehmen gleich viel wert sein?

Unserer Meinung nach helfen Informationskaskaden, die Bewertung von Amazon zu verstehen. Die Aktie ist in aller Munde und allen Zeitungen. Niemand sagt, dass das Unternehmen nichts wert ist (unsere eigene Information), und aufgrund der stetigen Kurssteigerungen scheinen alle anderen ebenfalls wertvolle Informationen zu besitzen. Der Kurs steigt weiter, eventuell verpasst ein Investor die Chance seines Lebens, nicht auch Amazon zu kaufen und zu halten.

Schlussendlich läuft es darauf hinaus, dass die Akteure am Markt eine Aktie kaufen, weil andere diese kaufen, die sie kaufen, weil wieder andere sie kaufen, die sie kaufen, weil...

Oder wie John Maynard Keynes gesagt hat: „Erfolgreiches Investieren bedeutet zu antizipieren, was andere antizipieren.“ Nur zeigt die Erfahrung, dass diese Rekursion der Antizipation meist sehr abrupt in der Tragödie endet. In der Mathematik wurde dies von Alan Turing als „*halting problem*“ ausführlich beschrieben. Oft sind es auch äussere Einflüsse, die zum Ende einer Kaskade führen. Vielleicht greift plötzlich ein Regulator oder die Politik ins Geschäft von Amazon ein, schliesslich führt das Unternehmen ein Massensterben traditioneller Detailhändler herbei.

Als fundamentaler Investor stand man die ganze Zeit auf der Seitenlinie und hat der Berg- und Talfahrt einer Aktie kopfschüttelnd zugesehen. Das grosse psychologische Problem dabei: während der Bergfahrt schütteln alle anderen den Kopf über den fundamentalen Investor!

Zum Schluss nochmals ein witziges Beispiel einer Informationskaskade aus Amazons Kerngeschäft: Im April 2001 wurde das Buch „*The Making of a Fly*“ von Peter Lawrence auf dem Amazon Marketplace für 23'698'655 Dollar (plus 3.99 Versand) zum Verkauf angeboten. Es zeigte sich, dass zwei Verkäufer ihre Preise für das Buch durch Computeralgorithmen bestimmen liessen. Einer setzte seinen Preis immer

## Das teuerste Buch aller Zeiten

**Fazit für (fundamentale!)  
Investoren**

auf 0.9983 mal den Preis des anderen, dieser wiederum setzte seinen auf 1.27059 mal den des ersten. Keiner setzte ein Limit nach oben. Der Preis stieg ins Unermessliche, Amazon musste eingreifen. Das Buch ist heute wieder für 15 Dollar zu haben.

Wie Mark Twain sagte: „*Whenever you find yourself on the side of the majority, it is time to pause and reflect.*“ Nur zu handeln, weil andere von einer Idee überzeugt sind, kann funktionieren, ist aber gefährlich. Es gilt zu unterscheiden, ob man auf einer Welle mitreiten kann ohne überrollt zu werden oder ob man sich in einem Spiel des „*finding a greater fool*“ widerfindet, in dem eigentlich niemand daran glaubt, was er macht, aber überzeugt ist, die anderen würden immer daran glauben. Die Welle der Dot-Com-Economy überschlug sich im Jahr 2000 sehr plötzlich und begrub die meisten Investoren für Jahre. Einen Greater Fool zu finden, der einem die verbrieften Hypotheken von maroden Schuldnern abkaufen würde, erwies sich für die Investmentbanken 2008 in der Finanzkrise plötzlich als nicht mehr möglich.

Für uns als fundamentale Investoren sind die Kennzahlen eines Unternehmens ein sinnvoller Anker in der Realität, der uns davor bewahrt, das Opfer von Informationskaskaden zu werden. Ganz nach Warren Buffett würden wir unsere Aktien auch kaufen, wenn die Börse danach für zehn Jahre geschlossen wäre – und wir folglich auch keine Möglichkeit hätten, das Verhalten der anderen zu beobachten. (mrg)



## Aktien PlusMinus

---

### Was wir kaufen und verkaufen

---

#### + OTB Bank

Banken sind eigentlich spätzyklische Titel, die man im momentanen Umfeld vielleicht eher verkaufen als kaufen sollte. Im Schwellenland Ungarn allerdings haben wir kürzlich die OTP Bank gekauft. Die Schwellenländer und vor allem Osteuropa gehören zu den am attraktivsten bewerteten Märkten laut Shiller P/E. Der ungarische Forint orientiert sich stark am Euro und wurde von den letzten Währungsabstürzen in den Schwellenländern verschont.

OTP Bank ist die grösste ungarische Bank und überall in Südosteuropa aktiv. Die Bank erscheint langweilig, hat keine Skandale oder Krisen und ist seit fünf Jahren klar auf Wachstumskurs. Im Mai verursachte ein Ausverkauf ungarischer Staatsanleihen eine kleinere Kurskorrektur, seither ist es wieder ruhig geworden. Die Bank hat deutlich mehr Einlagen als Kredite, eine netto Gewinnmarge von 31% (davon hat die Deutsche Bank unter Josef Ackermann auch mal geträumt, es sind dort momentan 2.9%!) und eine sehr solide Eigenkapitalquote von 12%. Sie bezahlt eine kleine Dividende von 2.2%.

Alles in Allem erscheint uns der Titel als gute, weil unaufgeregte Diversifikation. Sie ist im Quantex Emerging & Frontier Markets Fund im Moment der einzige Finanztitel.



Maurice Rüegg  
Fondsmanager

#### – Express Scripts und Aimia

Wenn der Markt uns wie mit Express Scripts und Aimia eine Gelegenheit serviert, ein Unternehmen günstig zu kaufen, so ist es leider nicht immer der Markt, der dann diese Value-Lücke auch wieder schliesst. Manchmal sind es andere Unternehmen, welche die Gelegenheit für ein Schnäppchen nutzen. In diesem Fall auf Kosten unseres Gewinnpotenzials, da beide Titel unter unserem geschätzten fairen Wert von der Börse genommen werden.

Express Scripts, ein Dienstleister zur Abrechnung von Medikamenten und Rezepten, wird per Ende Jahr vom Krankenversicherer Cigna Corp übernommen. Nach unserer Ansicht für einen zu tiefen Preis. Express Scripts befindet sich seit geraumer Zeit im Zentrum der Kontroverse um die steigenden Medikamentenpreise in den USA. Dem Unternehmen geht es aber nach wie vor blendend und Cigna komplementiert mit der Übernahme seine vertikale Wertschöpfungskette.

Bei Aimia sind es die Bonusprogrammpartner um Air Canada, welche das Flugmeilengeschäft Aimias in Kanada unter unserem geschätzten fairen Wert kaufen. Immerhin konnte hier der aktivistische Grossaktionär Mittleman Brothers einen Preisaufschlag aushandeln.

Für uns als passive Minderheitsaktionäre bleibt nicht viel zu tun, als die Gebote anzunehmen und beide Titel etwas unter unserem geschätzten fairen Wert zu verkaufen. Immerhin in beiden Fällen mit einem ordentlichen Gewinn.



Peter Frech  
Fondsmanager

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 6. September 2018

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Kardex	Maschinenind.	5	3.4%	2.2%
Swiss Life	Versicherungen	5	10.8%	3.8%
Vetropack	Verpackungen	4	6.9%	2.1%
BKW	Elektrizität	4	1.5%	2.7%
Roche	Pharma	4	6.4%	3.5%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Macy's	Einzelhandel	9	9.3%	4.2%
Aflac	Versicherungen	7	15.3%	2.1%
Dr Horton	Hausbau	7	4.0%	1.1%
Pfizer	Pharma	7	5.7%	3.2%
CA Inc	Software	6	6.3%	2.3%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
BHP Billiton	Bergbau	7	9.6%	4.5%
SKF AB	Metallindustrie	7	5.5%	3.2%
Intl Cons Airline	Fluglinien	7	9.8%	3.4%
Mondi	Holz & Papier	7	3.2%	6.9%
Ageas	Versicherungen	6	-1.5%	4.7%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MMK Magnitogorsk	Eisen & Stahl	11	11.7%	7.8%
Ruentex	Bekleidung	11	-3.5%	6.4%
Grand Pacific	Chemie	10	14.6%	3.2%
QGEP	Öl & Gas	9	32.2%	12.8%
China Res Cement	Baumaterialien	9	12.5%	3.2%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Koza Altin	Türkei	9	7.1%	0.0%
Ramelius Resources	Australien	9	28.9%	0.0%
Saracen Mining	Australien	6	4.5%	0.0%
Atalaya Mining	Zypern	5	3.8%	0.0%
St. Barbara	Australien	5	14.3%	6.8%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
ThyssenKrupp	Eisen & Stahl	-10	0.4%	0.8%
Mattel	Spielwaren	-9	-3.3%	1.0%
MGM Resorts	Hotels	-7	1.6%	1.7%
AiroPack Tech	Verpackungen	-7	-14.8%	0.0%
GoldCorp	Goldminen	-7	0.1%	0.8%

**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-	7.9.2018	<b>210.20</b>	<b>-0.4%</b>
		EUR -R-	7.9.2018	<b>123.37</b>	<b>+3.0%</b>
		USD -R-	7.9.2018	<b>133.71</b>	<b>+0.4%</b>
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	7.9.2018	<b>137.47</b>	<b>-17.5%</b>
		USD -A-	7.9.2018	<b>59.55</b>	<b>-16.8%</b>
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	7.9.2018	<b>202.89</b>	<b>-7.1%</b>
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	7.9.2018	<b>98.50</b>	<b>-14.4%</b>
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	7.9.2018	<b>1.22</b>	<b>-5.9%</b>
		CHF -3a-	7.9.2018	<b>0.95</b>	<b>-5.0%</b>



**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

