



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Was haben das Heiraten und der Kauf einer Aktie gemeinsam? Bei beiden geht es um eine klassische Entscheidung unter Ungewissheit, bei der viel auf dem Spiel steht. Ok, das Aktienrisiko kann man diversifizieren, während Polygamie hierzulande verboten ist. Doch im Kern ist das Entscheidungsproblem dasselbe: Auch noch so viel Nachdenken und «Research» führt nicht zwangsläufig zu einem besseren Resultat. Ebenso das Einholen von Zweit- und Drittmeinungen. Irgendwann muss der Sprung in die Ungewissheit gewagt werden. Die einen lösen das Problem, indem sie sich einfach von den Emotionen des Augenblicks leiten lassen. Die anderen verändeln zu viel Zeit mit der Suche nach Gewissheit und Perfektion. Allzu langes Nachdenken und Zögern führt nicht selten dazu, dass die gute Gelegenheit schon vorbei ist. Wir geben hier keine Tipps für die Partnerwahl, doch bei der Aktienselektion können die folgenden Faustregeln helfen: 1. Lernen Sie, Unsicherheit auszuhalten: Wer nach absoluter Sicherheit bei einer solchen Entscheidung sucht, kann fast nur scheitern: Entweder man erreicht sie nie oder man glaubt, sie erreicht zu haben und macht sich dann immer etwas vor. 2. Wer das Netz breit auswirft, spricht eine grosse Zahl von Anlagemöglichkeiten untersucht, erhöht seine Chancen auf einen guten Treffer beträchtlich. 3. Mit Fehlentscheiden umgehen zu können, ist oft noch wichtiger als die eigentliche Entscheidung.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Kein Job für Perfektionisten.....	1
Aktien PlusMinus: Barloworld und Kulicke & Soffa.....	4
Quant-Corner .....	5
Über Quantex.....	7

## Titelgeschichte

### Kein Job für Perfektionisten

**Wie viel Aufwand lohnt sich bei der Wertpapieranalyse? Weniger ist oft mehr: Wer nach Sicherheit und Perfektion strebt, verpasst zwangsläufig die besten Gelegenheiten. Meist führt mehr Information nur zu mehr Selbstüberschätzung anstatt zu besseren Resultaten. Quantitative Value-Strategien ermöglichen den Fokus auf das Wesentliche.**

Wer brav seine Hausaufgaben macht, wird an der Börse nicht belohnt. Sonst hätten die Fondshäuser mit den meisten Ressourcen, sprich am meisten Analysten, den besten Computern und dem besten Zugang zu den Unternehmensführern, auch die beste Performance. Das ist nachweislich nicht so.

Der hervorgehobene Fleiss ist dann auch meist mehr ein Marketinginstrument für den Verkauf eines Fonds, nach dem Motto: Wir sind seriös und geben uns redlich Mühe. Oder aber er dient in bürokratischer Manier der Arbeitsplatzsicherung innerhalb der Organisation: Ich habe brav meine Hausaufgaben gemacht, was kann ich für das schlechte Resultat?

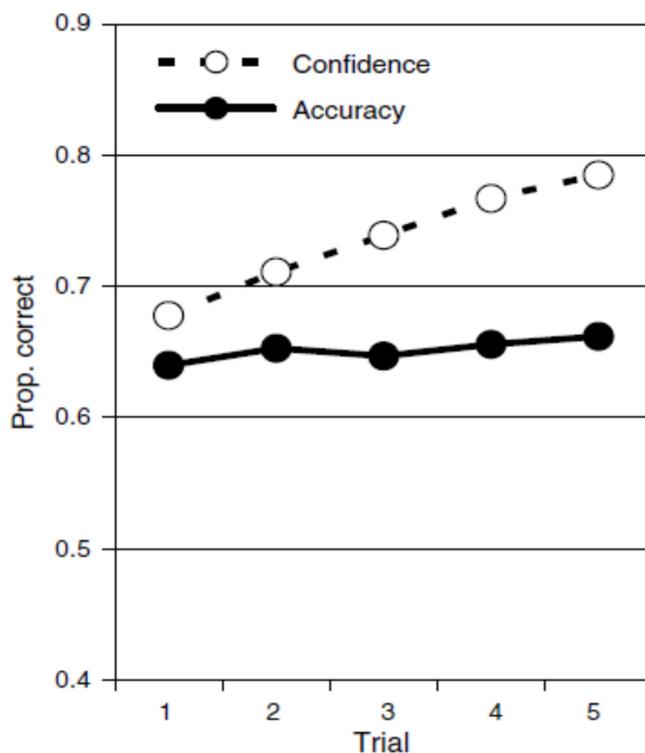
Mehr Arbeitsinput führt nicht automatisch zu mehr Rendite – doch wie viel Arbeit lohnt sich überhaupt? Das andere Extrem ist rein passives Investieren mit Indexprodukten. Es ist aus dieser immer populäreren Perspektive den Aufwand nicht wert, zu versuchen den Markt zu schlagen.



Als Value-Investoren sind wir davon überzeugt, dass eine Outperformance mit aktivem, fundamental basiertem Investieren möglich ist – und konnten bis jetzt auch mit unseren Fonds den Praxisbeweis dafür erbringen. Doch wie viel Arbeit steckt dahinter? Schnell wird klar, dass mehr Aufwand bei der Recherche dem Gesetz des sinkenden Grenzertrags unterliegen muss.

Nach Meinung des langfristig sehr erfolgreichen Value-Investors Seth Klarman können 80% der wichtigsten Informationen mit den ersten 20% Zeitaufwand gewonnen werden – danach nehme der Grenzertrag weiterer Informationen rapide ab.

Dafür steigt tendenziell die Selbstüberschätzung. Dieser Effekt ist in der psychologischen Forschung gut dokumentiert. In einer Studie von Tsui, Klayman & Hastie (2008) erhielten Probanden zum Beispiel relevante Daten, um damit den Ausgang von amerikanischen Football-Spielen vorherzusagen. Wie die Grafik unten zeigt, waren ihre Prognosen damit durchaus überzufällig korrekt. Doch mehr Datenpunkte führten zu keinem statistisch signifikant besseren Resultat – nur zu mehr Selbstüberschätzung.



Die Grafik zeigt, wie mit zusätzlichen Informationen (Trials) die Genauigkeit der Prognosen (Accuracy) für College Football Spiele stagniert, während das Vertrauen in die eigene Schätzung steigt (Confidence). (Quelle: Tsui, Klayman & Hastie (2008))

An den Finanzmärkten verlieren die mühsam erworbenen Detailinformationen zudem schnell an Gültigkeit: Neue Konkurrenten treten auf, der Konjunkturzyklus dreht oder das regulatorische Umfeld ändert sich. Der Versuch, ein komplettes und zugleich aktuelles Gesamtbild an Informationen zu erhalten, ist deshalb ein letztlich aussichtsloses Unterfangen.

Auch sind andere Marktteilnehmer ständig dabei, nach weiteren nützlichen Informationen zu suchen und diese fortlaufend in den Kurs einzupreisen. «Die meisten Investoren streben fruchtlos nach Sicherheit und Präzision und vermeiden Situationen, in denen

Information nur schwierig zu erhalten sind», hält Klarman in seiner Value-Bibel «Margin of Safety» fest.

Die Suche nach Sicherheit führt dazu, dass viele Investoren zwangsläufig die besten Anlagechancen verpassen. Diese ergeben sich nämlich meistens in Zeiten grosser Unsicherheit. Die beste Gelegenheit zum Kauf von Aktien des letzten Jahrzehnts war genau im März 2009 auf dem Höhepunkt von Rezession und Finanzkrise.

Der Schlüssel zur Lösung des Problems sind die tiefen Preise, zu denen ein Anleger in der Krise Wertpapiere kaufen kann. Je attraktiver der Preis eines Titels ist, zum Beispiel in Form einer hohen Free-Cashflow-Rendite bei einer Aktie oder einer hohen Verfallsrendite bei einer Anleihe, desto weniger wichtig ist die Präzision bei den Zukunftsschätzungen.

Dieses zentrale Konzept des Value-Investing wird Sicherheitsmarge oder eben «Margin of Safety» genannt. Wer billig genug kauft, schützt sich gegen viele Unvorhersehbarkeiten und Prognosefehler. Umgekehrt ist es bei teuren Papieren umso wichtiger, dass die Zukunft sich genauso ereignet, wie sich der Markt das vorgestellt hat. Der Kauf von teuren Aktien erfordert folglich mehr Präzision und Perfektion bei den Prognosen als ein Investment in günstige Titel.

Gemäss unserer empirisch gut unterlegten Überzeugung, dass Zukunftsprognosen für Volkswirtschaften und Firmenzahlen ein höchst schwieriges bis aussichtsloses Unterfangen sind, bleiben wir deshalb dabei, nach dem Value-Stil vor allem günstige Aktien zu kaufen. Ein quantitatives Vorgehen mit breiten Filtern hilft uns dabei, sich auf das Wesentliche zu fokussieren und sich nicht in unnötigen Details oder emotional getriebenem «Storytelling» zu verlieren. Gutes Fondsmanagement erfordert Disziplin und Geduld, aber keinen Perfektionismus. (pfr)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Maurice Rüegg  
Fondsmanager

### + Barloworld

Barloworld dürfte hier in Europa höchstens demjenigen ein Begriff sein, der sich für Radsport begeistert und das Team Barloworld an der Tour de France zwischen 2003 und 2009 miterlebt hat. Als Industrieunternehmen ist der Name in Südafrika bekannt und verbreitet. Ehemals ein grosses Konglomerat, wurden viele Tätigkeitsfelder wie Logistik, IT, Zement oder Beschichtungen mittlerweile abgestossen oder in Tochterunternehmen ausgelagert. Geblieben ist ein straffes Markenunternehmen für Fahrzeugvermietungen (AVIS Südafrika, Caterpillar im südlichen Afrika) sowie industrielle Geräte und Anlagen.

Seit Anfang 2016 befindet sich das Unternehmen an der Börse im Aufwind. Trotzdem liegt das Kurs/Gewinn Verhältnis bei tiefen 13.5. Es wird eine Dividende von 3% gezahlt, was bei einem Free Cashflow von 20% leichtfällt. Die relativ hohen Schulden wurden im letzten Jahr um 20% reduziert. Unsere quantitativen Modelle liefern einen R-Score von 8 aus 11, einen Piotroski-Score von 9 aus 9 sowie einen negativen Financing Cashflow Yield von -11% zum Unternehmenswert als Indiz für ein anlegerfreundliches Management. Und schliesslich: wenn die Analysten Südafrika als wenig attraktiv beurteilen und eine Abwertung des Rand erwarten, dann könnte, wie so oft in der Börsenwelt, das Gegenteil eintreten.

### – Kulicke & Soffa

„Mean Reversion at its best“: Es dauerte ein wenig länger als ein Jahr, bis der Markt uns zustimmte, dass Kulicke & Soffa die Kurve wieder kratzen würde. Kulicke & Soffa ist Marktführer in der Herstellung von Drahtlötmaschinen für die Chipfabrikation. Sie halten einen Marktanteil von ca. 65%, bei Kupferlötmaschinen sogar 90%. Die Halbleiterindustrie ist starken Zyklen ausgesetzt und Kulicke & Soffa ist von den Kapitalinvestitionen dieser Unternehmen abhängig. Folglich schlagen sich diese Zyklen bei ihnen noch stärker nieder. Da ihr Geschäft so volatil ist, ist es essentiell, dass die Firma keine Schulden aufgenommen hat. Dies war im 2002 nicht der Fall und führte zu einem Nahtoderlebnis. Das Unternehmen zog hieraus seine Lehren und weist seither eine äusserst robuste Bilanz auf, welche potenzielle Verluste über Jahre hinweg abfedern könnte.

2015 war nun wieder ein zyklisches Tief an der Reihe. Kulicke & Soffa hatte die Markterwartungen verfehlt und die kurzfristigen Aussichten waren ebenfalls düster. Die Vergangenheit hat aber gezeigt, dass ein solch zyklisches Tief ein bis drei Jahre dauert. Gleichzeitig ist die Gefahr einer technologischen Ablösung nicht absehbar. Durch das grosse Cash-Polster fühlten wir uns im Herbst 2015 sehr wohl, als wir in die Firma investierten, um nun auf die nächste Erholung zu warten. Inzwischen wurde der von uns geschätzte Fair Value erreicht. Durch unseren längeren Anlagehorizont und den Glauben an „Reversion to the mean“ konnten wir eine annualisierte Rendite von 46% ohne grossen „psychischen Stress“ erwirtschaften.



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. Februar 2017

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Elektronik	7	5.8%	4.5%
APG	Werbung	6	3.8%	5.0%
Pargesa Holding	Beteiligungen	6	22.6%	3.6%
Swiss Re	Versicherungen	6	19.3%	4.9%
BKW	Elektrizität	5	6.3%	3.1%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Eastman Chemical	Chemie	7	4.2%	2.4%
Goodyear Tire	Autozulieferer	7	1.8%	1.1%
LyondellBasell	Chemie	7	9.6%	3.5%
Tegna	Medien	7	4.8%	2.4%
General Motors	Automobile	6	12.3%	4.1%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bellway	Hausbau	10	5.1%	4.3%
Münchener Rück	Versicherungen	8	-	4.7%
3I Group	Investitionsges.	7	2.8%	3.5%
UPM-Kymmene	Holz&Papier	6	11.8%	3.4%
Subsea 7	Öl & Gas	6	21.6%	3.3%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Magnitogorsk MMK	Stahl	10	8.9%	3.4%
Etacio Participac ADR	Bildung	9	-	10.6%
Reunert	Elektrocomp.	9	5.4%	6.2%
Greatek Elec	Halbleiter	9	9.1%	6.0%
Thai Oil	Öl & Gas	9	10.5%	4.6%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Wisekey SA	Computer	-8	-10.5%	0.0%
Ocado Group	Lebensmittel	-7	1.3%	0.0%
SWMTL Holding	Bergbau	-7	-2.7%	0.0%
Schibsted ASA	Medien	-7	-	0.8%
Southwestern Energy	Öl & Gas	-6	-1.1%	0.0%

**Unsere favorisierten Länder**

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Portugal	Portugal	-3.8%	
Spanien	Spanien	-1.9%	MSCI World
Singapur	Singapur	3.3%	(USD)
Schweden	Schweden	2.5%	0.8%
Niederlande	Niederlande	0.1%	
Tschechien	Türkei	14.2%	MSCI Emerging
Arab. Emirate	Arab. Emirate (USD)	-1.0%	Markets (USD)
Russland	Qatar (USD)	-1.3%	4.8%

### 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 fünf Anlagefonds, wovon zwei 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 Global Value Fund	CHF	9.2.2017	<b>176.80</b>	+3.8%
		EUR	9.2.2017	<b>110.23</b>	+4.3%
		USD	9.2.2017	<b>108.90</b>	+5.4%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF	9.2.2017	<b>176.41</b>	+15.5%
		USD	9.2.2017	<b>73.74</b>	+17.3%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Nebenwerte Fonds	CHF	9.2.2017	<b>189.24</b>	+3.4%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Emerging & Frontier Markets Fund	CHF	9.2.2017	<b>84.69</b>	+5.3%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Spectravest	CHF	6.2.2017	<b>1.13</b>	+3.5%
		USD	6.2.2017	<b>2.01</b>	+6.0%

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

