



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Würden Sie jetzt noch Aktien auf Kredit kaufen? Das ist ohnehin selten eine gute Idee, aber besonders heute, wo viele Anzeichen darauf hindeuten, dass wir uns langsam in der spätzyklischen Phase befinden. Genau dies machen jedoch viele Unternehmen, die jetzt noch teure Übernahmen anderer Aktiengesellschaften auf Pump finanzieren. Der Anleihenmarkt hat dazu die Türen immer noch weit geöffnet. 2017 dürfte zu einem neuen Rekord-Emissionsjahr von Schuldpapieren werden. Die Investoren am Bondmarkt haben inzwischen jegliche Vorsicht über Bord geworfen. Es gibt zahlreiche Studien darüber, dass auch die Aktien von seriellen Akquisitoren selten gute Investments sind. Wie Empirical Research herausgefunden hat, ist das Ergebnis besonders schlecht, wenn schuldenfinanzierte Deals in einer spätzyklischen Phase getätigt werden. Eine gesunde Bilanz ist deshalb in dieser Marktphase für uns besonders wichtig. Im Durchschnitt weisen die Firmen im Quantex Global Value Fund eine Netto-Cashposition aus. Je unvorsichtiger andere Akteure agieren, desto vorsichtiger wollen wir selbst unterwegs sein. Denn es ist am billigsten, sich gegen Sturm und Flut zu schützen, wenn das Wetter schön ist. Wenn draussen der Hurrikan tobt, ist es meist zu spät.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Der schlaue Schwarm und die dumme Herde .	1
Aktien PlusMinus: Hibbett Sports und Beazley .....	6
Quant-Corner .....	7
Über Quantex.....	9

## Titelgeschichte

### Der schlaue Schwarm und die dumme Herde

**Bei Ameisen, Bienenvölkern und Fischen spricht man ehrfurchtsvoll von Schwarmintelligenz – bei Lemmingen, Gnus und Schafen abschätzig vom Herdentrieb. Wir Menschen sehen uns weder gern als Teil eines Schwarms noch einer Herde, sondern jeder sich als Individuum, das gerne unabhängig denkt und waltet. Weil die Realität aber oft anders aussieht, ist es hilfreich, sowohl die Schwarmintelligenz wie auch den Herdentrieb als Phänomene an der Börse zu kennen und zu beachten.**

Der S&P-500-Index klettert seit geraumer Zeit ziemlich stetig von Höchststand zu Höchststand. Ist die Entwicklung des US-Aktienmarkts nun der Ausdruck eines intelligenten Schwarms, der richtig erkennt, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die Unternehmen weiter verbessert haben? Oder sind die Rekordstände das Produkt einer dummen Herde, die über passive ETF-Geldflüsse den Index nach oben treibt?

Die definitive Antwort darauf wird wie immer erst die Zukunft bringen. Die Frage an sich ist allerdings interessant: Worin besteht der Unterschied zwischen Schwarmintelligenz und Herdentrieb?



Schwarmintelligenz oder kollektive Intelligenz entsteht aus der Kommunikation oder spezifischen Handlungen von Individuen. Es existieren systemtheoretische, soziologische und philosophische Ansätze zur Erklärung, aber eben nur Ansätze.

Ohne zentralisierte Koordination bauen zum Beispiel Millionen von Termiten zusammen einen mehrere Meter hohen Hügel. Und während Heringe ohne Kontakt zu ihren Artgenossen orientierungslos und panisch reagieren, so sind sie im Schwarm ruhig und geschützt und verwirren ihre Fressfeinde.



*Drei Meter hoher Termitenhügel in Kenia. Quelle Wikipedia*

Man kann so weit gehen und unser Gehirn als Schwarm von Neuronen betrachten, welche durch elektrische Impulse, sprich Kommunikation, die kollektive Intelligenz des einzelnen Lebewesens erzeugen.

### **Schwarmintelligenz spielt auf dem Viehmarkt**

Das am besten bekannte Beispiel der Schwarmintelligenz stammt ausgerechnet vom Viehmarkt: der britische Naturforscher Sir Francis Galton fragte 1906 an der jährlichen westenglischen Nutztiermesse die Besucher nach dem Gewicht eines Bullen. Er wollte die Dummheit der Massen beweisen, kam dann allerdings zu dem überraschenden Ergebnis, dass der Durchschnitt aller Schätzungen ziemlich genau dem tatsächlichen Gewicht entsprach, mit einer Abweichung von nur 0.8% oder etwa einem Pfund. Liess er nur Fachleute schätzen, war das Ergebnis schlechter.

Entscheidend ist bei der Qualität des Ergebnisses, dass die Schätzungen unabhängig sind. Die „dumme Masse“ schätzt besser, weil die Experten unbewusst gleichgeschaltet sind, sich entweder von einem Meinungsführer oder der allgemeinen Stimmung manipulieren lassen.

Genau hier setzt die Forschung von Dirk Helbling an der ETH Zürich an: Er stellte 144 Studenten sechs Fragen, unter anderem zur Bevölkerungsdichte in der Schweiz, zur Länge der Landesgrenze und zur Mordrate in der Bevölkerung. Als Motivation wurden kleinere Geldbeträge verteilt für diejenigen Probanden, die am besten schätzten. Zusätzlich erfuhr ein Teil der Teilnehmer nach einer ersten Schätzung den Mittelwert aller anderen Schätzungen, ein Teil sogar die genauen Schätzwerte der anderen. Dann wurden sie gefragt, wie zuverlässig sie ihre eigenen Werte sahen.

Es zeigte sich, dass die zuerst gegebenen Antworten im Schnitt die besten waren. Die Schwarmintelligenz sank je weiter, je mehr Informationen zu den Schätzungen der anderen Teilnehmer bekannt waren. Extremwerte verschwanden zwar deutlich, die Zahlen näherten sich allerdings immer mehr, ohne dass der Mittelwert genauer wurde. Der soziale Einfluss, sprich die Kommunikation hat also mehrere Effekte:

- Die Diversität der Antworten verringert sich.
- Der kollektive Fehler bleibt oder steigt.
- Die Meinung zur Exaktheit der eigenen Schätzung steigt, obwohl sie eher schlechter als besser ist.

**Gleichschaltung und Gefühlsansteckung**

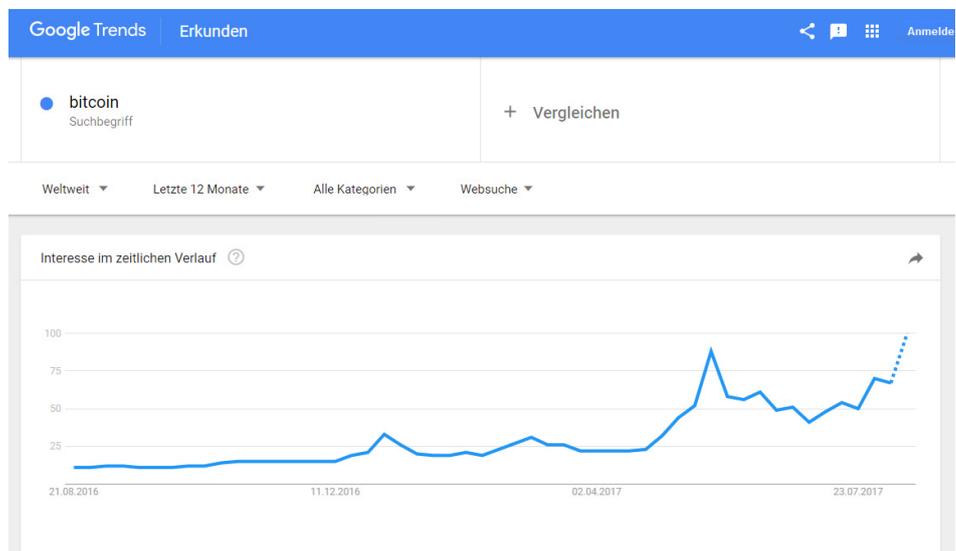
Diese drei Faktoren führen an den Märkten immer wieder zu Spekulationsblasen und Massenpaniken. Die zunehmende Gleichschaltung des Anlegerdenkens hat ebenfalls biologische Ursprünge: Wenn die anderen Gruppenmitglieder in der Savanne plötzlich unvermittelt zu rennen beginnen, rennt man am besten gleich mit anstatt zurück zu bleiben und einem allfälligen Löwen allein gegenüber zu stehen. Nachahmung ist in vielen Situationen sinnvoll. Meist erfolgt sie über Gefühlsansteckung unreflektiert: Die Angst greift um sich oder die Gier, ja nichts zu verpassen. „Das ist genau wie vor der Finanzkrise“, meinte Helbling schon 2011 zu *Spiegel Online*. „Wenn alle anderen das Gleiche machen wie man selbst, glaubt man, auf dem richtigen Dampfer zu sein.“

Der Homo oeconomicus als rationaler Agent und Nutzenoptimierer ist also höchstens in einer Gesellschaft von Taubstummen Realität, die Hypothese der effizienten Märkte eine Illusion, basierend auf völlig unabhängigen und emotionslosen Entscheidungsträgern.

Die moderne Technik macht es nicht besser, sondern schlimmer. Nachrichten und Meinungen waren noch nie so schnell und einfach zugänglich wie heute. Der Effekt dieser Kommunikationsflut: Die Angleichung der Meinungen und das wilde hin und her der Herden werden potenziell immer extremer. Es ist wohl kein Zufall, dass die grösste Aktienspekulationsblase aller Zeiten im Jahr 2000 mit dem Aufkommen des Internets einher ging.

**Die Herde jagt Bitcoins**

Ein aktuelles Beispiel von Google Trends gefällig? Man tippe Bitcoin ins Suchfeld ein und erhalte das Resultat wie unten gezeigt: einen Hype. Die Zahl der Suchanfragen bei Google nach Bitcoin steigt und fällt ziemlich genau mit dem Preis dieser Kryptowährung.



Interesse von Bitcoins anhand der Anzahl Anfragen auf Google über die letzten zwei Jahre. Quelle: <https://trends.google.com/trends/explore?q=bitcoin>

Wobei uns vor allem kryptisch ist, worin denn der innere Wert dieser Bitcoins bestehen soll. Notengeld ist mit den Vermögenswerten in der Bilanz der Nationalbank gedeckt: Staatsanleihen, Bankkredite und neuerdings sogar Aktien. Gold kann man als Schmuck oder Industriemetall gebrauchen und es ist praktisch unzerstörbar. Bitcoins dagegen verschwinden, wenn das Internet zusammenbricht oder mal wieder findige Hacker zuschlagen. Würde je jemand unabhängig und für sich allein zum Schluss kommen, dass „Geld“, das nicht reguliert ist, keine garantierte Werterhaltung liefert, von Spekulationen getrieben wird und in kriminellen Kreisen äusserst beliebt ist, eine gute Wertanlage ist? Google Trends zeigt, das Interesse ist riesig, durch Nachahmung schnell mit Bitcoin reich zu werden, die Rationalität dabei eher nicht.

### Social Trading

Anlegen durch sogenanntes Social Trading oder Mitmach-Fonds ist ein weiteres Thema, wo gerne die Schwarmintelligenz ausgenutzt werden würde, aber in Tat und Wahrheit der Herdentrieb obsiegt. Beim Thema geht es um die Grundidee, dass der kleine Investor von den Grossen des Fachs abkupfern können sollte. Entweder werden Tipps von in der Vergangenheit erfolgreichen Tradern kopiert oder gleich deren ganzes Portfolio. Dabei werden allen Anlegern die gleichen Informationen zur Verfügung gestellt (Gleichschaltung!). Und ist der Experte wirklich ein solcher oder nur ein glücklicher Narr, der gerade einen Lauf hatte und dem nun alle blind nach rennen? Es kommt einem das Bild der Gnuherde in den Sinn, die den reissenden Fluss voller Krokodile an der tiefsten Stelle traversiert, nur weil ein einzelnes Tier zufällig ins Wasser geht und zuerst drei weitere folgen, und schliesslich alle Gnus weiter schwimmen müssen, um nicht von der von hinten drängenden Herde zertrampelt zu werden.

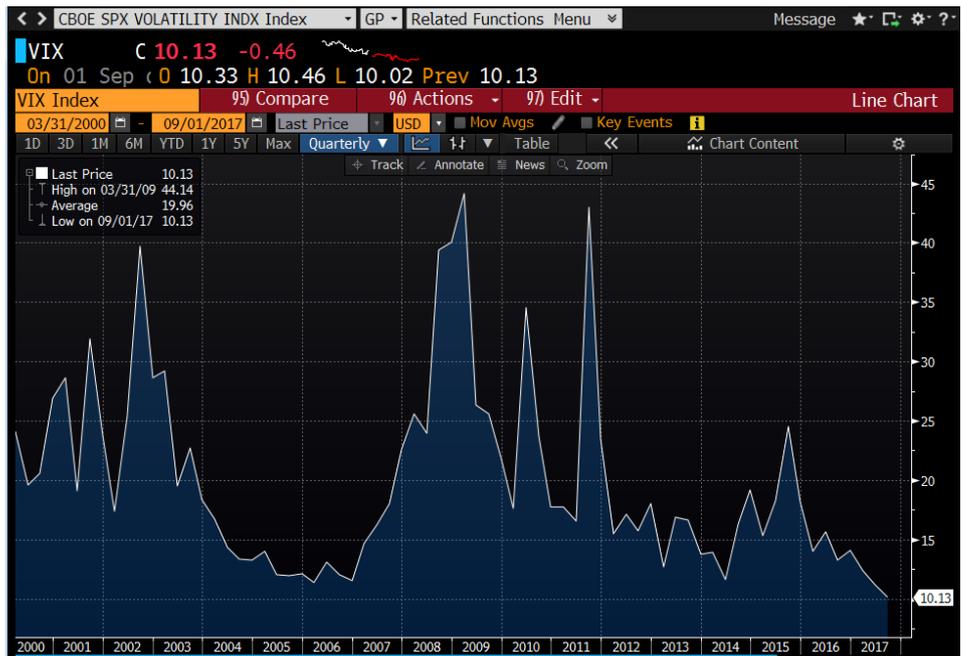


*Gnus im Serengeti Nationalpark (Quelle: [openafricasafaries.com](http://openafricasafaries.com))*

Der eingangs erwähnte Anstieg des S&P 500 ist aus dieser Warte ebenfalls skeptisch zu betrachten. Denn das Barometer der Diversität der Meinungen, der implizite Volatilitätsindex VIX des Chicago Board Options Exchange, liefert seit längerem extrem tiefe Werte – „Gleichdenken“ oder Gleichschaltung scheint die Kurse zu treiben (vgl. Grafik nächste Seite).

### Minsky Moment

Ist dieser ungebrochene Trend ein Effekt von beliebten Indexprodukten, also ETF? Sind ETF somit Mittel der Gleichschaltung? Hyman Minsky hat es warnend in seiner Hypothese zur finanziellen Stabilität formuliert: „Stabilität führt zu Instabilität“. Stehen wir also kurz vor dem nächsten Minsky Moment, also den Zeitpunkt, wenn die Instabilität anfängt und die Börse abstürzt? Schwierig zu sagen, denn der Markt kann bekannterweise länger irrational bleiben als man glaubt, und auch die Politik der Zentralbanken scheint manchmal alles andere als rational.



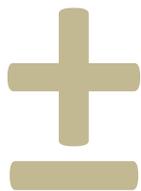
Die Diversität der Meinungen zur Entwicklung der Börse, gemessen mit dem VIX Index seit dem Jahr 2000. Quelle: Bloomberg.

Hier lohnt sich eine zusätzliche Feststellung: die Wächter der Zinsen und Preisniveaus in Amerika, Europa und Asien scheinen ebenfalls sehr viel miteinander zu reden und gleichgeschaltet zu handeln. Erst letzten Monat wieder trafen sich Draghi, Yellen, Kuroda, Carney und wie sie alle heissen wieder am Economic Policy Symposium in Jackson Hole und redeten und redeten. Sir Francis Galton wäre überzeugt: so schätzt man das Gewicht des Bullen niemals richtig!

**Fazit für Investoren**

Folgende Fragen sollte sich ein Anleger ständig stellen: Denken wir unabhängig? Versuchen wir unsere Entscheide aus dem intelligenten Schwarm zu beziehen, über Fakten und möglichst viele unabhängige Quellen? Oder fallen wir dem Herdentrieb zum Opfer, reden mit zu vielen Experten, die unsere Meinung gleichförmig machen, mit dem Resultat, dass wir überzeugter von der Richtigkeit unserer Einschätzungen sind, diese aber weniger exakt?

Für uns Value-Investoren erinnert die Diskussion an das alte Diktum von Benjamin Graham, wonach der Aktienmarkt auf lange Sicht eine Waage ist: Die Schwarmintelligenz setzt die Preise der Unternehmen erstaunlich präzise fest. Auf kurze Sicht aber gleicht er mehr dem Popularitätswettbewerb bei einer Wahl: Der Herdentrieb kann die Kurse kurzfristig auch deutlich von ihrem fairen Wert abweichen lassen. Als Value-Investoren leben wir schlussendlich von diesem Unterschied. Je mehr Anleger heutzutage mit der passiven Indexherde mitrennen, desto mehr Chancen sollten sich für uns als aktive Investoren eröffnen. (mrg)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Peter Frech  
Fondsmanager

### + Hibbett Sports

Manchmal braucht es beim Investieren Glück wie im Sport: Die Aktie der amerikanischen Sportartikel-Kette hatten wir im Februar 2016 schon einmal bei 32 Dollar gekauft, weil sie uns damals angesichts der breiten Rezessionsangst zu günstig erschien. Im Oktober 2016 verkauften wir sie dann mit dem Glück der Narren bei 39 Dollar, weil das Management die angekündigten Aktienrückkäufe wenig vorantrieb und die Aktie dem geschätzten fairen Wert nahekam. Wir hatten jedoch nicht die geringste Ahnung, dass die Aktie in der Folge um satte 70% abstürzen würde. Inzwischen weist auch Hibbett, wie fast alle US-Einzelhändler, sinkende Verkaufszahlen aus. Selbst das ehemals robuste Sportschuh-Geschäft leidet – ob wegen einer temporär schwachen Modelpalette von Nike&Co. oder wegen der steigenden Online-Konkurrenz, wird die Zukunft weisen.

Schon heute steht jedoch fest, dass in der Bewertung der Aktie viele negative Szenarien enthalten sind. Hibbett hat keine Schulden und 52 Millionen Dollar Cash. Der Unternehmenswert EV von 215 Millionen beläuft sich nur noch auf rund dreimal das aktuelle Ebitda. Die Free-Cashflow-Rendite sollte sogar bei weiter in diesem Tempo schrumpfenden Umsätzen noch deutlich über 10% betragen. Wir glauben deshalb nicht, dass wir mit einem Wiedereinstieg bei 12 Dollar je Aktie unser Glück überstrapazieren werden.

### – Beazley

Beazley ist eine relativ kleine britische Versicherungsgesellschaft, welche sich in den letzten Jahren stark auf Cybersecurity spezialisiert hat. Nebst diesem Segment bietet sie ein breites Spektrum an herkömmlichen Versicherungen an. Was uns sehr gefällt, ist, dass das Management Wachstum nicht über Marge stellt. Die Rückversicherungsbranche ist ein gutes Beispiel für ein Segment mit ständig sinkenden Prämien. Deshalb hat Beazley vor drei Jahren begonnen, das Rückversicherungsgeschäft zu schrumpfen und sich stattdessen auf Cybersecurity für kleine und mittelständige Unternehmen zu fokussieren, wo die Prämien am Steigen sind. Ihnen ist klar, dass im Versicherungsbereich längerfristig nur Gewinn erzielt werden kann, wenn man im Schreiben von Versicherungen (Underwriting) bereits Geld verdient und nicht erst beim Anlegen der Prämien. Das ist genau unser Denken.

Warum steht mein Text beim Minus? Wie Sie sicherlich bereits wissen, sind wir als Value Investoren sehr preissensitiv. In diesem Beispiel konnten wir das Unternehmen zu einem attraktiven Preis im Verhältnis zu den Underwriting-Gewinnen kaufen und zahlten nur sehr wenig für potenzielle Gewinne aus dem Anlagesegment. Die Zeiten haben sich geändert, sodass man heute anfängt, mehr für diese Anlagegewinne zu zahlen, was uns Unbehagen bereitet. Aus diesem Grund haben wir verkauft. Der Investment-Case ist perfekt aufgegangen und bei einem grundlosen Kurssturz wären wir gerne wieder bereit, in Beazley zu investieren.



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 5. September 2017

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
DDM Holding	Finanzdienstl.	6	27.5%	0.0%
BKW	Elektrizität	5	3.0%	2.9%
Jungfraubahnen	Transport	5	3.9%	1.9%
VAT Group	Industrie	5	3.2%	3.3%
Also Holding	Elektronik	4	5.3%	1.8%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Eastman Chemical	Chemie	7	3.4%	2.3%
Intel	Halbleiter	6	7.1%	3.0%
LyondellBasell	Chemie	6	7.7%	3.9%
Western Digital	Computer	6	8.6%	2.2%
Xerox	Bürobedarf	6	9.4%	3.4%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Taylor Wimpey	Hausbau	8	11.8%	6.1%
Marine Harvest	Nahrungsmittel	7	5.4%	9.5%
Mapfre	Versicherungen	7	6.2%	5.0%
UPM Kymmene Oyj	Forstindustrie	6	9.8%	4.3%
Anglo American	Bergbau	6	11.3%	2.6%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
NMDC	Bergbau	10	3.1%	9.3%
Indo Tambangraya	Kohle	10	18.6%	8.3%
MMK Magnitogorsk	Stahl	10	8.1%	5.1%
Hannstar Display	Computer	10	15.4%	4.1%
Soda Sanayii	Chemie	10	14.0%	4.3%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Digital China	Computer	-8	-8.9%	1.8%
AMD Micro Devices	Halbleiter	-7	-1.8%	0.0%
Devon Energy	Öl & Gas	-6	1.1%	0.8%
Ericsson	Telekommunik.	-6	6.8%	2.2%
Implenia	Bauwesen	-6	8.0%	3.0%

**Unsere favorisierten Länder**

Aktuell	Im letzten Monat	MSCI Performance, Lokalwährung letzte 30 Tage	
Portugal	Portugal	1.0%	
Hongkong	Spanien	-4.1%	MSCI World (USD)
Spanien	Neuseeland	0.5%	
Schweden	Hongkong	0.2%	-0.2%
Österreich	Singapur	-3.0%	
Türkei	Türkei	3.7%	MSCI Emerging Markets (USD)
Arab. Emirate	Arab. Emirate (USD)	-1.2%	
Russland	Russland (USD)	6.2%	1.5%

### 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 ausgerichtete 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 Funds – Global Value	CHF	5.9.2017	<b>187.95</b>	+10.4%
		EUR	5.9.2017	<b>109.92</b>	+4.0%
		USD	5.9.2017	<b>121.33</b>	+17.4%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	5.9.2017	<b>172.85</b>	+13.1%
		USD -A-	5.9.2017	<b>75.69</b>	+20.4%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	5.9.2017	<b>214.53</b>	+17.2%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	5.9.2017	<b>107.50</b>	+7.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	5.9.2017	<b>1.24</b>	+13.3%

**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

