



**Peter Frech**  
Fondsmanager

## Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Amazon.com ist eine alte Hassliebe für mich. Als die Website 1998 aufkam, kaufte ich dort eifrig Bücher, begeistert von der guten Benutzerführung. Doch die Aktien der profitlosen Firma waren mir ein Gräuel, obwohl sie während der damaligen Techblase eine Zeitlang boomten. Die Argumente der Bullen lauteten schon 1998: Amazon verdient zwar heute kein Geld, aber wenn sie erst mal den ganzen Online-Markt erobert haben, dann werden die Aktionäre belohnt. Heute, 25 Jahre später, hat Amazon tatsächlich einen Grossteil des Online-Markts erobert – und verbrennt immer noch Cash. Die Kosten sind mit den Umsätzen gewachsen und das alte Dilemma von 1998 besteht weiterhin: Hört Amazon je auf, seine Kunden mit tiefen Versandkosten und Produktpreisen zu subventionieren, suchen sie sich eine andere Shopping-Seite. Um zu mehr Geld zu kommen, verkauft Amazon zudem immer mehr Werbung an die Drittanbieter von Produkten auf der Plattform. Ein kurz-sichtiger Zug, da die Amazon-Nutzer nun nicht mehr die besten Treffer für ihre Suchen präsentiert bekommen, sondern diejenigen der zahlungswilligsten Anbieter. Heute nutze ich die Website nicht mehr. Die Aktie ist mir immer noch ein Gräuel und ihre Bewertung ein reiner Fankult: Amazon fährt einen seit Jahren stagnierenden operativen Cashflow von rund 40 Milliarden Dollar ein und verbrennt netto 20 Milliarden Cash im Jahr. Ihr Börsenwert beträgt 1000 Milliarden. Zum Vergleich: Shell bringt 65 Milliarden operativen Cashflow ein und es bleiben davon 40 Milliarden in der Kasse hängen. Der Öltitel wird jedoch nur zu läppischen 200 Milliarden Dollar Marktwert gehandelt.

## In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Private Equity im Märchenland.....	1
Aktien Plus Minus: Sprott Physical Uranium Trust und Fidelity National Information Services.....	5
Quant-Corner .....	6
Über Quantex.....	8

## Titelgeschichte

### Private Equity im Märchenland

**Mit den steigenden Zinsen scheint der Zauber von Private-Equity-Investments gebrochen. Wir versuchen, etwas Licht in den dunklen Private-Equity-Märchenwald zu bringen und aufzuzeigen, wie die teils fabulösen Renditen entstanden. Ein Kollaps der hochverschuldeten Anlageklasse hätte auch Folgen für den Aktienmarkt.**

Alle börsengehandelten Immobilienfonds hatten 2022 wegen steigender Zinsen einen schweren Stand, im Mittel verloren sie in den USA 25%. Alle Immobilienfonds? Ein einzelner privater Megafonds, der Blackstone Real Estate Income Trust, wies ein Plus von 8% auf.

Wie ist das möglich? Diese Frage stellten sich im Jahresverlauf immer mehr Investoren im riesigen Trust und wollten lieber ihr Geld zurück. Das ging so weit, dass Blackstone Milliarden von Rücknahmen ablehnen musste. Aber wieso wollen so viele Investoren ihr Geld zurück, wenn die Mitarbeiter von Blackstone einen so viel besseren Job ablefern als die öffentlich Immobilienfirmen? Steckt hinter der hervorragenden Performance wahre Magie oder handelt es sich hier einfach nur um einen billigen Zaubertrick bei der Bewertung der Immobilien?

«A man hears what he wants to hear and disregards the rest», heisst es so schön zeitlos in Paul Simons Song "The Boxer". Sich selber etwas vorzumachen ist natürlich auch eine der grössten Gefahren beim Investieren. Doch es sind nicht nur Privatanleger, die oft zu lange an längst geplatzen oder gar als Betrug entlarvten Stories festhalten. Institutionelle Investoren besitzen genauso die Fähigkeit, sich selbst zu belügen.





Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

### Investoren wollen die Preise nicht sehen

Nirgends wurde dies deutlicher als beim fantastischen Boom von Private Equity Investments über die letzten zwei Dekaden. Laut Bain&Company generierten Private Equity Investments von 1980-2020 am US-Markt eine jährliche Rendite von 13.1% gegenüber einer Rendite des US-Aktienmarktes von 8.1%. Diese Überrendite kam auch noch mit viel weniger Volatilität zustande als bei Publikumsaktien. Das ist der Traum aller institutionellen Investoren, welche ganz gemäss der orthodoxen Finanzmarkttheorie die Volatilität einer Anlage als ihr einziges Risiko betrachten. Gemäss Empirical Research haben US-Pensionsfonds ihre Allokation in Private Equity über die letzten 20 Jahre von 3% auf 12% ihrer Portfolios ausgebaut.

Doch die schönen Leistungsausweise in den Präsentationen sind mit Vorsicht zu geniessen, weil die Private Equity Fondsanbieter ihre NAV selbst bewerten oder nur selektiv die erfolgreichen Fonds zeigen. Seit die Anlageklasse boomt, schwinden zudem die Renditen durch die starken Zuflüsse zwangsläufig. Wie Antti Ilmanen in seinem Standardwerk «Investing Amid Low Expected Returns» berichtet, weisen Private-Equity-Fonds ab 2006 keine Mehrrendite mehr gegenüber einem Investment am öffentlichen Aktienmarkt aus, wenn man das Leverage durch Kredite in den Vergleich einbezieht.

Grob gesagt entstanden gemäss Ilmanens Studien die Renditevorteile von Private Equity früher durch tiefe Bewertungen der übernommenen Firmen, also den Value-Faktor, später noch durch höheres Leverage. Jetzt sind sie ganz verschwunden. Der einzige Vorteil, der bleibt: Die Kurse schwanken nicht so stark, da sie oft nur monatlich ermittelt und die Fondspreise selbst geschätzt werden.

«Die Investoren akzeptieren wissentlich tiefere Renditen für das Privileg, die Preise nicht sehen zu müssen», bringt es Cliff Asness von der Quantfirma AQR auf den Punkt. Niemand bei Verstand kann behaupten, dass ein mit Krediten gehebeltes Aktienportfolio in Private Equity weniger riskant sein soll als öffentlich gehandelte und damit liquidere Aktien. Nur auf die Volatilität als Risikokennzahl fixierte Institutionelle und ihre Consultants sind dazu fähig.

Den wahren Wert eines Private Equity Investments sieht man erst, wenn die gekauften Firmen verkauft werden und die Investoren das Geld zurückerhalten. Hier hat die Private Equity Industrie auch eine so raffinierte wie inestuöse Lösung gefunden. Laut Empirical Research werden mittlerweile 42% aller aus Private Equity Besitz verkauften Firmen von anderen Private Equity Fonds gekauft; die eine Hand wäscht die andere. Dieses Ringel-Reihe-Spiel war solange möglich, weil die Zinsen auf das eingesetzte Fremdkapital über die letzten 30 Jahre immer günstiger wurden und sich somit die Private Equity Gesellschaften dank Krediten und Mittelzuflüssen die Unternehmen zu immer höheren Preisen weiterverkaufen konnten. Dieses Umfeld hat sich seit dem letzten Jahr aber wegen des Zinsanstiegs massiv verschlechtert (siehe Grafik unten).



Die Graphik zeigt die Zinsrate einer US-Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 3 Monaten von 1979-2022. (Quelle: St. Louis FED <https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS#>)

### **Wo liegt der marktnahe Wert eines Private Equity Portfolios?**

Laut den aktuellsten Zahlen von Cambridge Associates verloren amerikanische Private Equity Investments im ersten Halbjahr 2022 durchschnittlich gerade mal 5%, während der S&P 500 über 20% im Minus notierte. Kann es sein, dass die Firmen im Besitz von Private Equity viel robuster sind und weniger vom Wirtschaftszyklus abhängen?

Laut Empirical Research liegt der Anteil des Technologiesektors bei Private Equity mit rund 36% doppelt so hoch wie im amerikanischen Small-Cap-Markt. Der Technologiesektor ist von Natur aus eher zyklisch, es kann also nicht sein, dass Private Equity Firmen als Ganzes weniger zyklisch sind als die kotierten Unternehmen.

Wenn man die Renditen des Small-Cap-Index Russell 2000 und die des NASDAQ Small Cap Technology Index betrachtet, standen diese bei miesen -20.5% und -35.8% für das Jahr 2022. Die Rendite von Private Equity als Industrie sollte also irgendwo in der Mitte liegen, wenn die Firmen etwa die gleichen Charakteristika wie diese Aktienindizes aufweisen.

Anzeichen dafür gibt es. Wie der Stratege Chris Wood von Jefferies berichtet, werden Private Equity Funds mit Lockups derzeit zu Discounts von rund 20% zum offiziellen NAV gehandelt. Diese Marktpreise auf dem Sekundärmarkt dürften der Realität näherkommen als die offiziellen Preise der Fondsanbieter. Die grosse Gefahr eines zu hoch ausgewiesenen NAV ist jedoch, dass damit in der Krise der Anreiz steigt, die geschönten Preise für Rücknahmen zu nutzen. Damit erklärt sich der jüngste Run zur Rückgabe von Anteilen des Blackstone Real Estate Trust.

### **Schulden: Der Segen wird zur Achillesferse**

Die eigentliche Achillesferse von Private Equity ist jedoch die hohe Schuldenaufnahme, die wesentlicher Teil des Geschäftsmodells ist. Diese Strategie hatte 40 Jahre lang durch fallende Zinsen Rückenwind. 2022 sind die Zinsen weltweit stark angestiegen. Was hat diese Tatsache für einen Einfluss auf den Sektor?

Unternehmen aller Art konnten enorm stark von den historisch tiefen Zinsen profitieren, sowohl private wie börsennotierte Unternehmen. In einem kleinen Detail liegt aber der Hund begraben: Börsennotierte Unternehmen nutzten die tiefen Zinsen dazu, sich eher langfristig zu finanzieren, die durchschnittliche Laufzeit ihrer Schulden liegt bei zirka acht Jahren.

Private Equity Firmen haben sich dagegen nur sehr kurzfristig finanziert, da dort die Zinsen tiefer waren. Rund 80% aller Schulden von Private Equity Firmen sind entweder variabel verzinst oder weisen eine Laufzeit von weniger als einem Jahr auf. Aus diesem Grund werden die gestiegenen Zinsen sehr viel schneller zum Problem bei Private Equity als bei kotierten Unternehmen. Am Markt werden Leveraged Loans, also Darlehen an hochverschuldete Firmen im Besitz von Private Equity, derzeit mit erdrückenden Dollar-Zinsen von 9% gehandelt. Der Markt für diese Ramschpapiere ist wegen renditehungriger Investoren in den letzten Jahren auf 1430 Milliarden Dollar angeschwollen.

### **Der schwerste Rucksack von allen**

Es kommt aber noch schlimmer: nicht nur sind Private Equity Firmen kurzfristiger finanziert, sie tragen auch noch eine massiv höhere Schuldenlast als Firmen an der Börse. Eine Analyse von Empirical Research hat ergeben, dass das Verhältnis der Schulden zum Bruttocashflow (Ebitda) bei Private Equity Unternehmen durchschnittlich bei über 5.5x liegt. Zum Vergleich beläuft sich die Schuldenlast im breiten Russell-2000-Index auf 4x und im S&P 500 auf passable 1.3x Ebitda.

Wie wir jetzt gesehen haben, ist Private Equity als Sektor eher zyklischer, höher verschuldet und kurzfristiger finanziert als öffentlich handelbare Unternehmen. Wie kann es also sein, dass die Renditen dieser privaten Aktienfonds im letzten Jahr trotzdem so viel besser gewesen sein sollen als die der öffentlichen Börsentitel? Besteht der Private Equity Sektor wirklich aus einem Haufen begnadeter Stock Picker und Unternehmens-

sanierter oder handelt es sich eher um eine Art stilles Einverständnis zwischen gebührenkassierenden Anbietern und volatilitätsscheuen Grossinvestoren, es bei der Preisermittlung nicht so genau zu nehmen?

Ein spektakulärer Kollaps vieler dieser schuldenfinanzierten Vehikel in naher Zukunft würde uns nicht überraschen, samt einer gewaltigen Verkaufspanik ihrer Investoren. Doch wegen der üblichen Lockups in Private Equity Fonds werden viele Institutionelle in der nächsten Krise zuerst verkaufen, was sie noch verkaufen können, nämlich börsengehandelte Aktien, anstatt dem, was sie eigentlich zuerst verkaufen sollten: Überbewertete und zu stark gehebelte Private Equity Investments.

Eine solche notgetriebene Verkaufswelle bei liquiden Publikumsaktien braucht uns Value-Investoren jedoch nicht zu beindrucken: Volatile Kurse sind in unseren Augen nicht das Risiko eines Investments. Hat eine Firma eine starke Bilanz und erzielt sie hohe Free Cashflows, so sind tiefere Preise ihrer Aktien kein Fluch, sondern sein Segen, den wir gerne zu Nachkäufen nutzen. (lia und pfr)



## Aktien PlusMinus

# Was wir kaufen und verkaufen



Livio Arpagaus  
Aktienanalyst

### + Sprott Physical Uranium Trust

Um unseren Rohstoffteil im Quantex Multi Asset noch breiter zu diversifizieren, haben wir den Sprott Physical Uranium Trust gekauft. Somit sind wir in 15 unterschiedliche Rohstoffe gleichgewichtet investiert. Beim Trust handelt es sich um eine Beteiligungsgesellschaft, welche ihr gesamtes Kapital in physisches Uranoxid investiert, genannt «Yellowcake», und dadurch den Uranpreis widerspiegelt. Das gekaufte Uran wird in Aufbereitungsanlagen in Kanada, den USA und Frankreich gelagert. Uran ist mangels Liquidität nicht über Futures zu kaufen und deshalb glauben wir, dieses Vehikel ist die beste Lösung zur Abdeckung dieses Energierohstoffs.

Obwohl es sich bei diesem Investment primär um eine Diversifikation des Rohstoffteils handelt, sind wir positiv für den Uranpreis gestimmt. Sinkende Lagerbestände der Atomstromerzeuger und der erfolgte Verbrauch alter Bestände von einst waffenfähigem Uran aus dem Kalten Krieg stehen einer steigenden Nachfrage durch den Bau neuer Kraftwerke gegenüber, selbst Japan fährt stillgelegte Atomkraftwerke wieder hoch. Gleichzeitig ist die Mehrzahl der Uran-Minenprojekte bei einem Preis von unter 50 Dollar pro Pfund nicht profitabel. Dieses Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage sollte längerfristig zu höheren Uranpreisen führen.



Moritz Nebel  
Aktienanalyst

### – Fidelity National Information Services

Im Januar haben wir die Aktien von Fidelity National Information Services verkauft. Die US-amerikanische Firma bietet Zahlungsabwicklungslösungen und Bankensoftware an. Die letzten Quartalszahlen waren schlechter als erwartet, vor allem die Margen enttäuschten. Wir mussten unseren fairen Wert daraufhin reduzieren. Da die Aktie nach Bekanntgabe der Zahlen jedoch stark einbrach, war sie immer noch günstig und blieb im Portfolio. Seitdem hat sich der Kurs erholt und die Aktie war nicht mehr weit von unserem geschätzten fairen Wert entfernt. Hinzu kommt, dass die Bilanz nicht so gut ist, wie wir es gerne hätten. Die Nettoverschuldung beträgt stattliche 17 Milliarden Dollar. Davon sind 12% variabel verzinst und in den nächsten beiden Jahren werden 5 Milliarden Dollar fällig. Bei einem erwarteten freien Cashflow von etwa 3.5 Milliarden Dollar muss einiges davon gerollt werden, wenn wie bisher 2.5 Milliarden Dollar an die Aktionäre ausgeschüttet werden sollen. Sollten sich die Cashflows in nächster Zeit nicht stark verbessern, muss die Firma entweder viel mehr Zinsen für die gerollten Schulden bezahlen oder die Ausschüttungen streichen. Noch ist der Anleihenmarkt gelassen, doch die stark steigenden Zinsen erhöhen das Potenzial für böse Überraschungen. Vorsichtshalber verkaufen wir deswegen die Aktie, auch wenn sie noch etwas unter unserem geschätzten fairen Wert notiert.

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

## Quant Corner

Bewertungsdatum: 7. Februar 2023

## Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Carlo Gavazzi	Maschinen	10	6.3%	3.9%
Glencore	Bergbau	8	7.0%	5.6%
Mikron	Werkzeug	6	12.3%	2.3%
Holcim	Baumaterialien	6	5.9%	4.0%
Novartis	Pharma	4	6.1%	3.9%

## S&amp;P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Marathon Oil	Öl & Gas	9	20.8%	1.2%
Chevron	Öl & Gas	7	12.0%	3.3%
PulteGroup	Hausbau	7	3.8%	1.1%
Abbvie	Pharma	6	7.0%	3.9%
Aflac	Versicherungen	6	10.9%	2.3%

## Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Boliden	Bergbau	10	3.8%	5.8%
Yara	Chemie	10	2.3%	8.9%
Glencore	Bergbau	8	7.0%	5.6%
Man Group	Finanzdienstl.	8	18.3%	4.2%
Bayer	Pharma	7	3.5%	3.4%

## Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Supalai	Hausbau	10	8.1%	6.0%
Gerdau	Eisen & Stahl	9	24.8%	11.7%
African Rainbow	Bergbau	9	4.7%	11.5%
Jumbo	Spielzeug	8	9.4%	4.6%
Indo Tambangraya	Kohle	8	69.9%	21.1%

**Goldminen**

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Centamin	Ägypten	8	0.3%	5.8%
Pan African Res	UK	7	6.9%	5.3%
Perseus Mining	Australien	6	13.9%	1.1%
Torex Gold	Kanada	6	16.3%	0.0%
Dundee Precious	Kanada	5	20.1%	2.6%

**Achtung, gefährliche Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
MGM-Resorts	Hotels	-8	5.4%	0.0%
General Electric	Konglomerate	-7	2.6%	0.4%
Vestas Wind	Energie.	-7	-4.5%	0.2%
Kudelski	Software	-7	6.5%	2.0%
Orezone Gold	Goldminen	-6	-34.8%	0.0%

**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-	6.2.2023	<b>402.66</b>	+5.7%
		EUR -R-	6.2.2023	<b>253.89</b>	+4.4%
		USD -R-	6.2.2023	<b>268.52</b>	+5.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -S-	6.2.2023	<b>123.25</b>	+3.1%
		EUR -S-	6.2.2023	<b>134.34</b>	+1.9%
		USD -S-	6.2.2023	<b>118.10</b>	+3.0%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	6.2.2023	<b>244.25</b>	+3.4%
		USD -R-	6.2.2023	<b>110.39</b>	+3.0%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	6.2.2023	<b>216.48</b>	+5.7%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	6.2.2023	<b>2.02</b>	+4.5%
		CHF -3a-	6.2.2023	<b>1.57</b>	+4.5%

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

