



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Ein bekanntes Problem von Large Language Modells wie ChatGPT ist, dass sie die jeweils wahrscheinlichste Wortfolge finden. Das Modell konzentriert sich auf die häufigsten Resultate in der Mitte der Wahrscheinlichkeitsverteilung. Darum wirken die Antworten meist so öde und sterbhaft. Wird damit wiederum das Internet abgefüllt, gehen randständige oder originelle Ansichten zunehmend verloren. Im Extremfall führt dies zum Kollaps des Modells, da es sich immer mehr aus selbst verengten Ansichten aus der Mitte speist und die Fähigkeit zur Realitätsabdeckung verloren geht. Das ist womöglich auch ein Problem in der Politik, wo abweichende Meinungen vom Mainstream je länger je mehr als «Desinformation» verboten werden sollen. Doch die Form der Wahrscheinlichkeitsverteilung beinhaltet wesentliche Information für die Entscheidungsfindung, nicht nur der Mittelpunkt. Ein breiter gesellschaftlicher Diskurs erscheint mir deshalb wichtig. Beim Investieren ist der verengte Blick auf den wahrscheinlichsten Fall definitiv ein Problem. Momentan werden wir wieder überschüttet mit faden Ausblicken fürs neue Börsenjahr mit dem üblichen 10% Kursanstieg für Aktien. Dabei ist das Studium der Extremszenarien viel sinnvoller: ein neuer Inflations- und Zinsschub wegen expansiver Fiskalpolitik zum Beispiel oder aber eine Kreditkrise mit Massenpleiten und Rezession. Frieden in der Ukraine oder der Ausbruch eines neuen Krieges sind auch denkbar. Für solche Fälle sollten Anleger mental vorbereitet sein. Wenn es dann doch wieder einfach plus 10% werden, halb so schlimm.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die unnötigen Aktien	1
Aktien PlusMinus: Fortinet und Signet Jewellers	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Die unnötigen Aktien

Der Gegensatz zwischen Value und Growth spielt aus der Sicht vieler Investoren und Kommentatoren eine grosse Rolle. In der Praxis stellt sich die Frage, ob es diesen Gegensatz überhaupt gibt. Eine Kategorie von Aktien erscheint jedoch unnötig, obwohl sie in vielen Indexprodukten und Depots vorkommen: hoch bewertete Aktien ohne Wachstum.

Journalisten und Politiker konstruieren gerne Gegensätze, wo die Grenzen in der Praxis total unscharf verlaufen: Die Reichen und die Armen, Schwarz oder Weiss und so weiter. Dualistische Gegensätze geben einfach bessere Stories ab und verkaufen sich besser.

Bürokraten haben das Problem, Grauverläufe für ihren Arbeitsalltag in fixe Regeln giessen zu müssen, die dann in vielen Fällen total an der Realität vorbeischiessen. Dazu gehören auch die Ersteller von Aktienindizes wie MSCI oder Russell. Diese bieten ganze Paletten von Indizes auf die Anlagestile Value und Growth an. Meist werden dazu scharfe Trennlinien auf Basis von Bewertungskennzahlen wie Kurs-Buch-Verhältnis oder von Wachstumsraten gezogen.

Für Praktiker wie Warren Buffett macht diese konstruierte Dualität keinen Sinn: «Es gibt keinen Unterschied zwischen Value und Wachstum, die beiden Konzepte sind an der Hüfte zusammengewachsen: Wachstum ist immer eine Komponente von Value.»

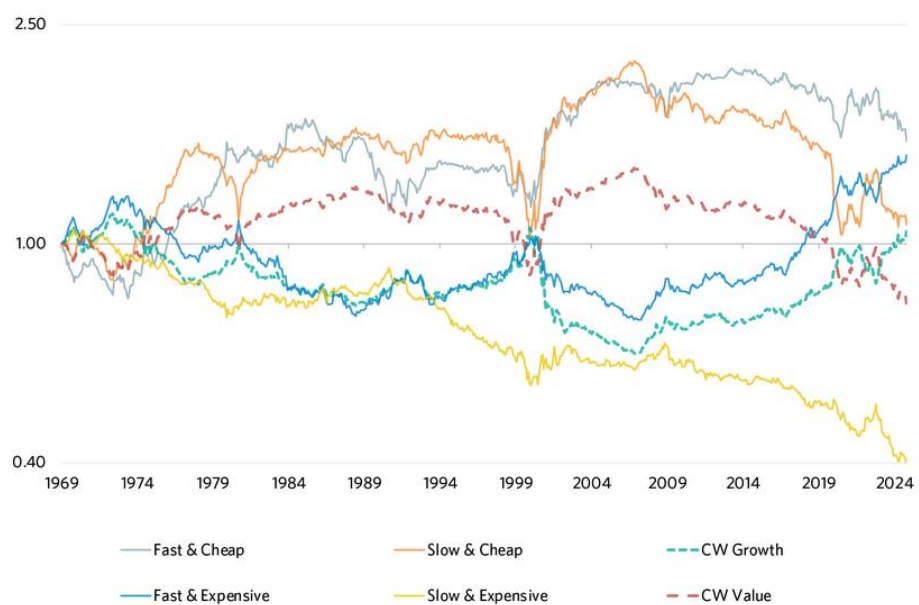
Quantex sieht das genauso wie Buffett, die Wachstumsraten sind eine zentrale Komponente unserer Fair-Value-Schätzungen. Wir definieren Value-Investing dadurch, dass der Preis beim Anlageentscheid eine grosse Rolle spielt.



Der Gegensatz zu Value wären dann eher Anleger, die Aktien nur auf Grund von Stories, Charts oder Glamour auswählen, ganz ohne auf den Preis und damit die Bewertung zu achten.

Rangiert man Aktien nach den zwei Dimensionen Bewertung und Wachstum, ergeben sich statt der simplen Dualität von Value und Growth vier denkbare Varianten: Teure Aktien mit und ohne Wachstum sowie günstige Aktien mit und ohne Wachstum. Die Analysten von Research Affiliates haben genau diese zweidimensionale Einteilung in einer Studie gemacht und die langfristigen Renditen untersucht (siehe [Studie](#)).

Das wenig überraschende Ergebnis dabei: Am besten schneiden langfristig Aktien mit hohem Wachstum und tiefer Bewertung ab. Diese Titel brachten über die untersuchten 55 Jahre eine durchschnittliche Rendite von 11.5% im Jahr (siehe Grafik unten).



Die Grafik zeigt die langfristige relative Rendite verschiedener Kombinationen von günstigen oder teuren Aktien (Cheap/Expensive) und schnell oder langsam wachsenden Titeln (Fast/Slow). Zum Vergleich auch die kapitalgewichteten Benchmarks nur für günstig (CW Value) und nur für Wachstum (CW Growth). (Quelle: Research Affiliates)

Augenfällig in der Grafik ist vor allem die gelbe Linie: Langsam wachsende und gleichzeitig teure Aktien sind langfristig ein miserables Investment. Was intuitiv Sinn macht, zeigt sich auch in der Praxis. Und während die anderen Anlagestile ihre besseren und schlechteren Phasen haben – zum Beispiel in blau die teuren und schnell wachsenden Titel seit 2007 – sind die teuren und lahmen Firmen eigentlich immer eine schlechte Wahl. Ihr einziger Vorzug ist eine etwas tiefere Volatilität als der Gesamtmarkt, doch auch bei Berücksichtigung des Sharpe Ratios bilden sie das Schlusslicht aller Anlagestile.

Es stellt sich die Frage, warum Anleger überhaupt diese unnötigen Aktien kaufen. Research Affiliates liefert keine detaillierten Angaben zum Inhalt der Gruppen. Wir vermuten aber, dass sich darunter viele bekannte Namen befinden. Nestlé zum Beispiel handelte vier Jahren noch bei mehr als 30mal Free Cashflow, obwohl die Firma seit zwei Jahrzehnten zumindest in Franken kein Umsatzwachstum aufweist. Der Nivea-Hersteller Beiersdorf wäre ein ähnliches Beispiel: Ein bekannter Markenname, der den Anlegern Sicherheit verspricht. Doch wenig Wachstum und eine sehr hohe Bewertung führten über die letzten zehn Jahre zu einer miserablen Gesamtrendite mit der Aktie.

Die teuren Schnecken sind vermutlich mehrheitlich solche Titel, welche ihre beste Zeit schon hinter sich haben und nicht mehr wachsen, aber in den Köpfen der Anleger immer noch sehr präsent sind oder einen gewissen Glamour ausstrahlen.

Teure Schnecken mit Glamour

**Die beste Kategorie ist
psychologisch schwierig**

Interessanterweise haben sich die Kurse einiger dieser Titel wie etwa Nestlé oder Unilever jedoch inzwischen so schlecht entwickelt, dass sie aus der langsam wachsenden und teuren Gruppe in die günstige Gruppe gerutscht sind. Ihre Bewertung liegt nun trotz ihren defensiven Qualitäten unter dem Gesamtmarktschnitt. Auch aus absoluter Sicht im Discounted-Free-Cashflow-Modell sind sie interessant geworden und darum in unsere Fonds gekommen. Andere prominente Namen wie Wal-Mart oder Coca-Cola dagegen sind trotz schwachem Wachstum immer noch sehr teuer und damit für uns kein Thema.

Natürlich finden sich zahlreiche günstige Aktien mit wenig Wachstum in unserem Global Value Fund wie zum Beispiel British American Tobacco, Shell oder HP. In den letzten Monaten stark ausgebaut haben wir aber auch Positionen in eher teuren Aktien mit viel Wachstum wie Mastercard, Constellation Software, Wise oder Fortinet. Im Verhältnis zur Höhe und vor allem auch der Stabilität des Wachstums erachten wir diese Titel als attraktiv.

Doch wieso konzentrieren sich nicht alle Anleger auf die historisch beste Kategorie der günstigen Titel mit hohem Wachstum? Der Hauptgrund dafür liegt wohl darin, dass sich darunter fast zwangsläufig viele Unternehmen befinden, wo sich der Markt ernsthafte Sorgen über das zukünftige Wachstum oder sogar die Existenz der Firma macht. Das Image oder die Zukunftsaussichten müssen schlecht sein, dass eine solche Kombination zu Stande kommt. Entsprechend ist es psychologisch nicht einfach, diese Aktien zu kaufen und durch alle Kontroversen hindurch zu halten.

Beim Blick in unsere Fondsportfolios finden sich in dieser Kategorie von günstig und stark wachsend zum Beispiel Aktien wie der Zahlungsdienstleister Paypal, der mexikanische Autoversicherer Qualitas, die südafrikanische Standard Bank oder der Software-Riese Adobe. Nicht gerade eine unumstrittene Gruppe und auch nicht gerade Namen, die ein Berater heute leichten Herzens seinen Kunden oder gar seiner Schwiegermutter empfehlen würde.

Investieren bleibt also schwierig, trotz der überzeugenden und vermeintlich simplen Analyse von Research Affiliates. Was sich vertraut oder als sichere Sache anfühlt, ist oft teuer und damit gefährlich. Und was sich unsicher und riskant anfühlt, ist oft renditemässig vielversprechend, aber psychologisch schwer auszuhalten. (pfr)



Aktion PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Fortinet



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

Fortinet ist mit über 50% Marktanteil der führende Firewall- und Sicherheitssoftware-anbieter. 72% der 2000 grössten Firmen der Welt vertrauen im Bereich Cyber-Security auf Fortinet. Was uns am Unternehmen zusätzlich gefällt, ist, dass es nicht ein reines Softwareunternehmen ist, sondern auch die eigene Hardware bei den Kunden einbaut. Dadurch entstehen zusätzliche Hürden für den Wechsel. Als grösster Anbieter von Sicherheitssoftware sieht Fortinet die meisten Cyber-Attacken und verbessert seine Lösungen ständig. Dadurch profitieren die Kunden vom Netzwerkeffekt, so dass ihre IT nicht derselben Bedrohung ausgesetzt ist wie bei der Konkurrenz.

Fortinet wurde 2000 durch die Brüder Ken und Michael Xie gegründet, welche immer noch als CEO und CTO wie auch als Verwaltungsratsvorsitzender und -präsident agieren. Zusammen halten sie über 15% aller Aktien. Die beiden Brüder sind nicht nur gute Ingenieure, sondern auch gute Kapitalallokatoren: Oft passiert es, dass sie bei tiefen Preisen eigene Aktien zurückkaufen. So auch diesen Herbst, nachdem die Aktie einen Viertel eingebrochen war. Grund für den Einbruch war ein tieferes Wachstum von Software-Abonnements, weil Fortinet einen höheren Fokus auf Profitabilität anstatt Umsatzwachstum legt. Genau solche Firmen mögen wir: Gründergeführte Unternehmen mit guten Bilanzen, Fokus auf Profitabilität und guter Kapitalallokation.

– Signet Jewelers



Moritz Nebel
Aktienanalyst

Signet Jewelers ist mit rund 2600 Läden der grösste Juwelier im mittelpreisigen Marktsegment in den USA. Wir haben die Aktie Anfang des Jahres mit einer freien Cashflow Rendite von rund 15% gekauft. Neben der sehr attraktiven Bewertung sprachen eine schuldenfreie Bilanz mit Netto-Cash und eine gute Kapitalallokation des Managements für die Aktie. Signet konnte im Jahresverlauf trotz US-Zollpolitik und einem schwächelnden Konsumklima die tiefen Erwartungen der Börse übertreffen. In der Folge verdoppelte sich der Aktienkurs. Die Gewinne von Signet sind zyklisch, deshalb waren wir nicht bereit, unsere Schätzungen nach oben anzupassen und haben die Aktie bei unserem geschätzten fairen Wert mit einem ansehnlichen Gewinn von fast 100% innert eines Jahres verkauft.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 9. Dezember 2025

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Mikron	Maschinen	8	11.2%	2.3%
Orell Füssli	Dienstleistungen	8	9.2%	3.8%
Naturenergie	Elektrizität	6	1.3%	2.6%
Novartis	Pharma	6	7.0%	3.3%
St. Galler KB	Banken	5	-	3.5%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Pfizer	Pharma	8	5.4%	6.7%
APA Corp	Öl & Gas	7	9.8%	3.8%
Coterra Energy	Öl & Gas	7	6.0%	3.3%
Regions Financial	Banken	7	-	3.9%
Merck & Co	Pharma	6	4.9%	3.3%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Tenaris	Metallverarb.	8	9.3%	4.3%
Orlen	Öl & Gas	8	11.6%	6.5%
Bankinter	Banken	8	-	4.9%
Ericsson	Telekomm	8	11.7%	3.2%
Bavarian Nordic	Biotech	7	10.8%	0.0%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Orient Overseas	Transport	9	40.9%	12.0%
Magyar Telekom	Telekomm	9	13.4%	13.4%
Caixa Seguridade	Versicherungen	8	7.6%	7.6%
Kingboard Holding	Chemie	8	2.8%	5.0%
Jumbo	Einzelhandel	7	6.0%	3.5%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Thor Exploration	Kanada	11	23.7%	3.2%
AltynGold	UK	10	6.2%	1.0%
Mineros	Kolumbien	9	14.0%	2.7%
Serabi Gold	UK	9	14.5%	1.0%
Perseus Mining	Australien	8	8.0%	1.4%

**Achtung, gefährliche
Bewertungen!**

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden- Rendite
Orior	Nahrungsmittel	-8	-9.3%	0.0%
London Stock Ex	Finanzdienstl.	-7	6.8%	1.6%
Stadler Rail	Maschinen	-7	-7.9%	1.1%
Starbucks	Einzelhandel	-6	2.1%	2.9%
Paramount Skydan	Medien	-6	1.1%	0.3%

**Quantitative Screenings bei
Quantex – Aussieben und Tren-
nen**

Der Quantex R-Wert ist eines von mehreren «Quantitativen Screenings» bei Quantex, um im weltweiten Aktienuniversum vielversprechende Titel zu entdecken. Darauf folgt ein qualitativer Selektionsprozess in Handarbeit. Teilweise fallen dabei die quantitativ am besten bewerten Aktien durch und wir investieren in die kennzahlenmässig nur fast so guten Unternehmen.

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 vier Anlagefonds, wovon alle schon 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.

Anlagefokus	Fondsname	Währung	Datum	NAV	Δ YTD
Anlagen in Aktien weltweit, Value-Style	Quantex Funds – Global Value	CHF -R-	9.12.2025	448.71	+4.6%
		EUR -R-	9.12.2025	300.37	+4.9%
		USD -R-	9.12.2025	343.07	+17.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe, Obligationen und Geldmarkt weltweit	Quantex AIF Funds – Multi Asset	CHF -R-	9.12.2025	134.32	+3.2%
		EUR -R-	9.12.2025	155.44	+3.5%
		USD -R-	9.12.2025	147.56	+16.0%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -R-	9.12.2025	593.77	+110.7%
		USD -R-	9.12.2025	316.36	+141.5%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds – Spectravest	CHF -R-	9.12.2025	2.38	+10.7%
		CHF -3a-	9.12.2025	1.88	+11.3%

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

