



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Investieren in Aktien ist eine Tätigkeit, bei der sich der Erfolg schlecht erzwingen lässt. Wer es zu angestrengt versucht, landet meistens in der Sackgasse: Die Suche nach der nächsten Superaktie wie Amazon oder Microsoft führt zum Kauf von zu vielen Titeln, die einfach eine gute Story erzählen, aber letztlich wie die allermeisten Startups scheitern. Intensive Firmenbesuche und Vor-Ort-Research erhöhen meistens nur die Selbstsicherheit oder eben Selbstüberschätzung des Betreibers als seine wirkliche Prognosefähigkeit. Zu viel Trading und Markt-Timing-Versuche sind ebenfalls eher ein Zeichen von Selbstüberschätzung als ein Erfolgsrezept. Hochgehebelte High-Beta-Aktien können kurzfristig Outperformance bringen, sind auf lange Sicht aber auch nachweislich ein miserables Investment. Und wer sogar das eigene Aktienportfolio mit Krediten hebelt, riskiert plötzlich mit Null dazustehen. Outperformance lässt sich nicht mit der Brechstange erreichen. Meiner Meinung nach geht es wie in der Philosophie des Daoismus mehr darum, dass man sich mit wachem Geist zurücklehnt, die Dinge geschehen lässt und versucht, die größten Fehler zu vermeiden. Gerade in einer spätzyklischen Marktphase wie jetzt kann man besonders viel falsch machen. Viele Unternehmen sind hochverschuldet und die nächste Rezession wohl näher, als der Markt in seiner Boomlaune annimmt. Einfach nichts zu tun und Schaden zu vermeiden, mag frustrierend sein, vor allem für energiegeladene Alpha-Männchen mit starkem Kontrollbedürfnis. Aber es ist oft die bessere Alternative für mehr Alpha.

In dieser Ausgabe

Titelgeschichte: Die negative Kunst des Investierens	1
Aktien PlusMinus: Lagerhäuser der Centralschweiz und Taro ..	4
Quant-Corner	5
Über Quantex	7

Titelgeschichte

Die negative Kunst des Investierens

Bei der Geldanlage wollen alle Anleger besonders clever sein. Wie in vielen Bereichen des Lebens ist es aber oft einfacher, die größten Fehler zu vermeiden anstatt ein optimales Ergebnis anzustreben. Wir zeigen den negativen Ansatz zur Outperformance mit Aktien.

«Es ist erstaunlich, wie weit wir es gebracht haben, indem wir immer nur versuchten, nichts Dummes zu tun, anstatt sehr intelligent zu sein.» Mit diesem Satz fasst Charlie Munger das oft erfragte Erfolgsgeheimnis von Warren Buffett und ihm zusammen. Ihre Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway hat seit 1964 den S&P-500-Index um satte 11% Prozentpunkte im Jahr geschlagen, was über den ganzen Zeitraum aus 1000 Dollar in Berkshire-Aktien sagenhafte 24 Millionen Dollar werden liess.

Natürlich wirkte hier die Magie des Zinseszines bei einer Rendite von 20% über 53 Jahre. Bemerkenswert an dem Ergebnis ist aber auch, dass Munger und Buffett trotz dieses fantastischen Resultats nie eine Superaktie wie Microsoft oder Amazon in ihrem Portfolio gehabt haben, die sich vertausendfacht hätte. Sie haben dafür aber viele Fehler vermieden, die bei anderen Investoren und Konglomeraten zu durchschnittlichen Ergebnissen führen oder an denen sie früher oder später zu Grunde gehen können.

«Man muss immer umkehren», lautete die Maxime des genialen preussischen Mathematikers Carl Gustav Jacobi zur Lösung hochkomplexer Probleme, auf die sich Charlie Munger gerne beruft.



Statt ein Problem vorwärtsgerichtet anzugehen, ist es nach Jacobi oft einfacher, es aus umgekehrter Perspektive anzupacken und zu schauen, was nicht die Lösung sein kann.

Dies gilt nicht nur in der Mathematik, sondern in vielen Bereichen des Alltags. Zur Antwort auf die Frage: «Wie führe ich ein glückliches und erfolgreiches Leben», lassen sich natürlich Unmengen von Büchern mit Handlungsanweisungen füllen. Ein paar ganz einfache negative Grundsätze wie «keine gefährlichen Suchtmittel konsumieren» oder «keine Schulden machen» schliessen aber schon einmal Formen eines praktisch garantiert unglücklichen Lebens aus und sind damit sinnvoller als viele Tipps. Bei der Partnerwahl ist es oft einfacher, sich Gedanken über ein paar grundlegende Eigenschaften zu machen, die der Partner auf keinen Fall haben darf, anstatt sich zu lange über das perfekte Gegenstück den Kopf zu zerbrechen. Will man in einem Betrieb Innovation fördern, ist es meist zielführender, organisatorische Schranken für Innovation zu beseitigen, anstatt diese mit teuren «Innovationsseminaren» erzwingen zu wollen.

Genau so ist erfolgreiches Investieren nach Mungers und auch unserer Überzeugung bei Quantex eine negative Kunst, bei der es mehr darum geht, die schlimmsten Fehler zu vermeiden, anstatt besonders brillant zu sein.

Das beste Beispiel für das negative Prinzip ist eine konsequente Kostenreduktion: Es ist beim Investieren viel einfacher, durch die Wahl geeigneter Vehikel und Depotbanken jährlich 1% Kosten einzusparen anstatt durch cleveres Handeln eine Mehrrendite von 1% herauszuschlagen. Diese Erkenntnis steht hinter dem globalen Trend zu kostengünstigem und passivem Investieren mit Indexfonds und ETF. Man kann damit spielend ein besseres Resultat erreichen als die Mehrheit aller aktiven Fonds. Doch das Problem bleibt, dass man im besten Fall nur die Indexperformance erzielt. Welche Resultate liessen sich erst erreichen, wenn man zusätzlich noch versucht, die besten Aktien in einem Index zu finden oder die schlechtesten zu vermeiden?

Bei Quantex sind wir dem negativen Prinzip verpflichtet und verwenden weder Zeit noch Geld darauf, die nächste Superaktie aufzuspüren. Das versuchen viele Konkurrenten schon mit grossem Aufwand und scheitern meistens dabei. Zu selten sind diese Superaktien, die sich ver Hundert- oder gar vertausendfachen.

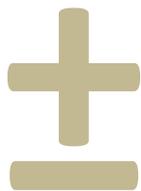
Unser Selektionsprozess ist primär darauf angelegt, all die Nieten und Stinker auszulassen, die am Markt herumgeboten werden. Davon gibt es leider reichlich. Denn schockierende 50% aller Aktien schaffen es gemäss einer Studie von Hendrik Bessembinder auf lange Sicht nicht, überhaupt eine positive Rendite zu erzielen (vgl. Quantex Werte Juni 2017). Während der passive Investor den ganzen Indexkorb kauft, versuchen wir bei der Zusammenstellung unserer Portfolios möglichst wenige Nieten aus der schlechteren Hälfte des Marktes zu erwischen. Mit diesem Ansatz hat der Quantex Global Value Fund seit seiner Auflegung vor bald zehn Jahren den MSCI World Index auch nach Kosten deutlich geschlagen.

Hier also eine einfache Liste der Dinge, die wir NICHT kaufen:

- **Teure Aktien:** Titel mit hohen Wachstumserwartungen sind für uns nicht interessant. Meist ist schon Perfektion eingepreist und eine Enttäuschung früher oder später vorprogrammiert. Langfristige Studien zeigen alle die bessere Performance von günstigen Value-Aktien gegenüber hoch bewerteten Wachstumstiteln. Ausnahmen wie Amazon und andere immer teure Superaktien bestätigen die Regel: Obwohl wir auf diese verzichten, können wir den Markt schlagen, weil wir all die hoffnungslosen Möchtegern- Amazons vermeiden. Wir hegen gewisse Sympathie für GARP-Strategien («Growth At a Reasonable Price»). Warren Buffett nennt dies hervorragende Unternehmen zu einem fairen Preis. Aber wir kaufen nichts, dessen Preis sich nur mit zweistelligen Wachstumsraten über ein Jahrzehnt oder länger rechtfertigen lässt.

- **Neue Firmen:** Neuemissionen kommen meist zu teuer und in euphorischer Grundstimmung auf den Markt, da der Verkäufer den Zeitpunkt bestimmt. Sie sind im Schnitt nachweislich miserable Investments.
- **Firmen ohne Cashflows:** Was keinen Cashflow hat, können wir nicht vernünftig bewerten. Ob Biotech-Forschung, Rohstoff-Exploration oder disruptive Technologien, wir investieren nicht in Startups, da sie ausserhalb unseres Kompetenzbereichs liegen und meist nur überbewertete Lotterielose darstellen. Denn viele Anleger wetten mit solchen Titeln auf den nächsten Hauptgewinn und zahlen folglich zu viel für ihr Ticket.
- **Komplexe Firmen:** Dies geht mit dem obigen Kompetenzbereich einher: Unternehmen, deren Geschäftsmodell oder Buchhaltung wir nicht in nützlicher Frist verstehen, kommen auf den Zu-Schwierig-Stapel und nicht ins Portfolio, auch wenn sie günstig aussehen mögen.
- **Kapitalhungrige Firmen:** Unternehmen, die ständig die hohle Hand machen und neues Aktien- und Fremdkapital aufnehmen, also einen positiven Cashflow aus Finanzierungstätigkeit ausweisen, sind gemäss unseren eigenen Studien miserable Investments ([Link zur Studie](#)). Darunter fallen viele der oben erwähnten Startups, mancher Fall von Buchhaltungsbetrug und viele Titel aus kapitalintensiven Sektoren wie dem Automobilbau.
- **Übernahmehungrige Firmen:** Konzerne, die serienweise grosse Übernahmen tätigen, enden meist als unführbares Flickwerk. Studien von Empirical Research belegen die langfristige Underperformance serieller Akquisiteure.
- **Überschuldete Firmen:** Hohe Schulden sind nicht selten ein Produkt der obigen beiden Aktivitäten. Auch wenn eine Aktie günstig ist, sollte das Unternehmen eine reelle Chance haben, die nächsten zwei oder drei Jahre zu überleben, falls der Kapitalmarkt zwischenzeitlich dicht macht. Viele potenziell lukrative Turnarounds werden durch zu viele Schulden vorzeitig abgewürgt, oder der Niedergang wird durch die drückende Schuldenlast beschleunigt. Die hohe Verschuldung ist wohl einer der Gründe, wieso Aktien mit hohem Beta, also einer überdurchschnittlichen Schwankungsanfälligkeit, auf lange Sicht nachweislich schlecht performen.
- **Hochzyklische Firmen:** Heute Top, morgen Flop, ist das Schicksal vieler hochzyklischer Titel. Entsprechend gut muss das Management und der externe Investor im Timing der Zyklen sein – wir wissen aus Erfahrung, dass wir nicht gut darin sind. Etwas zyklisch darf das Geschäft schon sein, aber dann bitte immer ohne Schulden, welche den operativen Hebel noch mit einem finanziellen Hebel verstärken.
- **Geizige Firmen:** Vor allem in Asien finden wir viele profitable Unternehmen mit viel Netto-Cash in der Bilanz, die den Minderheitsaktionär jedoch nicht am Geldsegen teilhaben lassen. Meist gibt es einen Kontrollaktionär oder eine Firmengruppe wie die koreanischen Chaebols dahinter, welche das Unternehmen auch ohne Mehrheitsbeteiligung faktisch kontrollieren und als privates Sparschwein oder Manager-Lehen nutzen. Wer viel Free Cashflow erwirtschaftet, aber nichts Produktives damit anstellt, kommt nicht in unser Depot.

Die genau gleichen Überlegungen von der negativen Seite her stehen übrigens auch hinter unserer Überzeugung, kein Makro-Investing oder Markt-Timing zu betreiben. Während zahlreiche Studien die Relevanz obiger Selektionskriterien bei Investments in Einzelaktien belegen, gibt es bis heute kaum Hinweise auf makroökonomische oder Markt-Timing-Strategien, die nachhaltig funktionieren. Wo wir keinen Vorteil für uns sehen, überlassen wir das Spielfeld gerne anderen. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen



Markus Rügsegger
Fondsmanager

+ Lagerhäuser der Centralschweiz AG

Die im Jahr 1873 gegründete Lagerhäuser der Centralschweiz AG aus Aarau besitzt eine Vielzahl von Beteiligungen in ganz unterschiedlichen Branchen. Unter anderem ist sie Eigentümerin von Weinkellereien, Autotransportunternehmen, Logistikimmobilien bzw. -dienstleistungen sowie von der Öl-Pool AG, die ihrerseits zahlreiche Unternehmen besitzt.

Die Namenaktien der Gesellschaft werden ausserbörslich (OTC) gehandelt und sind im BEKB OTC-X Top 50 enthalten. Das Handelsvolumen ist auf Grund der Besitzverhältnisse als gering einzustufen, die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs meist sehr hoch.

Auf Basis des letztbezahlten Kurses von CHF 36'500 ergibt sich eine Marktkapitalisierung von 182.5 Mio. Die Rechnungslegung erfolgt nach dem Obligationenrecht (OR), das die Gesellschaft grosszügig zur Bildung stiller Reserven nutzt. Die Bewertung ist mit einer kernsoliden und fast schuldenfreien Bilanz sowie einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von knapp über 10 (auf Basis der nach OR-ausgewiesenen Zahlen) äusserst anspruchslos. Zudem werden die regelmässig hohen freien Cashflows vor allem zur Diversifikation in das Immobilienportfolio investiert, in dem wir hohe Reserven vermuten. Den wirklichen Wert der Aktie setzen wir somit weit oberhalb des momentan gezahlten Aktienkurses an.



Peter Frech
Fondsmanager

– Taro Pharmaceutical

Der Generika-Markt in den USA ist derzeit im rapidem Niedergang begriffen. Durch den verschärften Wettbewerb zahlreicher Neankömmlinge und die beschleunigte Zulassung vieler Generika durch die Behörden sind die Preise im Sinkflug. Die israelische Taro ist zwar schuldenfrei und verfügt über eine Milliarde Netto-Cash. Dieses stattliche Polster liess uns eine Weile an dem Titel festhalten, erlaubt die Bilanz doch das Warten auf bessere Zeiten. Mittlerweile sind die Umsatz- und Margenrückgänge aber so steil zweistellig, dass wir unsere Fair-Value-Schätzung deutlich nach unten revidieren mussten.

Eine Free-Cashflow-Rendite von knapp 8% ist zu wenig für eine Aktie in einem Markt, der sich für geraume Zeit im Niedergang befindet. Die einstige Sicherheitsmarge ist weg. Wir verkauften deshalb die Position mit einem moderaten Verlust von rund 20%.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 13. März 2018

Schweizer Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Bachem Holding	Biotechnologie	7	-1.0%	1.9%
Dätwyler	Elektrocomp.	5	0.4%	1.6%
DDM Holding	Finanzdienstl.	5	14.8%	0.0%
Jungfraubahnen	Transport	5	3.2%	1.4%
Kardex	Maschinen	5	5.3%	2.5%

S&P 500 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Mylan	Pharma	7	4.9%	0.0%
Western Digital	Computer	7	9.9%	1.9%
BorgWarner	Autoteile	6	5.0%	1.2%
LyondellBasell	Chemie	6	7.4%	3.3%
Viacom	Medien	6	5.7%	2.4%

Euro Stoxx 600 Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Berkeley Group	Hausbau	9	16.4%	2.8%
BHP Billiton	Bergbau	6	8.2%	5.0%
Ageas	Versicherungen	6	1.9%	4.9%
Next	Detailhandel	6	7.7%	7.0%
William Hill	Unterhaltung	6	8.7%	3.8%

Emerging Markets Perlen

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
Itausa	Finanzdienstl.	10	3.8%	4.7%
Yuexiu Transport	Transport	10	10.5%	5.4%
Severstal	Eisen & Stahl	10	10.0%	12.4%
Tatneft	Öl & Gas	10	5.8%	8.3%
Assore	Bergbau.	9	12.0%	4.4%

Goldminen

Titel	Land	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
St. Barbara	Australien	8	12.4%	3.6%
Regis Resources	Australien	7	5.8%	5.1%
Ramelius Res	Australien	7	8.4%	0.0%
Highland Gold	Jersey	5	4.2%	6.6%
Comp. Min. Poderosa	Peru	4	16.0%	0.0%

Achtung, gefährliche Bewertungen!

Titel	Sektor	Quantex R-Wert	Free Cashflow / Enterprise Value	Dividenden-Rendite
CJ CGV	Freizeit	-9	-3.1%	0.5%
Tata Communication	Telekommunik.	-9	1.5%	1.0%
ThyssenKrupp	Industrie	-8	-3.2%	0.7%
AMD	Halbleiter	-7	-0.4%	0.0%
Basilea Pharma	Biotechnologie	-6	7.8%	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-	13.3.2018	212.30	+0.6%
		EUR -R-	13.3.2018	120.63	+0.8%
		USD -R-	13.3.2018	138.62	+4.1%
Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen	Quantex Strategic Precious Metal Fund	CHF -A-	13.3.2018	158.71	-4.7%
		USD -A-	13.3.2018	70.46	-1.6%
Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa	Quantex Funds - Nebenwerte	CHF -R-	13.3.2018	211.49	-3.1%
Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets	Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets	CHF	13.3.2018	118.75	+3.2%
Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit	Quantex Funds - Spectravest	CHF -R-	13.3.2018	1.28	-1.0%

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

