



Peter Frech
Fondsmanager

Editorial

Liebe Leserin, lieber Leser

Facebook ging 2012 mit dem Versprechen an die Börse, die Anliegen der Aktionäre zu ignorieren. Oder genauer: Die Anliegen aller Aktionäre ausser die von Gründer Mark Zuckerberg, der dank seinen besonderen Aktien mit Mehrfachstimmen die Firma mit nur 13% des Kapitals kontrolliert. Weitere Tech-Firmen sind diesem Modell gefolgt. Bis heute hat Facebook sein Versprechen gehalten. Auch an der jüngsten Generalversammlung hat Zuckerberg mit seinen Stimmen die Anträge der Publikumsaktionäre abgeschmettert: Weder wird es einen unabhängigen Verwaltungsratspräsidenten über ihm geben, noch wird die zweigeteilte Aktienstruktur aufgehoben. Soweit nichts Neues bei Facebook. Falls Mark Zuckerberg nicht einmal vergisst, seine Stimmen auszuüben, werden Publikumsaktionäre bis in alle Ewigkeit nichts zu sagen haben. Fair genug, jeder weiss, dass man mit einer Facebook-Aktie nichts mitzureden hat, und niemand muss sie kaufen. Oder doch? Passive Indexvehikel kaufen den Titel natürlich trotzdem. Der anhaltende Trend zu Indexprodukten bedeutet letztlich nichts anderes, als dass immer mehr Investoren einfach passiv hinnehmen, was ihnen Altaktionäre oder das Management vorsezen. Der laufende Trend einer Zweiklassengesellschaft bei Börsengängen wird durch die zunehmende Passivität der Anleger und die generelle Unbekümmertheit am Ende eines langen Bullenmarktes genährt. In der nächsten Krise mag sich das ändern – nur für die Aktionäre von Facebook bleibt alles beim Alten.

In dieser Ausgabe

| | |
|--|---|
| Titelgeschichte: Das Spiel ohne Torhüter | 1 |
| Aktien Plus Minus: Persimmon und Mixi | 4 |
| Quant-Corner | 5 |
| Über Quantex..... | 7 |

Titelgeschichte

Das Spiel ohne Torhüter und das unkonventionelle Risiko

Statistische Analysen zeigen, dass Trainer im Mannschaftssport systematische Fehler begehen und lieber konventionell verlieren, als ein unkonventionelles Scheitern zu riskieren – auch wenn Letzteres höhere Siegchancen bringt. Beim Investieren begehen die Anleger oft ähnliche Fehler, besonders die Profis.

Liegt im Eishockey ein Team im Rückstand, ist es eine gängige Taktik, den Torhüter rund eine Minute vor Schluss rauszunehmen und durch einen sechsten Feldspieler zu ersetzen. Das Risiko einer höheren Niederlage ist nach gängiger Meinung die Chance auf einen Ausgleichstreffer und damit Punktgewinn wert.

Zahlreiche statistische Analysen zeigen jedoch, dass die Trainer im Schnitt den Torhüter viel zu spät vom Feld nehmen. Die jüngste Studie von Asness & Brown (2018) kommt sogar zum Schluss, dass das Team mit einem Tor Rückstand optimalerweise den Goalie schon sechs Minuten vor Schluss ersetzen sollte. Bei einem Rückstand von zwei Toren, wäre es bei einer Restspielzeit von 13 Minuten schon Zeit für den Wechsel.

Diese rein statistisch ermittelten Zahlen widersprechen den konventionellen Gebräuchen des Sportcoachings. Auch in anderen Sportarten zeigen Auswertungen, dass die Trainer in der Praxis systematische Fehler begehen: Im Basketball werden zu wenig riskante 3-Punkt-Würfe versucht oder im American Football zu wenige vierte Anläufe unternommen, um die 10-Yard-Marke zu schaffen.



Die interessante Frage ist diejenige nach dem Warum. Offensichtlich ist den Coaches das Gewinnen doch nicht so wichtig, wie man vermuten würde. Im Kern führen alle diese Manöver – den Goalie rausnehmen im Eishockey, Dreipunktwürfe im Basketball usw. – zu einer höheren Varianz des Spielresultats. Entweder, man holt noch auf oder aber geht mit einer noch grösseren Punktedifferenz unter.

Ein Eishockey-Trainer, der bei einem Rückstand von 0:1 den Goalie schon sechs Minuten vor Schluss ersetzt, erhöht zwar seine Chance auf einen Punktgewinn. Gleichzeitig aber erhöht er auch seine Chance, wie ein kompletter Idiot auszusehen, wenn sein Team dann doch mit mehreren Toren Differenz untergeht. Wie andernorts gilt, dass der Fehler einer sichtbaren Entscheidung (das Team geht ohne Goalie unter) mehr Gewicht hat im Urteil der Zuschauer als ein Unterlassungsfehler (das Team lässt den Goalie zu lange drin und verliert am Schluss knapp). Den Eindruck zu hinterlassen, ein «kompetenter und verantwortungsbewusster» Coach zu sein, scheint wichtiger zu sein, als mehr Punkte am Ende der Saison zu haben.

Der Fluch des Karriererisikos

Beim professionellen Investieren gibt es ein ähnliches Karriererisiko: Ganz nach John Maynard Keynes' Diktum ist es für die Karriere meist besser, konventionell zu scheitern, als unkonventionell nach Erfolg zu streben. Folglich ist es für einen gutbezahlten Geldverwalter durchaus sinnvoll, konventionelle und mit dem breiten Konsens übereinstimmende Entscheide zu fällen – auch wenn damit nach Kosten eine moderate Underperformance praktisch garantiert ist. Von der möglicherweise besseren Performance eines unkonventionellen Entscheids hat der Geldverwalter wenig – es ist ja nicht sein Vermögen. Das Risiko, wegen eines solchen «riskanten» Manövers den Job zu verlieren, ist für ihn viel grösser als der potenzielle persönliche Gewinn.

Sechs Konklusionen für Investoren

Selbstverständlich wollen wir Ihnen hier keine Karriere-Tipps geben, sondern Empfehlungen, wie der Anlageerfolg verbessert werden kann:

1. Beim Investieren gilt es immer, das langfristige Ziel und das gesamte Portfolio im Auge zu haben. Ein einzelnes Investment mag so riskant erscheinen wie den Torhüter rauszunehmen, zum Beispiel, weil es sehr volatil ist. Es kann aber gleichzeitig gegenläufig zu anderen Anlagen korreliert sein und damit das Risikoprofil eines Portfolios verbessern. Rohstoffe und Goldminen-Aktien sind solche Anlagen, die für sich gesehen sehr volatil und riskant erscheinen mögen, auf Portfolio-Ebene aber eine sinnvolle Beimischung darstellen.

2. Entsprechend sinnlos und trotzdem bei professionellen Geldverwaltern wie auch Privatkunden sehr verbreitet ist die Gewohnheit, die Entwicklung aller einzelnen Positionen eines Portfolios jeweils intensiv zu besprechen anstatt das Resultat des Ganzen. Machen Sie Ihrem Portfolio-Manager nicht die Hölle heiss, wenn eine einzelne Position gegenläufig zum Ganzen abschmiert – besonders, wenn es sich dabei um eine unkonventionelle Anlage handelt.

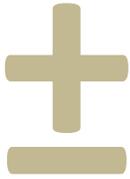
3. Die gleichen zwei Punkte gelten auf der Zeitebene: Anlagen wie Aktien erhöhen kurzfristig die Volatilität, auf lange Sicht aber ganz klar auch die Rendite. Weil jedoch gerade im professionellen Bereich die Portfolios in viel zu kurzen Zeitabschnitten analysiert werden, werden die langfristigen Anlageziele praktisch zwangsläufig verfehlt. Schweizer Pensionskassen halten zum Beispiel viel zu viele «wenig volatile» Anleihen mit Null Rendite und viel zu wenig Aktien. Damit wird sichergestellt, dass das Portfolio auf Quartalsbasis nicht zu stark schwankt und weniger riskant aussieht. Der PK-Manager behält seinen Job. Aber auf lange Sicht ist damit auch garantiert, dass die Sparer keine gute Rendite erhalten werden.

4. Das Eishockey-Beispiel erklärt auch, wieso Value-Aktien in der Regel unpopulär sind: Zum einen handelt es sich meist um angeschlagene Firmen mit offensichtlichen Problemen, die darum so günstig gehandelt werden. Zum anderen sind viele Value-Aktien oft

auch effektiv riskanter als der Marktschnitt, zum Beispiel gemessen an ihrer Volatilität. Aus dieser Problematik für konventionelle Karrieren ergibt sich, dass Value-Titel über die lange Sicht weiter outperformen sollten – schliesslich muss der Käufer dieser Aktien für das Risiko entschädigt werden, für eine Weile wie ein kompletter Idiot auszusehen.

5. Die inzwischen rekordverdächtig lange Underperformance des Value-Stils könnte viel mit dem zeitgleich steigenden Druck zu konventionellem, Index-konformem Investieren zu tun haben. So lange die Anleger ständig Geld aus aktiven Aktienstrategien abziehen und mehr in Indexprodukte investieren, sind unkonventionelle und nicht in Indizes verbreitete Aktien unter Druck. Bis zu dem Punkt, an dem der Geldfluss in passive Vehikel seinen Maximalwert überschreitet – oder aber eine breite Marktverwerfung dazu führt, dass es konventionell wird, seine Aktienanlagen runterzufahren und damit Indexprodukte zu verkaufen. Nach dieser Hypothese sollte das Value-Comeback nach der nächsten grossen Trendwende am Aktienmarkt kommen.

6. Bei der Auswahl eines Geld- oder Fondsverwalters gilt es vorsichtig zu werden, wenn dieser eine sehr konventionelle Anlagestrategie empfiehlt. Meistens wird damit nicht nur ein geringer Mehrwert geboten, sondern das effektive Risiko für die Rendite steigt sogar, wenn der Verwalter nie etwas unkonventionell riskiert. Natürlich gibt es dafür ein gesundes Mass: Es ist nicht ratsam, den Torhüter schon im ersten Drittel rauszunehmen. Aber in der Regel lohnt es sich beim Investieren, etwas unkonventioneller zu agieren, als es gemeinhin als klug gilt. (pfr)



Aktien PlusMinus

Was wir kaufen und verkaufen

+ Persimmon

Persimmon gehört zu den grössten Häuserbauern in Grossbritannien und war das einzige Unternehmen der Branche, welches in der Finanzkrise keine Kapitalerhöhung durchführen musste. Nichtsdestotrotz war Persimmon damals durch die Schulden in die Ecke gedrängt worden. Die Firma hat ihre Lehren gezogen. Wo früher 700 Millionen Pfund Schulden zu Buche standen, findet man heute keine Schulden und über eine Milliarde Pfund Cash. Das Geschäft brummt und die Aktionäre werden fürstlich entlohnt: Zwischen März 2019 und Juli 2020 erhält man auf den jetzigen Kursen voraussichtlich rund 18% Dividende. Persimmon dürfte zudem weniger als andere vom Brexit betroffen sein, weil die Firma praktisch nur ausserhalb der Finanzmetropole London und im Tiefpreissegment tätig ist.



Livio Arpagaus
Aktienanalyst

Wir glauben zwar, dass die künftigen Free Cashflows nicht so gross ausfallen werden wie in den letzten beiden Jahren. Auf normalisierter Basis scheint uns das Unternehmen aber immer noch günstig und die riesige Dividende und die stabile Bilanz sollten als Puffer dienen, falls durch den Brexit doch noch eine Durststrecke kommt.

– Mixi

Wer denkt, das erste Mal sei schwierig, der hat's noch nie ein zweites Mal gemacht. Ich spreche natürlich vom Investieren in ein Unternehmen.

Mixi ist ein japanischer Mobile-Game-Hersteller, der 2014 das Hit-Spiel Monster Strike heraus brachte. Bis heute gilt das Spiel als umsatzstärkstes Mobilspiel aller Zeiten. Mobilspiele haben normalerweise nur eine Lebensdauer von zirka drei bis vier Jahren, bis sie kaum noch gespielt werden. Im Bereich der Multiplayer Games gibt es aber einige Spiele, die über Jahrzehnte eine Fangemeinschaft begeistern konnten und heute noch können. Monster Strike ist ein Multiplayer Game und unsere Hoffnung war es, dass das Spiel länger überleben wird, als der Markt annimmt und/oder Mixi in der Zwischenzeit ein neues Hit-Spiel entwickelt. Gleichzeitig besass Mixi eine superbe Bilanz, zahlte eine ordentliche Dividende, kaufte eigene Aktien zurück, war enorm günstig bewertet und wurde vom Gründer mit einer grossen Aktienbeteiligung geführt. Wir sahen also einen guten Value Case und investierten das erste Mal im Sommer 2016 in das Unternehmen. Das Investment entwickelte sich gut und ein Jahr später verkauften wir zufrieden.

Und jetzt das verflixte zweite Mal: Kaum ein halbes Jahr später war das Unternehmen wieder günstig zu haben. Die Situation hatte sich nicht wirklich verändert, und deshalb investierten wir kurzerhand wieder. Nun kam alles anders: Die Gewinne brachen 2018 stark ein. Mixi versuchte verzweifelt, in andere Segmente zu diversifizieren. Was uns aber besonders störte, war, dass das Management den hohen Cashbestand (90% der Marktkapitalisierung ist Netto-Cash) nicht wirklich aktiv einsetzen wollte. Enttäuscht über die ganze Situation, haben wir im Mai die Position mit einem satten Verlust verkauft.

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

Quant Corner

Bewertungsdatum: 12. Juni 2019

Schweizer Perlen

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|----------------|----------------|----------------|----------------------------------|--------------------|
| Tornos | Maschinenind | 7 | 10.8% | 5.2% |
| Kardex | Maschinenind. | 5 | 3.6% | 2.3% |
| Landis+Gyr | Energietechnik | 5 | 4.8% | 3.1% |
| Roche | Pharma | 5 | 6.3% | 3.2% |
| Bellevue Group | Banken | 4 | - | 5.3% |

S&P 500 Perlen

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|------------|----------------|----------------|----------------------------------|--------------------|
| PulteGroup | Hausbau | 8 | 12.3% | 1.2% |
| Synchrony | Finanzwesen | 7 | - | 2.5% |
| BorgWarner | Autoteile | 6 | 6.2% | 1.7% |
| Celgene | Biotechnologie | 6 | 8.3% | 0.0% |
| Discovery | Mediaen | 6 | 7.4% | 0.0% |

Euro Stoxx 600 Perlen

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|-------------|----------------|----------------|----------------------------------|--------------------|
| Micro Focus | Software | 9 | 6.3% | 5.4% |
| Signify | Elektrocomp. | 8 | 9.3% | 5.1% |
| KGHM | Bergbau | 8 | 4.3% | 0.0% |
| Persimmon | Hausbau | 7 | 11.8% | 11.4% |
| Mowi ASA | Nahrungsmittel | 7 | 2.6% | 5.0% |

Emerging Markets Perlen

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|-------------|------------|----------------|----------------------------------|--------------------|
| DCM Shriram | Chemie | 10 | 4.1% | 1.5% |
| Assore | Bergbau | 10 | 8.9% | 6.1% |
| Chong Hong | Immobilien | 10 | 19.1% | 7.3% |
| SABESP | Wasser | 9 | 8.7% | 3.0% |
| Gazprom | Öl & Gas | 9 | 10.3% | 7.7% |

Goldminen

| Titel | Land | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|-----------------|-------------|-----------------------|---|---------------------------|
| Highland Gold | Russland | 7 | 7.2% | 4.4% |
| Polymetall | Russland | 7 | 2.5% | 4.2% |
| Centerra Gold | Australien | 6 | 5.6% | 0.0% |
| Polyus Gold | Russland | 5 | 4.3% | 4.9% |
| Regis Resources | Australien | 5 | 5.8% | 5.0% |

Achtung, gefährliche Bewertungen!

| Titel | Sektor | Quantex R-Wert | Free Cashflow / Enterprise Value | Dividenden-Rendite |
|-------------------|----------------|-----------------------|---|---------------------------|
| ThyssenKrupp | Eisen & Stahl | -8 | -3.8% | 1.2% |
| Basilea Pharma | Biotechnologie | -8 | -8.6% | 0.0% |
| Iamgold | Goldminen | -7 | -20.1% | 0.0% |
| Noble Energy | Öl & Gas | -6 | -5.4% | 2.1% |
| Sunrise Communic. | Telekomm | -5 | 7.9 | 5.9 |

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- | 13.6.2019 | 214.20 | +4.4% |
| | | EUR -R- | 13.6.2019 | 124.61 | +4.2% |
| | | USD -R- | 13.6.2019 | 132.99 | +3.7% |
| Anlagen in physische Edelmetalle, Gold- und Silberminen | Quantex Strategic Precious Metal Fund | CHF -R- | 13.6.2019 | 160.84 | +6.7% |
| | | USD -R- | 13.6.2019 | 67.82 | +5.8% |
| Anlagen in Nebenwerte in der Schweiz und Europa | Quantex Funds - Nebenwerte | CHF -R- | 13.6.2019 | 186.41 | +3.5% |
| Anlagen in Schwellenländer und Frontier Markets | Quantex Funds – Emerging & Frontier Markets | CHF | 13.6.2019 | 98.05 | +7.0% |
| Anlagen in Aktien, Rohstoffe und Edelmetalle weltweit | Quantex Funds - Spectravest | CHF -R- | 13.6.2019 | 1.19 | +3.3% |
| | | CHF -3a- | 13.6.2019 | 0.92 | +3.3% |

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

