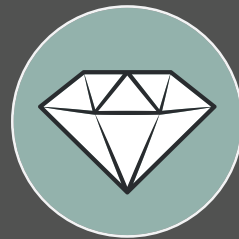
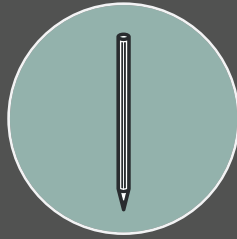




QUANTEX AG

EINE AKTIENMARKTSTUDIE DER QUANTEX AG



**MANAGER KÖNNEN
NICHT MIT GELD UMGEHEN**



DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

- Manager können schlecht mit Geld umgehen – so lautet das Fazit einer Aktienmarktstudie von Quantex. In den letzten 15 Jahren erzielten diejenigen Unternehmen die besten Gesamtergebnisse, welche möglichst viel Cash aus ihrer Hand an die Aktionäre und Schuldner zurückzahlten.
- Besonders miserabel schnitten dagegen Firmen ab, die netto vom Markt Geld aufnahmen.
- Unsere Studie zeigt, dass eine durchschnittliche Überrendite von 3-4% pro Jahr erzielt wurde, wenn man nur solche Unternehmen berücksichtigt, bei denen dem Management am meisten Geld aus den Händen fließt.
- Der mehrfach preisgekrönte Quantex Global Value Fund berücksichtigt diese Erkenntnis bei der Titelselektion.

MANAGER KÖNNEN NICHT MIT GELD UMGEHEN

Keine Woche ohne grössere Übernahme: Pfizer übernimmt Allergan für 184 Milliarden Dollar, AB InBev zahlt USD 106 Milliarden Dollar für SABMiller, Shell offeriert 70 Milliarden Dollar für die BG Group. Die Frage drängt sich jedoch auf, ob solche Übernahmen (Englisch: Mergers & Acquisitions, kurz M&A) den Aktionären helfen oder schaden. Ist es sinnvoll, Geld in Übernahmen zu investieren oder wäre eine andere Verwendung aus Aktionärs-sicht erstrebenswerter?

Einige empirische Studien haben bereits festgestellt, dass Aktien mit hohen Ausschüttungen in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen langfristig den Markt schlagen. Doch wir gehen noch einen Schritt weiter und wollen untersuchen, wie sich Geldrückzahlungen nicht nur an die Aktionäre, sondern auch an die Schuldner auf die Performance von Aktien auswirken, ganz nach dem Motto: Soll dem Management überhaupt noch Geld zum Spielen überlassen werden?

Das Fazit der Quantex-Studie: Je weniger, desto besser. Im langfristigen Vergleich liefern diejenigen Aktien die besten Gesamtrenditen für den Investor, aus denen im Verhältnis zum Unternehmenswert (Enterprise Value EV) möglichst viel Geld an die Kapitalgeber abfließt.

Was tun mit dem Geldfluss?

Ein Problem vieler Konzernführer ist das überschäumende Bargeld. Die freien Cashflows der Unternehmen sind im historischen Vergleich sehr hoch. Ein Luxusproblem, möchte man meinen. Doch für die langfristige Entwicklung eines Unternehmens und seines Aktienkurses ist die Allokation von Kapital absolut entscheidend.

Grundsätzlich bestehen zwei Optionen: Mehr Investitionen tätigen, zum Beispiel direkt ins eigene Geschäft oder durch eine Akquisition. Oder Geld an die Kapitalgeber zurückzahlen in Form von Dividenden, Aktienrückkäufen oder der Rückzahlung von Schulden.

Schulden zurückzuzahlen ist bei einer mässigen Schuldenlast im heutigen Tiefzinsregime nicht unbedingt eine ideale Methode, um Wert zu schaffen, da die durchschnittlichen Kapitalkosten mit zu viel Eigenkapital erhöht würden. Die Option, das Geld den Aktionären zufließen zu lassen, wird bereits ausgiebig durch Dividenden und Aktienrückkäufe genutzt. Auch wenn in absoluten Zahlen zurzeit neue Rekorde bei den Ausschüttungssummen erzielt werden, ist die Ausschüttungsquote nicht sehr hoch, da die Gewinne gleichzeitig auch gestiegen sind.

Aktivismus verkauft sich besser

Ein Grund, weshalb nicht mehr von den flüssigen Mitteln ausgeschüttet wurden, besteht in der Furcht der Manager, als ideenlos angesehen zu werden. Einige Marktteilnehmer behaupten, eine hohe Ausschüttungsquote zeige, dass das Unternehmen keine Investitionsmöglichkeiten mehr finde. Aus dieser Argumentation heraus lassen sich viele Manager zu übermässigem Aktivismus verleiten. Sie verwenden das angehäuften Geld für meist sehr kostspielige Übernahmen. Solche Übernahmen kommen meist zum falschen Zeitpunkt, nämlich auf der Spitze eines zyklischen Aufschwungs (siehe Abbildung 1).

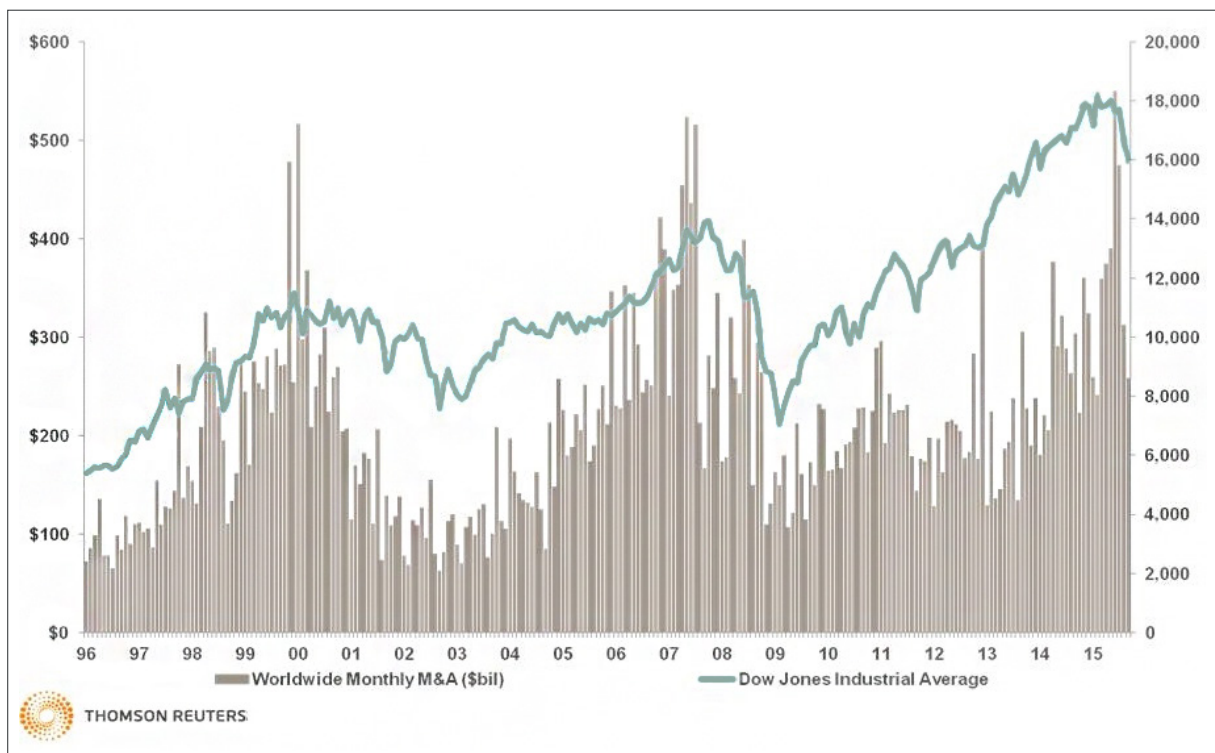


Abbildung 1 zeigt die weltweiten monatlichen Übernahmeaktivitäten (graue Balken) sowie die Entwicklung des Dow Jones Aktienindex (blaue Linie).

Quelle: Thomson Reuters

Prozyklisches Verhalten wirkt wertvernichtend

Die veranschaulichte Korrelation zwischen hohen Aktienkursen und dem Geld, welches für Akquisitionen verwendet wird, zeigt eindeutig, dass Manager prozyklisch agieren und sehr oft mit ihrem Handeln Unternehmenswert vernichten. Diese These unterstützen Christofferson, McNish und Slas (2004) mit ihrem Befund, dass in 70% der M&A Transaktionen die einkalkulierten Synergien nicht erreicht werden. Dies bedeutet, dass die ohnehin schon rosigen, auf dem zyklischen Hoch getroffenen Schätzungen, zusätzlich noch zu hoch angesetzt werden.

Integration in den Anlageentscheid

Eine solche Erkenntnis kann nützlich sein, lohnt es sich jedoch für den Investor, bei der Titelselektion darauf zu achten? Um diese Frage zu beantworten, haben wir eine Langzeitstudie für den amerikani-

schen und Schweizer Aktienmarkt durchgeführt. Um eine objektive Sichtweise zu erreichen, wurde eine rein quantitative Analyse gewählt. Dabei wurde nur auf eine einzige Kennzahl geachtet, nämlich wie gross der Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten im Verhältnis zum Unternehmenswert ist und wie sich in der Folge der Aktienkurs entwickelt hat.

Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten

Der Cashflow aus Finanzierungstätigkeiten zeigt an, ob ein Unternehmen den Mittelfluss nach Abzug der Investitionstätigkeiten dazu verwendet, Geld an die Kapitalgeber zurückzuzahlen. Da unsere Prämisse besagt, dass es besser ist, wenn mehr Geld dem Unternehmen abfließt, ist eine möglichst negative Zahl wünschenswert. Ein Abfluss besagt, dass das Unternehmen entweder Dividenden ausgeschüttet, netto Aktien zurückgekauft oder netto Schulden zurückbezahlt hat. Die Voraussetzung dafür ist natürlich, dass ein

Unternehmen überhaupt einen freien Cashflow erzielt hat oder über hohe Cashpositionen verfügte. Ein Zufluss aus Finanzierungstätigkeiten hätte die entgegengesetzte Aussage: Das Unternehmen nimmt Geld von Kapitalgebern auf – sei es für Investitionspläne oder zur Deckung eines Lochs im operativen Geschäft.

Da sowohl das Eigenkapital wie auch das Fremdkapital betrachtet wird, wird der Cashflow von Finanzierungstätigkeiten zum Unternehmenswert EV gesetzt. Somit ergibt sich folgende Gleichung:

$$\text{Financing Cash Flow Yield} = \frac{\text{Cash Flow aus Finanzierungstätigkeiten}}{\text{Unternehmenswert}}$$

Hierbei ist ein möglichst negativer Wert wünschenswert.

Vorgehensweise bei der Analyse

Um herauszufinden, ob sich die beschriebene Überlegung auch tatsächlich für den Anleger gelohnt hat, haben wir die Financing Cash Flow Yield

einer 15-jährigen Analyse unterzogen und untersucht, wie sich diese auf den Gesamtertrag für den Aktieninvestor auswirkt. Startzeitpunkt war der 1. Oktober 2000.

Um nur bereits publizierte Cashflow Zahlen zu nutzen, wurden diese jeweils aus dem Geschäftsbericht des vorherigen Jahresabschlusses verwendet. Die erhaltenen Zahlen wurden dann zum Unternehmenswert per 1. Oktober gesetzt und eine Rangliste erstellt. Das ganze Anlageuniversum (S&P 500 für die USA, SPI für die Schweiz) wurde in fünf Quintile aufgeteilt und daraus ein jeweils gleichgewichtetes Portfolio erstellt. Deren Gesamterträge aus Kursentwicklung und Dividenden wurden dann während des folgenden Jahres gemessen. Nach einem Jahr unterzog man den ganzen Benchmark derselben Analyse und formte wieder Portfolios aus dessen Quintilen. Eine Gleichgewichtung wurde gewählt, um die signifikanten Verzerrungen durch Indexschwergewichte wie Nestlé, Roche und Novartis zu eliminieren; der Vergleichsindex wird aber zur Veranschaulichung sowohl gleich- wie marktgewichtet ausgewiesen.

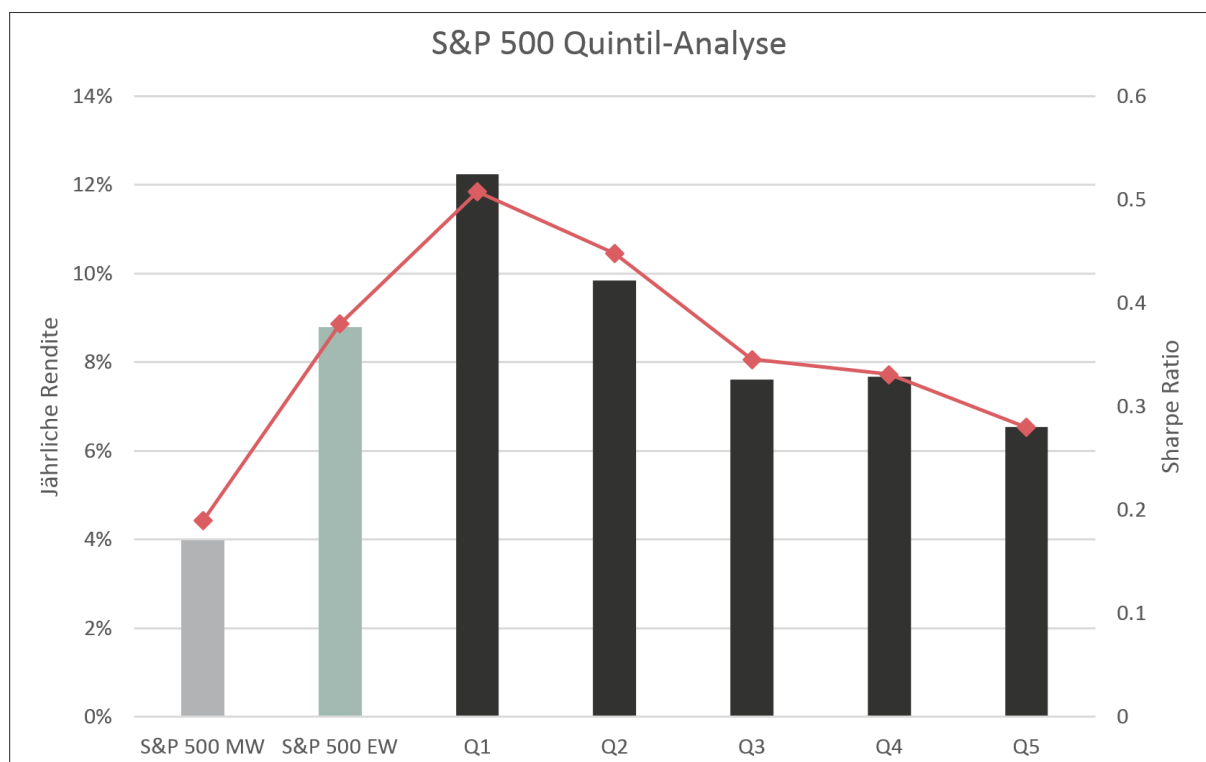


Abbildung 2 zeigt die jährlichen Renditen der einzelnen Quintile nach Financing Cash Flow Yield des S&P 500 markt (MW) - und gleichgewichtet (EW) sowie deren Sharpe Ratios.

Quelle: Bloomberg

3-4% Überrendite bei mehr Geldabfluss aus dem Unternehmen

In Abbildung 2 ist im Quintil 1 (Q1) das Portfolio zusammengesetzt aus den Unternehmen mit den grössten Geldabflüssen. Es ist also ein klarer Trend ersichtlich, dass die Renditen bei Unternehmen mit starkem Kapitalabfluss grösser sind. Dasselbe Phänomen kann in Abbildung 3 auf dem Schwei-

zer Aktienmarkt beobachtet werden. Setzt man sein Geld auf Aktien aus den besten Quintilen, kann in beiden Märkten eine jährliche Mehrrendite von 3.5-4% erwirtschaftet werden – und zwar absolut wie auch risikoadjustiert. Es handelt sich also um pures Alpha.

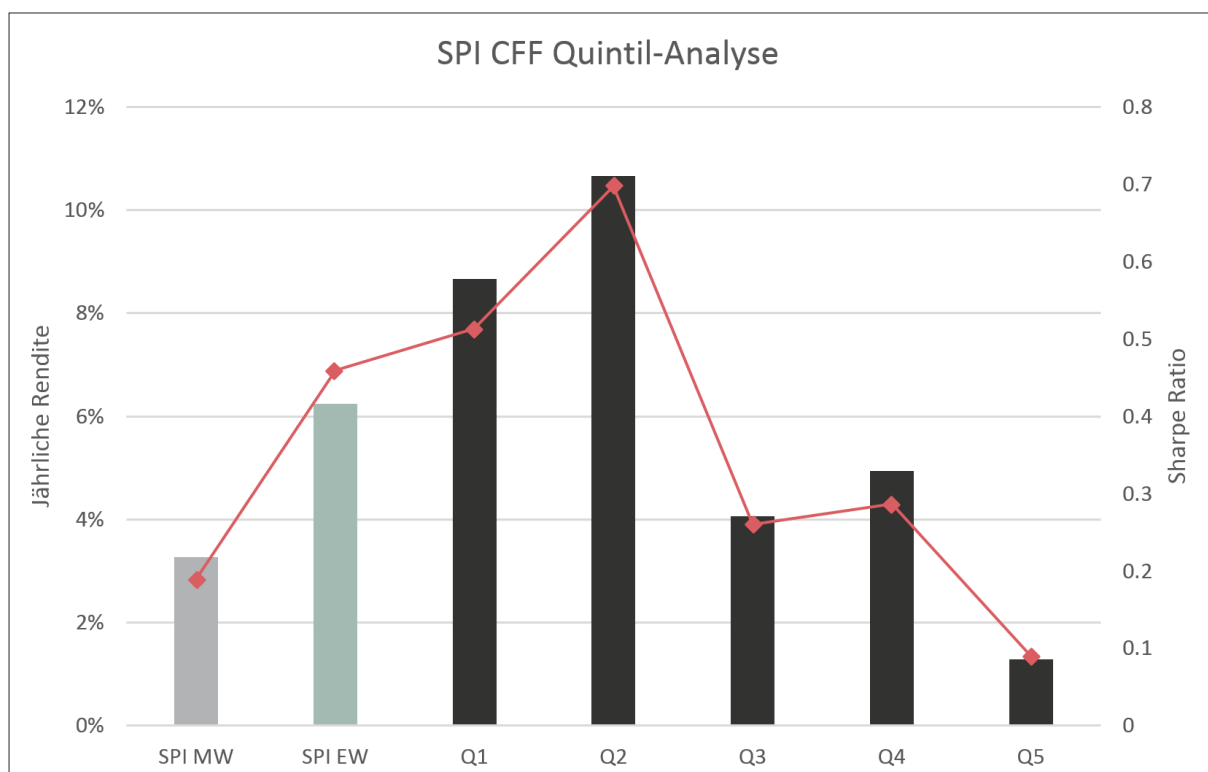


Abbildung 3 zeigt die jährlichen Renditen der einzelnen Quintile nach Financing Cash Flow Yield des Swiss Performance Index markt (MW)- und gleichgewichtet (EW) sowie deren Sharpe Ratios.

Quelle: Bloomberg

Keine Garantie für jährliche Mehrrendite

Bei diesem Selektionskriterium handelt es sich aber nicht um eine Zauberformel, welche jährlich oder sogar monatlich Outperformance generiert. Abbildung 4 stellt klar fest, dass in vier von 15 Jah-

ren der Markt nicht geschlagen wurde. Die wichtigste Komponente für Outperformance ist die Zeit: Nur langfristig kann mit einer grossen Wahrscheinlichkeit eine Überrendite erzielt werden.

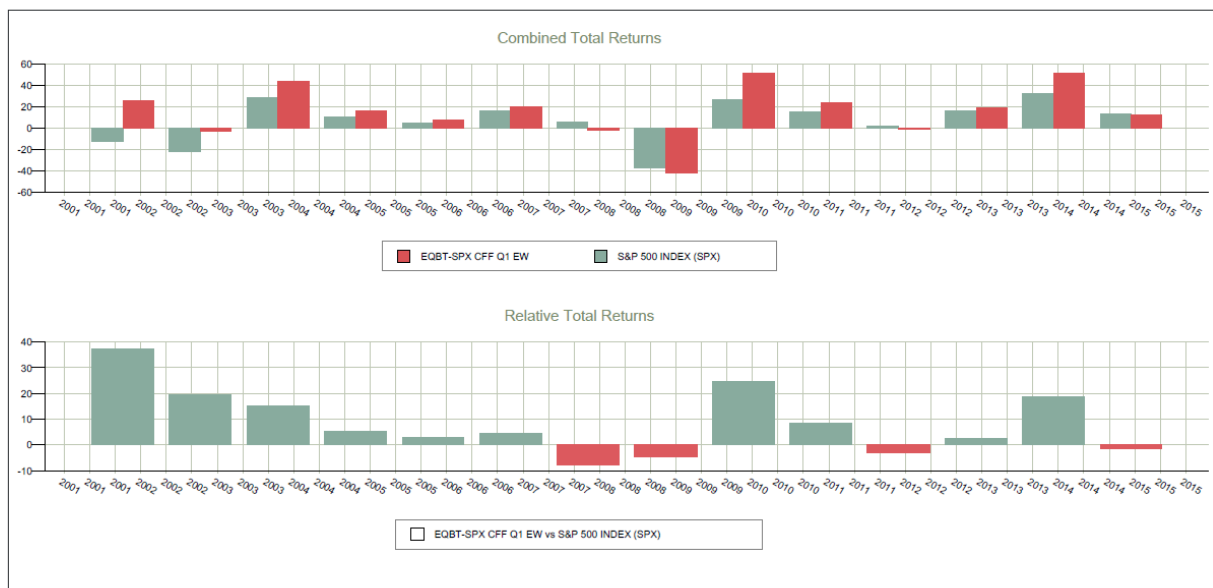


Abbildung 4 zeigt oben die Rendite des besten Quintils nach Cashflow Rendite aus Finanzierungstätigkeiten (rote Balken) sowie des S&P-500-Index. Unten die relative Rendite in Prozentpunkten. Grün zeigte eine Outperformance der Strategie an.

Quelle: Bloomberg

Zusätzliche positive Effekte

Die Analyse bestätigt unsere Annahme, dass es in den meisten Fällen besser wäre, wenn Manager die erwirtschafteten liquiden Mittel nicht für teure Übernahmen verwenden, sondern um Schulden zurückzuzahlen oder es den Aktionären zukommen zu lassen. Mit einer solchen Strategie lässt sich die kontraproduktive Tendenz vieler Manager zum kostspieligen „Empire Building“ verhindern, also dem Bestreben, die eigene Macht und Entlohnung durch den Aufbau eines möglichst grossen Firmenimperiums zu vergrössern. Gleichzeitig wird durch stetige Mittelabflüsse ein gewisser Druck aufgebaut, dass die im Unternehmen verbliebenen Mittel vorsichtig und gutüberlegt investiert werden.

Fokussierung auf das Wesentliche

Bei unserer Untersuchung wurden keinerlei Prognosen gemacht, sondern nur darauf Wert gelegt, was heute bereits ersichtlich ist. Ein weiterer Punkt ist, dass wir den Unternehmenswert in den Mittelpunkt der Analyse stellen, denn nur in dessen Verhältnis kann eine Aussage gemacht werden, wie fleissig das Unternehmen für den Aktionär arbeitet. Gleichzeitig ist die Financing-Cashflow-Rendite zum Unternehmenswert ein Bewertungskriterium, welches wir als preisbewusste Value Investoren benötigen.

Der Quantex Global Value Fund

Mit dem Quantex Global Value Fund betreiben wir seit Jahren einen Aktienfonds, der diese Erkenntnisse in die Praxis umsetzt. Wir suchen Unternehmen, die zuallererst einmal überhaupt Free Cash-flow erwirtschaften, über dessen Verwendung dann geurteilt werden kann. Firmen, die bei Aktionären und Kreditgebern für ihre Wachstumspläne ständig die hohle Hand machen müssen, sind aus dieser Optik generell uninteressant.

Hinzu kommt eine Firmengeschichte, die möglichst nicht von unzähligen Übernahmen, sondern von organischem Wachstum geprägt ist und in der das Management bewiesen hat, dass es überschüssiges Kapital den Schuldnern und den Aktionären in einer intelligenten Art und Weise übergibt. Wir greifen aber nur dann zu, wenn das Unternehmen zu einem sehr günstigen Preis

zu haben ist. Das führt dazu, dass wir meist in Nischen und Regionen des Marktes investieren, welche ausser Mode geraten sind. Dadurch weicht die Fondszusammensetzung von den gängigen Indizes und den Portfolios allzu passiver Investoren ab, was zu einem klaren Diversifikationseffekt für unsere Kunden führt.

Der Erfolg in der Praxis bestätigt die Theorie

Seit Lancierung im Juli 2008 hat der Quantex Global Value Fund nach allen Kosten den MSCI World Index um 20.9% hinter sich gelassen und über die letzten fünf Jahre sogar um 41.5%. Er hat 2015 die Lipper Awards für den europaweit besten Fonds im Bereich „Equity Global“ über 3 und 5 Jahre gewonnen.

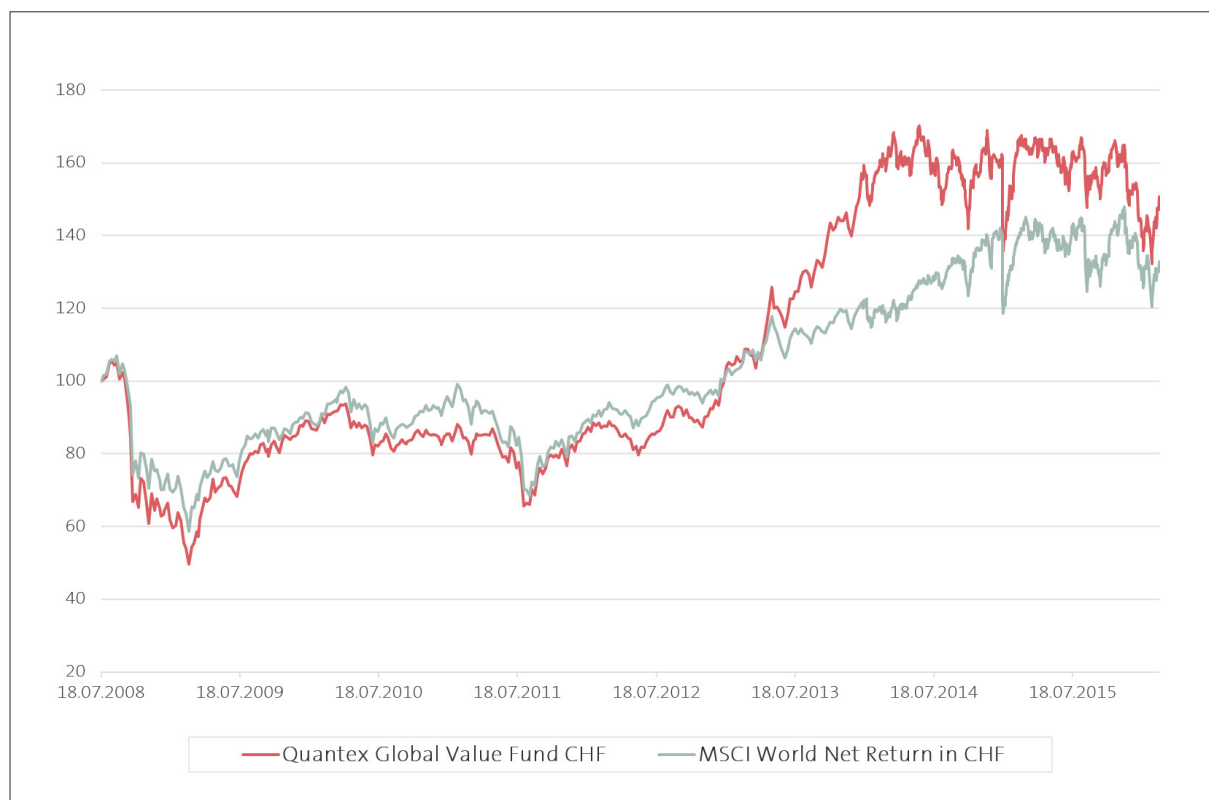


Abbildung 5 zeigt die Wertentwicklung des Quantex Global Value Funds in CHF im Vergleich zum MSCI World Net Return in CHF seit Lancierung des Fonds am 18. Juli 2008.

Quelle: Quantex Data Management

Fondsüberblick

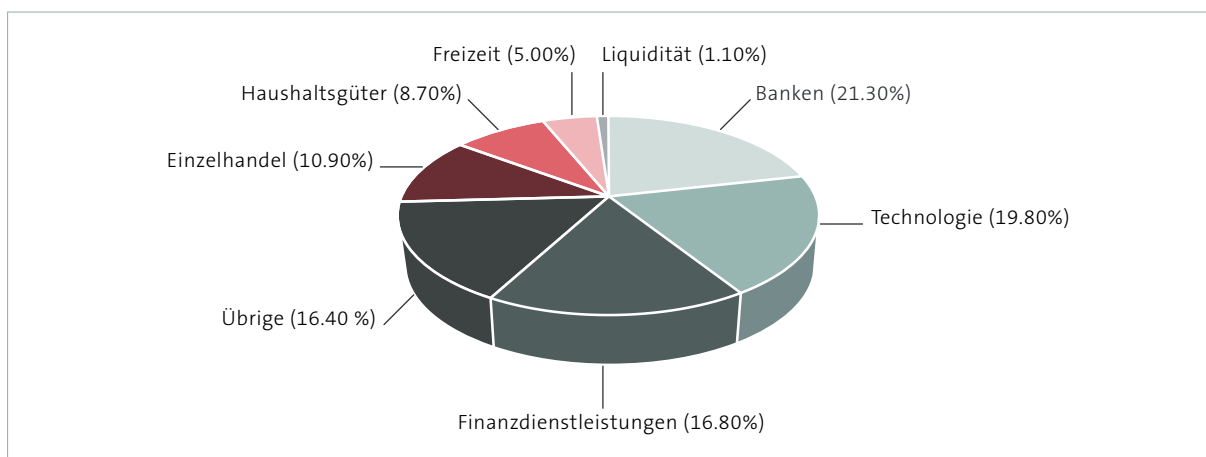
Fondswährung	CHF
Auflegedatum	18. Juli 2008
Domizil	Liechtenstein
Fondsleitung	LLB Fund Services AG
Depotbank	LLB AG, Vaduz
Investment Manager	Quantex AG, Muri b. Bern
Ausgabe/Rücknahme	täglich bis 12:00 Uhr
Valorennummer	4.226.728
ISIN Nummer	LI0042267281
Bloomberg Ticker	QUANGVA LE
Depotgebühr	0.15% p.a. max
Fondsleitungsgebühr	0.23% p.a. max
Management Fee	1.0% p.a.
Max. Ausgabeaufschlag	3.0%
Total Expense Ratio	1.48% per 31.12.2015

Grösste Positionen

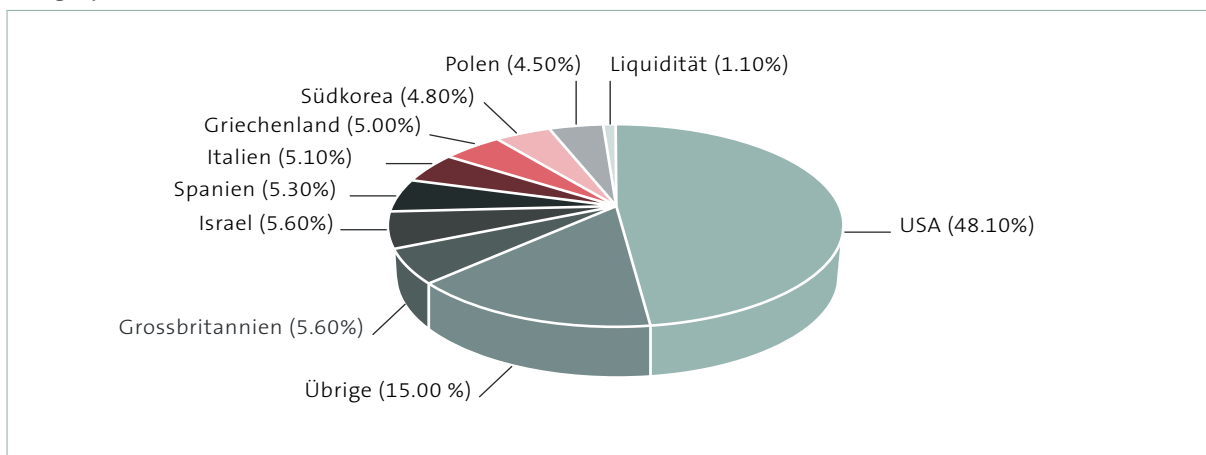
OSIM INTL LTD	3.2%
PLUS500	3.1%
GAMESTOP CORP-A.....	3.0%
ABERDEEN ASSET MGMT	3.0%
WARSAW STOCK EXC	2.9%
BED & BATH BEYOND	2.9%
SEAGATE TECHNOLOGY	2.8%
MOVADO GROUP.....	2.8%
BANK OF CYPRUS.....	2.8%
CAPITAL ONE FINA.....	2.8%
APPLE INC	2.7%
FRANKLIN RES INC	2.7%
BANCO POPULAR.....	2.7%
GOLDMAN SACHS.....	2.7%

Der Fonds ist in CHF, EUR und USD erhältlich

Sektoren



Geographische Struktur



Kontakt

Für weitere Auskünfte stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung:



Peter Frech, lic. phil.
Fondsmanager
peter.frech@quantex.ch

Während des Studiums der Psychologie an der Universität Zürich und danach arbeitete Peter Frech einige Jahre als Finanzjournalist. Seit Dezember 2005 ist er als Fondsmanager tätig, seit 2007 bei Quantex. Er verwaltet den Quantex Strategic Precious Metal Fund, den Quantex Commodity Fund und den Quantex Global Value Fund. Alle drei Fonds haben bereits Lipper-Awards als jeweils beste Fonds in ihrer Kategorie gewonnen. Zuletzt erhielt der Quantex Global Value Fund 2015 die Auszeichnung als bester globaler Aktienfonds über 3 und 5 Jahre auf dem schweizerischen wie auch dem deutschen Markt.



Livio Arpagaus, CIIA
Aktienanalyse
livio.arpagaus@quantex.ch

Nachdem Livio Arpagaus berufsbegleitend das Diplom zum Finanzberater IAF erworben hatte, startete er an der Universität St. Gallen das Wirtschaftsstudium, welches er 2015 mit dem M.A. MaccFin abschloss. Zeitgleich arbeitete er für ein Jahr bei einem Vermögensverwalter und bildete sich zum CIIA weiter.

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
3011 Bern
T +41 31 950 24 24
F +41 31 950 24 25

Lintheschergasse 17
8001 Zürich
T +41 43 243 03 46
F +41 43 243 03 47

www.quantex.ch