

Lieber Leser,

### noch Schätze zu heben beim Betongold?

Sollten deutsche Anleger Immobilienaktien eine Chance geben? *(siehe Einladung letzte Seite)*

Eine außergewöhnliche „Auslandsimmobilie“ sind Parkplätze in Metropolen. In London sind sie absolute Mangelware. In unmittelbarer Nähe der Hyde Park Gardens wird nun ein Stellplatz zum Verkauf angeboten - für umgerechnet rund 450.000 Euro. Dafür bekommt der Käufer ganze 14 Quadratmeter unter freiem Himmel.

### Haben Sie börseninteressierte Freunde?

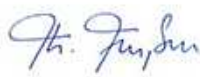
Sie haben Freunde, die sich auch für Wirtschaft und die Börse interessieren?

Dann leiten Sie diesen Newsletter doch gleich weiter. Wir heißen jeden herzlich willkommen und freuen uns, wenn unser Leserkreis weiter wächst.

*Mit freundlichen Grüßen*



Jörg Löbe



Thomas W. Foossen



Thomas M. Pfetzing

## INHALT

- AUSLANDSIMMOBILIEN
- MANAGER KÖNNEN MIT GELD NICHT UMGEHEN
- WARENTERMINBÖRSEN LACHS, KURKUMA UND SCHWEINEBÄUCHE
- ROUNDTABLE ZU IMMOBILIENAKTIEN



## Peter Frech, Fondsmanager

*Nach und während des Studiums der Psychologie an der Universität Zürich arbeitete Peter Frech einige Jahre als Finanzjournalist. Seit Dezember 2005 ist er als Fondsmanager tätig, seit 2007 bei der Schweizer Fondsboutique 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.*

### Manager können nicht mit Geld umgehen

**So lautet das klare Fazit einer Aktienmarktstudie von Quantex. In den letzten 15 Jahren erzielten diejenigen Unternehmen die besten Gesamtrenditen, 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.**

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.

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 findet. Aus dieser Argumentation heraus lassen sich viele Manager zu

übermäßigem Aktivismus verleiten. Sie verwenden das angehäuften Geld für meist sehr kostspielige Übernahmen auf der Spitze eines zyklischen Aufschwungs.

Um die Frage der besten Geldverwendung für den Aktionär zu beantworten, haben wir eine Langzeitstudie für den amerikanischen und Schweizer Aktienmarkt durchgeführt. Dabei wurde nur auf eine einzige Kennzahl geachtet, nämlich wie gross der Cash Flow aus Finanzierungstätigkeiten im Verhältnis zum Unternehmenswert ist und wie sich in der Folge der Aktienkurs entwickelt hat.

#### Cash Flow aus Finanzierungstätigkeiten

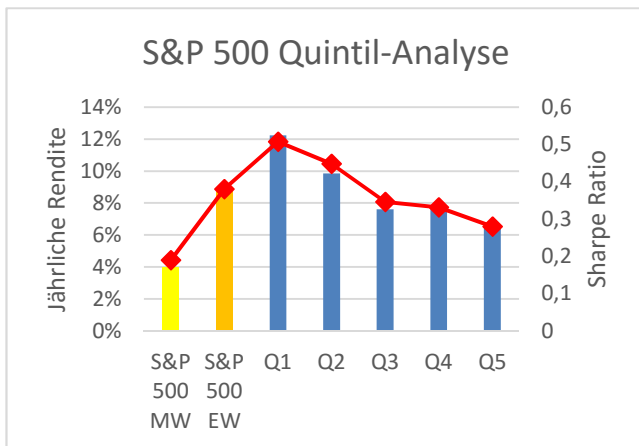
Der Cash Flow aus Finanzierungstätigkeiten (CFF) zeigt an, ob ein Unternehmen den Mittelfluss nach Abzug der Investitionstätigkeiten dazu verwendet, Geld an die Kapitalgeber zurückzuzahlen. Da unsere Prämisse besagt, dass es besser ist, wenn mehr Geld dem Unternehmen abfließt, ist eine möglichst negative 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 Fremdkapital betrachtet wird, wird der Cash Flow aus Finanzierungstätigkeiten CFF zum Unternehmenswert (EV oder Enterprise Value) gesetzt. Dieser ist die Summe aus dem Börsenwert und der Nettoverschuldung.

#### Vorgehensweise bei der Analyse

Um herauszufinden, ob sich die beschriebene Überlegung auch tatsächlich für den Anleger gelohnt hat, haben wir die CFF-Rendite 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 Cash Flow 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 Indexschergewichte zu eliminieren; der Vergleichsindex wird aber zur Veranschaulichung sowohl gleich- wie marktgewichtet ausgewiesen.



Die Abbildung 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)

In Abbildung 1 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 auch auf dem Schweizer Aktienmarkt beobachtet werden. Setzt man sein Geld auf Aktien aus den besten Quintilen, kann in beiden Märkten eine jährliche Mehrrendite von 3-4% erwirtschaftet werden – und zwar absolut wie auch risikoadjustiert.

### 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.

### Der Erfolg in der Praxis bestätigt die Theorie

Mit dem Quantex Global Value Fund betreiben wir seit Jahren einen Aktienfonds, der diese Erkenntnisse in die Praxis umsetzt. Wir suchen Unternehmen, die zu allererst 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. 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 Diversifikations-effekt für unsere Kunden führt.

Seit Lancierung im Juli 2008 hat der Quantex Global Value Fund nach allen Kosten den MSCI World Index um 17% hinter sich gelassen und über die letzten fünf Jahre sogar um 37%. Er hat 2015 die Lipper Awards für den europaweit besten Fonds im Bereich „Equity Global“ über 3 und 5 Jahre gewonnen.



Jörg Löbe

## Von Chicago über Indien in den hohen Norden Europas.

### Spotlights auf unterschiedliche Terminbörsen

Ausschlaggebend für den Siegeszug der Terminbörsen Mitte des 19. Jahrhunderts waren drei einfache Gründe.

- Die Standardisierung ermöglichte einen transparenten Handel mit geringen Kosten und einen leichten Marktzugang der Marktteilnehmer. Vor der Einführung der Standardisierung wurden zwischen den Vertragsparteien jeweils individuell vereinbarte, aufeinander zugeschnittene Transaktionen getätigt, was den Weiterverkauf eines solchen ziemlich individuellen Geschäftes erschwerte. Wir alle haben im Fernsehen schon diese Viehauktionen mit einzelnen Tieren oder kleinen Herden verfolgt.
- Die Parteien brauchten sich jetzt nicht mehr um die sofortige Lieferung, Abnahme und Lagerung der gehandelten Waren kümmern. Der Landwirt bekam schon vor der Ernte sein Geld und konnte damit Dünger oder Maschinen anschaffen. Damit etablierte sich ein starker Zweitmarkt.
- Die Zulassung zum Börsenhandel war verbunden mit einer Kreditwürdigkeitsprüfung. Jetzt mussten sich die Handelspartner keine Sorgen mehr darüber machen, ob ein Geschäftspartner seine Verpflichtungen aus den Terminkontrakten erfüllen konnten.

Schon 1848 gründete sich in **Chicago eine Warenterminbörse**. Die ersten Güter, die auf dem Parkett gehandelt wurden, waren im 19. Jahrhundert Weizen, Hafer, Reis, Mais und Soja. Nachdem der Handel mit diesen Agrarrohstoffen angelaufen war, folgte im Jahre 1898 der Handel mit Lebendrind und den berühmten Schweinebäuchen, die heute nicht nur in Fachkreisen als Synonym für den Terminmarkt stehen. Eine Vorreiterrolle hat Chicago später dann noch einmal auf einem ganz speziellen Gebiet der „Derivate Welt“ erlangt: An ihr wurden im Herbst 1999 erstmals weltweit Wetter-Futureskontrakte und Wetteroptionen im organisierten Börsenhandel angeboten.

Damit ist es einer breiteren Investorenschicht möglich, sich gegen Wetterkatastrophen abzusichern. Ausgangspunkt war auch hier die Landwirtschaft unter Zuhilfenahme von Derivaten abzusichern.

In **New York** hat sich nach dem Zusammenschluss dreier ehemals selbständiger Börsen eine der weltweit führenden Börsen für Agrarrohstoffe etabliert, die NYBOT. Gehandelt werden dort vor allem Zucker, Kaffee, Kakao sowie Baumwolle und Orangensaft. Die Börse ist Weltmarktführer im Zuckerhandel.

Mit der **New York Mercantile Exchange** befindet sich in der Stadt auch die größte Terminbörse der Welt, nachdem sie im Jahr 1994 mit der damals größten Börse für Edelmetalle, der New York Commodities Exchange, zusammengelegt wurde und sich anschließend mit dem größten Marktplatz für den asiatischen Rohstoffhandel, der Tokyo Commodity Exchange zusammengeschlossen hat. Als die NYMEX im Jahr 1872 unter dem Namen »Butter and Cheese Exchange« gegründet wurde, lag der Fokus noch auf diesen beiden Agrarrohstoffen. Nach den diversen Fusionen hat sich der Schwerpunkt in Richtung Energieträger verschoben, so dass der größte Umsatzanteil mit Energierohstoffen wie Erdöl, Erdgas, Heizöl und Benzin erzielt wird.

Geschlagen geben muss sich die USA im Rohstoffhandel nur im Börsenhandel mit Metallen. In diesem Bereich dominiert eindeutig die **London Metal Exchange (LME)**. Der Börsenhandel reicht dort bis ins Jahr 1571 zurück, als die Börse unter dem Namen »Royal Exchange« gegründet wurde. Der Metallhandel blühte allerdings erst so richtig auf, als rund 300 Jahre später (1877) als Trägergesellschaft für den Börsenhandel die »London Metal Market and Exchange Company« gegründet worden war. In den Anfängen wurde an der LME nur Kupfer gehandelt, heutzutage finden Metallhändler aber auch Blei, Zink, Aluminium, Nickel und weitere für die Industrie wichtige Metalle.

### Rohstoffbörsen in den Schwellenländern

In Indien wurde beispielsweise 2002 eine elektronische Warenterminbörse ins Leben gerufen. Hier werden aktuell bereits mehr als einhundert Produkte gelistet und gehandelt. Bei uns als exotisch geltende Agrarprodukte wie Kardamom oder Kurkuma stehen dort als Futures-Kontrakt auf den Orderbelegen.

### Norwegens Lachs-Terminbörse

Die Lachszucht ist zu einer der wichtigsten norwegischen Exportindustrien geworden. Die Branche ist jedoch Schwankungen unterworfen. Die Lachs-Terminbörse bietet Absicherungsmöglichkeiten. Der Fisch, der sich ausgezeichnet züchten lässt und heute vorwiegend aus Aquakultur stammt, ist populärer als je zuvor. Mit einer Produktion von Atlantischem Lachs von rund 1 Mrd. t jährlich besetzt Norwegen als weltweit führendes Land rund 50% des Marktes. Mit seiner langen Küstenlinie entlang vieler tief eingeschnittener Fjorde und der richtigen Klimazone hat der nordische Staat ausgezeichnete Bedingungen zur küstennahen Lachszucht.

An der Börse Oslo werden seit 2006 werden Produzenten, Verarbeiter, Exporteure und Finanzinvestoren zusammen gebracht.

### Noch Schätze zu heben beim Betongold?

*Ein internationaler Immobilien-Gesprächskreis*

- Ein Analyst aus London diskutiert
- mit deutschen Anlegern
- beim „Französischen Frühstück“

welche Immobilienaktien attraktive Anlagemöglichkeiten im aktuellen Niedrigzinsumfeld bieten.

Wir freuen uns, Sie zu dieser Veranstaltung

- mit Kai Klose, Leiter Real Estate Research, Berenberg London
- **am Dienstag, dem 31. Mai 2016, von 9.00 bis 11.00 Uhr**
- in den Räumen der Aubilia GmbH, Königsallee 98, 40212 Düsseldorf

einzuladen.

Da unsere Immobilie nur über begrenzte Kapazitäten verfügt, bitten wir um zeitnahe Rückmeldung.

### Disclaimer / Hinweis gem. § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 2 WpHG:

Bei diesem Newsletter handelt es sich um eine Werbemitteilung i.S.d. § 31 Abs. 2 S. 4 Nr. 2 WpHG, die nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung unterliegt. Bei der Vorstellung etwaiger in dem Dokument genannten Finanzinstrumente handelt es sich um keine erlaubnispflichtige Anlageberatung im Sinne von § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG, da Aubilia weder die wirtschaftlichen bzw. finanziellen Verhältnisse des Kunden, seine bisherige Anlageerfahrung und seine Anlageziele berücksichtigt noch beabsichtigt, einen entsprechenden Eindruck zu erwecken. Die Inhalte dieses Newsletters bzw. des ggfs. beigefügten Musterportfolios stellen keine Handlungsempfehlung dar. Sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch unsere Kundenbetreuer noch die individuelle und qualifizierte Steuerberatung durch Ihren Steuerberater. Dieses Dokument wurde von der AUBILIA Vermögensmanagement GmbH mit größter Sorgfalt aus öffentlich zugänglichen Quellen zusammengestellt. Da die Daten auf Informationen Dritter beruhen, kann für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtliche Angaben keine Gewähr übernommen werden. Die Informationen sind datumsbezogen und können sich jederzeit, insbesondere durch Zeitablauf, ohne vorherige Ankündigung ändern. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die Aubilia Vermögensmanagement GmbH übernimmt, soweit gesetzlich zulässig, keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokuments oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt.