

Entwicklung einer Investmentstrategie auf Grundlage von Free Cash Flow Indikatoren und weiteren Fundamentalkennzahlen

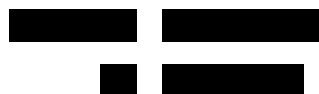
Masterarbeit

zur Erlangung des akademischen Grades „Master of Science (M.Sc.)“ im Studiengang Wirtschaftswissenschaft der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der
Leibniz Universität Hannover

vorgelegt von:

Name: Hagemann

Vorname: Julia



Prüfer: Jun.-Prof. Dr. H.-J. von Mettenheim

Hannover, den 26.09.2014

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| Abbildungsverzeichnis | III |
| Tabellenverzeichnis | IV |
| Abkürzungsverzeichnis | V |
| 1 Einleitung | 1 |
| 1.1 Motivation und Zielsetzung | 1 |
| 1.2 Methodik und Aufbau der Arbeit | 2 |
| 2 Grundlagen für die Entwicklung der Investmentstrategie | 3 |
| 2.1 Investmentstrategien..... | 3 |
| 2.2 Kennzahlenanalyse..... | 9 |
| 2.3 Hedging und Verlustbegrenzungsstrategien | 13 |
| 3 Modellierung der Investmentstrategie | 15 |
| 3.1 Modifikation des Free Cash Flows und der ausgewählten Fundamental- kennzahlen | 15 |
| 3.2 S&P 500 als Datengrundlage..... | 19 |
| 3.3 Hedgingstrategie..... | 22 |
| 4 Datenaufbereitung, Datenbearbeitung und Konstruktion der Investment- strategie | 28 |
| 4.1 Datenaufbereitung der Aktien des S&P 500 | 28 |
| 4.2 Datenbearbeitung und Entscheidungskriterien für die Assetwahl | 31 |
| 4.3 Auswertung der Ergebnisse und Assetwahl für die Investmentstrategie..... | 34 |
| 4.4 Detaillierte Betrachtung der ausgewählten Assets der Investment- strategie | 38 |
| 4.5 Festlegung des Hedges | 42 |
| 5 Analyse der Investmentstrategie | 46 |
| 5.1 Methodische Vorgehensweise | 46 |
| 5.2 Backtesting der Investmentstrategie | 52 |
| 5.2.1 Szenario ohne Hedge | 52 |

| | | |
|-------|--|----|
| 5.2.2 | Szenario mit Hedge | 54 |
| 5.3 | Benchmarking der Investmentstrategie..... | 61 |
| 5.4 | Ergebnisanalyse | 63 |
| 6 | Kritische Würdigung der Investmentstrategie..... | 66 |
| 7 | Fazit und Ausblick | 69 |
| | Literatur- und Quellenverzeichnis | 72 |
| | Anhang | 81 |
| | Anhangsverzeichnis..... | 81 |
| | Ehrenwörtliche Erklärung..... | 89 |

1 Einleitung

1.1 Motivation und Zielsetzung

Eine Vielzahl an Börsenweisheiten begleiten Investoren weltweit bei ihren Anlageentscheidungen.

„Risiko entsteht dann, wenn Anleger nicht wissen, was sie tun.“

Warren Buffett¹

„Es ist nicht möglich, ein überragendes Anlageergebnis zu erzielen, es sei denn, man macht etwas anderes als die Mehrheit.“

Sir John M. Templeton²

„Ich kann die Bahn der Himmelskörper auf Zentimeter und Sekunden genau berechnen, aber nicht, wohin die verrückte Menge einen Börsenkurs treiben kann.“

Isaac Newton³

„Für den Erfolg an der Börse braucht es die vier G: Geld, Gedanken, Geduld und Glück. Wer langfristig immer die ersten drei G befolgt, der hat früher oder später auch das notwendige Glück. Dem ‚Zittrigen‘ fehlt eines der ersten drei G.“

André Kostolany⁴

Welche von diesen tatsächlich zu befolgen sind, um am Finanzmarkt erfolgreich zu sein, erscheint bei der großen Auswahl schwer zu bestimmen. Schlussendlich sollte sich jeder Investor selbst ein Bild über die Märkte, die Risiken sowie die Anlagemöglichkeiten verschaffen und diese mit seiner persönlichen Zielsetzung vereinen. Angesichts der aktuellen Zinspolitik und des niedrigen Zinsniveaus bieten bspw. Aktien-, Devisen oder Rohstoffinvestitionen Chancen ungenutztes Kapital gewinnbringend anzulegen. Demgegenüber bringen makroökonomische Ereignisse und politische Entscheidungen Risiken mit sich, die sich auf die Kursentwicklungen auswirken können. Besonders die aktuellen Konflikte in der Ukraine sowie Syrien oder der Besorgnis erregende Konflikt mit dem Islamischen Staat und die damit verbundenen interna-

¹ Handelsblatt (2014).

² Handelsblatt (2014).

³ Handelsblatt (2014).

⁴ Handelsblatt (2014).

tionalen politischen Entscheidungen und Konsequenzen können zukünftig zu starken Kurseinbrüchen führen. Ebenso können unsystematische Risiken, wie bspw. Managementfehler, die Kursentwicklung einzelner Assets beeinflussen.

In Anbetracht der Erfolgchancen und der Risiken entwickelt ein Investor eine adäquate Investmentstrategie, um seine persönlichen Anlageziele erreichen zu können. Dabei kann er auf eine Reihe bereits vorhandener Strategien zugreifen, welche sich auf charttechnische und fundamentalanalytische Ansätze stützen. Ferner können explizite Absicherungsstrategien, die auf Hedging- oder Verlustbegrenzungsinstrumenten beruhen, ebenfalls Teil einer Investmentstrategie sein. Der Investor versucht diejenige Strategie auszuwählen oder zu konstruieren, die unter Risikoaspekten eine für ihn akzeptable Rendite am Markt generieren kann. Bei seinen Strategieüberlegungen muss der Investor eine Reihe an Entscheidungen treffen, welche die Anlageklasse, das zur Auswahl stehende Portfolio, die Methodik der Assetauswahl sowie Risikoaspekte, wie bspw. den Investitionszeitraum oder Diversifizierungsaspekte, betreffen. Des Weiteren kann ebenfalls der Entwurf einer Absicherungsstrategie Teil der Überlegungen sein. Besonders bei der Wahl der Methodik der Assetauswahl hat der Investor eine Vielzahl an charttechnischer und fundamentalanalytischer Möglichkeiten.

Angesichts der Komplexität, die die Konstruktion einer adäquaten Investmentstrategie mit sich bringt, beschäftigt sich diese wissenschaftliche Arbeit mit der Entwicklung einer Investmentstrategie, mit dem Ziel, Vermögenszuwächse für den Investor realisieren zu können sowie die Performance eines marktrelevanten Vergleichsmaßstabs zu übertreffen. Ferner werden sowohl Risikoaspekte berücksichtigt als auch eine geeignete Absicherungsstrategie konstruiert, um festzustellen, ob ausgewählte Absicherungsinstrumente die Performance der Investmentstrategie verbessern können.

1.2 Methodik und Aufbau der Arbeit

In Anknüpfung an die vorangegangenen Ausführungen befasst sich diese wissenschaftliche Arbeit mit der Entwicklung einer Investmentstrategie. Daher werden zunächst die Grundlagen für diese Strategieentwicklung geschaffen, indem die Thematiken Investmentstrategien, Kennzahlenanalyse, Hedging und Verlustbegrenzungstrategien inhaltlich sowie beispielhaft beleuchtet werden. Anschließend folgt die

Modellierung der Investmentstrategie, welche sich mit der Modifikation ausgewählter Kennzahlen sowie der Entscheidung für sowie genaueren Betrachtung der Datengrundlage für die Analyse auseinandersetzt. Dabei werden die Fundamentalkennzahlen Free Cash Flow, Eigenkapitalrentabilität und Kurs-Gewinn-Verhältnis herangezogen. Ferner werden ebenfalls mögliche Absicherungsmethoden dargelegt sowie eine geeignete ausgewählt. Der darauf folgende Abschnitt beschäftigt sich mit der Aufbereitung und der Bearbeitung der ausgewählten Daten sowie der finalen Konstruktion der Investmentstrategie. Bestandteil dieses Kapitels sind die Beschreibung der Assetauswahlkriterien, die konkrete Auswahl und Beschreibung der Assets mit Hilfe des Datensatzes und der zugrunde liegenden Methodik sowie die Festlegung des Hedges. Anschließend wird die konstruierte Investmentstrategie analysiert, indem überprüft wird, zu welchen Ergebnissen die Strategie auf Grundlage historischer Daten geführt und ob sie die Performance des Vergleichsmaßstabs übertroffen hätte. Dabei werden methodisch ein Backtesting und ein Benchmarkvergleich der Investmentstrategie durchgeführt. Abschließend wird die Investmentstrategie kritisch gewürdigt und die wissenschaftliche Arbeit durch ein Fazit sowie einen Ausblick abgerundet.

Neben der schriftlichen Abhandlung ist ebenfalls eine Excel-Datei Bestandteil der wissenschaftlichen Arbeit. Diese enthält den vollständigen Datensatz sowie alle Berechnungen und Ergebnisse, die dieser Arbeit und dieser Ausführung zugrunde liegen.

2 Grundlagen für die Entwicklung der Investmentstrategie

2.1 Investmentstrategien

Investoren können aus einer Reihe von Anlageklassen wählen, um ihr Kapital am Markt anzulegen. Dazu zählt der Handel mit Aktien, festverzinslichen Wertpapieren oder auch Devisen. Dies sind lediglich Beispiele für Segmente des Kapitalmarkts, die sich weiter unterteilen lassen. Um eine langfristige und eine kalkulierbare Investitionsentscheidung zu treffen, muss der Investor zunächst ein Anlageziel und eine Strategie formulieren.⁵

⁵ Vgl. Jordan (2014), S. 8.

fluss auf den Benchmarkvergleich. Jedoch würden bspw. Kapitalertragssteuern die Erträge aus dem Optionsgeschäft schmälern und somit die Wiederanlagesumme verringern, welche letztlich Einfluss auf das Gesamtergebnis der Investmentstrategie mit Hedge sowie den Benchmarkvergleich hat. Steuerliche Rahmenbedingungen werden aufgrund ihrer Komplexität und ihrer Unterschiede z. B. zwischen den Ländern oder der steuerpflichtigen Person oder Gesellschaft im Rahmen dieser Arbeit nicht weiterführend untersucht. Jedoch ist ihr möglicher Einfluss bei der Evaluation der Performances der Strategien zu beachten.

Die Verlässlichkeit der Ergebnisse der Konstruktion und der Analyse der Investmentstrategie hängen von dem zugrunde liegenden Datensatz ab. Dieser wurde mit Hilfe verschiedenster Finanzplattformen und -quellen zusammengestellt. Die Fehleranfälligkeit des Datensatzes wird durch den Abgleich der Datenquellen untereinander minimiert. Insgesamt zeigt sich eine anhand der Daten und der Berechnungen nachvollziehbare, verständliche sowie handhabbare Investmentstrategie.

In Anbetracht der vorangegangenen Ausführung stellt die konstruierte Investmentstrategie eine geeignete Vorgehensweise dar, um Vermögenszuwächse realisieren zu können sowie den Vergleichsindex in seiner Performance zu übertreffen. Unter Risikogesichtspunkten bieten die Auswahlkriterien der Aktien und die Konstruktion der Strategie bereits eine adäquate Absicherung gegen Marktrisiken. Aufgrund der sehr hohen Hedgingkosten müssen Sicherheitsbedürfnis und Optionskontraktkosten genau miteinander abgewogen werden. Ein Investor der zum jetzigen Zeitpunkt investieren möchte und sich der entwickelten Investmentstrategie bedient, würde die Aktien entsprechend der Tabelle 4 auswählen.

7 Fazit und Ausblick

Investoren können auf eine Vielzahl an Investmentstrategien sowie chart- und fundamentalanalytische Ansätze zugreifen, um ihr ungenutztes Kapital unter Risikogesichtspunkten gewinnorientiert anzulegen. Diese wissenschaftliche Arbeit zielt auf die Entwicklung einer Investmentstrategie ab, deren Umsetzung zu Vermögenszuwächsen führen sowie die Performance eines marktrelevanten Vergleichsmaßstabs übertreffen kann.

In Würdigung der vorangegangenen Ausführungen zeigt sich eine konstruierte Investmentstrategie, welche auf die Investition in die Aktien des S&P 500 abzielt und langfristig ausgerichtet ist. Die Auswahl der Aktien richtet sich primär nach Fundamentalkennzahlen, die eine Aussage über die Beschleunigung des Wachstums des operativen Free Cash Flow sowie der Eigenkapitalrentabilität treffen. Mit Hilfe des Kurs-Gewinn-Verhältnisses und in Hinblick auf die Vermeidung von Klumpenrisiken wird im weiteren Verlauf eine konkrete Aktienausswahl festgelegt sowie anschließend eine Absicherungsstrategie mit Optionskontrakten konstruiert.

Mit Hilfe eines für Externe erreichbaren Datensatzes konnte ein qualifiziertes Auswahlverfahren für die Aktienausswahl und eine nachvollziehbare, verständliche sowie handhabbare Investmentstrategie entwickelt werden.

Das Backtesting sowie das Benchmarking der Investmentstrategie haben gezeigt, dass die Strategie die an sie gesetzten Erwartungen erfüllt. Im Ergebnis weisen sowohl die Strategie ohne als auch mit Abschluss von Absicherungsgeschäften eine positive Performance am Ende des Investitionszeitraums (09.2007 – 09.2014) auf. Ferner übertreffen beide Strategievarianten deutlich den Vergleichsindex S&P 500 Total Return. Demnach konnte der Investor im Vergleich zur Benchmark Überrenditen am Markt realisieren.

Unter Risikogesichtspunkten reduziert die entwickelte Investmentstrategie ohne Hedging bereits das Risiko aufgrund ihrer langfristigen Ausrichtung, des Splittens der Investitionssumme auf zehn Titel, ihres Branchenlimits im Portfolio sowie durch den Filter KGV. Ferner zeigt sich im Ergebnis, dass die Verwendung von Optionskontrakten zur Absicherung des Portfolios die Performance der Investmentstrategie verbessern kann. Jedoch ist es fraglich, ob dieses Ergebnis in Anbetracht steuerlicher Verpflichtungen, der Annahmen über die vergangenen Kontraktparameter der Optionen sowie den sehr hohen Kontraktkosten standhalten kann. Zudem könnte die Finanzmarktkrise, welche überdurchschnittlich starke Kurseinbrüche mit sich gebracht hat, die Ergebnisse aufgrund der Optionsausübung 2009 übermäßig begünstigt haben.

Daher besteht ein genereller Forschungsaspekt in Überlegungen und Analysen die Hedgingkosten zu senken, indem Absicherungsstrategien in Abhängigkeit bestimmter Muster zum Einsatz kommen. Die Bestimmung des Maßstabs, nach dem sich der Einstieg sowie Ausstieg dieser temporären Hedges richtet, ist dabei als zentraler

Forschungsansatz anzusehen. Da die Zukunft generell mit Unsicherheit gekennzeichnet ist, die in Hinblick auf geopolitische Fragen einschließlich religiöser und ideologischer Spannungsfelder zunehmen kann, steht der Investor vor der Entscheidung seine Investmentstrategie vermehrt durch Hedginginstrumente zu ergänzen. Dabei muss er beachten, dass mehr Sicherheit zunächst finanzielle Mittel kostet.

In Anbetracht der Vermögenszuwächse und des deutlichen Übertreffens des Vergleichsindex kann abschließend festgehalten werden, dass die ausgewählten Fundamentalkennzahlen, die Auswahlkriterien der Aktien sowie die Investmentstrategie in ihrer Gesamtheit geeignet sind, um Aktien mit Gewinnpotenzial zu identifizieren und somit die Wahrscheinlichkeit der Erreichung persönlicher Anlageziele zu erhöhen.