

Titelselektion

Neues Erfolgsrezept

Immer wieder ist zu hören, kostengünstige Exchange Traded Funds (ETF) sollten den aktiven Fonds überlegen sein. Oft werden jedoch Äpfel mit Birnen verglichen. Im Schweizer Aktienmarkt eine Outperformance zu erzielen, ist aufgrund der wenigen, dafür hoch kapitalisierten Titel anspruchsvoll.

Man denke sich folgendes Szenario: Fussball-Nationaltrainer Köbi Kuhn stellt sein Team für die kommende Europameisterschaft im Major- oder Mehrheitswahlverfahren zusammen. Die Kandidaten, die am meisten Stimmen erhalten haben, werden gewählt. Starke Parteien werden bevorzugt, Minderheiten gehen leer aus. Würde ein Anleger diesen Selektionsansatz für seine Investments wählen, nur weil er bereits an anderer Stelle angewendet wird? Wahrscheinlich nicht, denn der Erfolg bliebe dann höchstwahrscheinlich aus.

Die gleiche Frage stellt sich bei der Titelauswahl im Schweizer Aktienmarkt. Die Analyseabteilungen der Researchhäuser sind in der Regel nach Branchen gegliedert. Dementsprechend werden die Aktien weltweit in zehn gängige Branchen eingeteilt.

Leider trägt dieser Ansatz den Eigenheiten des Schweizer Aktienmarktes nicht genügend Rechnung. Er legitimiert sich auch nicht durch die Tatsache, dass es sich um eine weltweit etablierte und standardisierte Vorgehensweise handelt. Im Gegenteil: Fakt ist, dass in der Schweiz vier von zehn Bran-

**Köbi Kuhn vor einem heiklen
Entscheid: Wer soll für die
Schweizer Auswahl spielen?**

chen ein Indexgewicht von weniger als einem Prozent zukommt.

Neue Klassifizierung

Zwei Branchen, die Telekommunikation (Swisscom) sowie Erdöl und Gas (Petroplus), werden sogar durch je eine einzige Aktie repräsentiert. Die Titelselektion innerhalb des Telecomsektors ist im internationalen Kontext durchaus sinnvoll, in der Schweiz wird die Branche allerdings nur durch Swisscom vertreten. Eine ähnliche Problematik zeigt sich in der Nahrungsmittelindustrie: Will ein Anleger Nestlé übergewichten, mangelt es ihm an weiteren Nahrungsmittelwerten, die er untergewichten kann.

Es zeigt sich, dass die gängige Brancheneinteilung den Charakteristika des Schweizer Aktienmarktes nicht gerecht zu werden vermag. Das Asset Management der Credit Suisse hat deshalb eine neue Klassifizierung entwickelt. Statt in zehn Branchen werden die 225 Aktien des SPI bzw. die 25 des SMI in sechs Clustern abgebildet (vgl. Tabelle). Die Cluster fassen Papiere mit ähnlichen Eigenschaften zusammen, beispielsweise zyklische oder defensive Titel. Das unterschiedliche Verhalten dieser Cluster lässt sich mit dem letztjährigen Kursverlauf veranschaulichen. Erfolgsentscheidend im Jahr 2006 war nämlich, ob Anleger in den zyklischen oder den defensiven Werten übergewichtet waren (vgl. Grafik).

Leichtere Strategieumsetzung

Für die Titelzuordnung wurden einerseits auf historischen Datenreihen basierende statistische Verfahren wie die Cluster- und die Korrelationsanalyse verwendet. Andererseits wurden mit einem fundamentalen Bewertungsmodell für jede Aktie die Treiber genau analysiert. So wäre Swisscom im Jahr 2003 anhand der statistischen Modelle im Wachstums-Cluster angesiedelt worden.

Im Rahmen der fundamentalen Analyse hat sich aber herausgestellt, dass die veränderten Treiber eine Neubeurteilung und in der Folge die Zuordnung

Clusterperformance – Zyklische vorn



zum defensiven Cluster erforderlich gemacht haben. Damit wird klar, dass der Clusteransatz nur dann seine volle Wirkung entfalten kann, wenn die entsprechenden SPI-Unternehmen eng beglei-

Clusterzuordnung der SMI-Titel

	CS-Cluster	SWX-Branchen	Gewicht in %
UBS	Banken	Finanz	13,06
CS Group	Banken	Finanz	8,64
Julius Bär	Banken	Finanz	1,29
Novartis	Defensiv	Gesundheit	16,25
Nestlé	Defensiv	Konsumgüter	17,70
Roche	Defensiv	Gesundheit	14,08
Swisscom	Defensiv	Telekommunikation	0,76
Givaudan	Defensiv	Grundstoffe	0,65
Richemont	Mittel-Zyklisch	Konsumgüter	3,26
Syngenta	Mittel-Zyklisch	Grundstoffe	2,03
Swatch Group Inhaber	Mittel-Zyklisch	Konsumgüter	0,89
SGS	Mittel-Zyklisch	Industrie	0,80
Lonza	Mittel-Zyklisch	Grundstoffe	0,50
Swatch Group Namen	Mittel-Zyklisch	Konsumgüter	0,29
Zurich Financial	Versicherungen	Finanz	4,60
Swiss Re	Versicherungen	Finanz	3,40
Swiss Life	Versicherungen	Finanz	0,96
Baloise	Versicherungen	Finanz	0,65
Adecco	Wachstum	Industrie	0,91
Nobel Biocare	Wachstum	Gesundheit	1,05
Synthes	Wachstum	Gesundheit	0,83
ABB	Zyklisch	Industrie	4,20
Ciba	Zyklisch	Grundstoffe	0,50
Clariant	Zyklisch	Grundstoffe	0,43
Holcim	Zyklisch	Industrie	2,26

Quelle: Credit Suisse

tet und regelmässig auf strategische oder operationelle Chancen und Risiken überprüft werden. Führt die Gesellschaft eine grössere Akquisition durch oder verkauft sie einen bedeutenden Teil ihres Geschäfts, wird die Clusterzugehörigkeit sofort hinterfragt.

Der Investor profitiert von einer erhöhten Transparenz und einer rascheren Identifikation defensiver oder zyklischer Aktien. Damit einher geht nicht nur ein Zeitgewinn im Rahmen der Entscheidungsfindung, sondern auch ein vereinfachtes Handling bei der Titelselektion im Zusammenhang mit Kauf- oder Verkaufsentscheidungen.

Fokus zwingend auf Einzeltitel

Warum ist es notwendig, jede einzelne Aktie einem Cluster zuzuordnen? Wäre es nicht naheliegender, ganze Branchen in einem Cluster zusammenzuführen? Welche Problematik damit verbunden ist, illustrieren die Chemiebranchen Clariant und Givaudan. Gemäss dem internationalen Standard werden beide der Chemiebranche zugeordnet. In der Spezialitätenchemie ist Clariant allerdings ausgesprochen vom Wirtschaftsgang abhängig (zyklisch), der Riechstoff- und Aromahersteller Givaudan hingegen in viel geringerem Mass (defensiv).

Die Liste solcher Beispiele im Aktienmarkt Schweiz liesse sich beliebig erweitern. Deshalb empfiehlt es sich, jeden Titel branchenunabhängig zu clustern. Für eine Outperformance reicht es allerdings nicht, bloss die Besonderheiten des Schweizer Aktienmarktes zu berücksichtigen. Genauso wichtig sind die Konzentration auf strategische Konkurrenzvorteile sowie die systematische Umsetzung der Anlagestrategie.

Der Clusteransatz ist für den Anleger nicht nur wesentlich leichter zu verstehen als die herkömmliche Methodik, sondern trägt darüber hinaus den Eigenheiten des Schweizer Aktienmarktes gebührend Rechnung. Zwar können die Unwägbarkeiten der Finanzmärkte damit nicht neutralisiert werden, sicher ist aber, dass letztlich nur eine intelligente Titelselektion zum langfristigen Erfolg führt. Patrick Gügi, Credit Suisse