

Rückkehr der Diversifikation

Dass nur **fünf Aktien fast ein Viertel der Marktkapitalisierung** des S&P 500 Index ausmachten, war für den Maximum-Diversification-Ansatz von Tobam in den letzten Jahren eine Performancebremse. Die Franzosen hoffen nun, dass sich die Lage wieder normalisiert.

Dass ein Investmentansatz mit der Bezeichnung „Maximum Diversification“ in einer Phase, in der sich ein beträchtlicher Teil der Gesamtmarktkapitalisierung auf einige wenige Aktien verteilt, keine Traumrenditen liefern kann, liegt auf der Hand. Die französische Fondsboutique Tobam, die sich auf quantitative Anlagestrategien konzentriert, hatte zuletzt mit ihren Maximum-Diversification-Strategien daher keine leichte Zeit, hofft nun aber, dass es zu einem Ende des Konzentrationszyklus kommen könnte. Und obwohl es dafür bereits deutliche Anzeichen gibt, bleibt noch viel Raum für eine weitere Senkung der Marktkonzentration. Tatjana Xenia Puhon, Chief Investment Officer der französischen Investmentboutique Tobam, wittert daher Morgenluft, während viele Investoren von passiven und benchmarkorientierten Strategien in den letzten Jahren von dem Konzentrationsschub profitieren konnten und darüber nachdenken sollten,



» Vieles spricht dafür, dass maximal diversifizierte Portfolios die Market-Cap-gewichteten bald schlagen werden. «

Dr. Tatjana Xenia Puhon, stv. CIO von Tobam Asset Management in Paris

ob sie mit klassischen marktkapitalisierungsgewichteten Indexpositionen weiterhin gut aufgehoben sein werden. Puhon: „Jetzt könnte ein guter Zeitpunkt sein, die hohe Konzentration zumindest teilweise zu reduzieren und auf Diversifizierung zu setzen.“ Anhängern des aktiven Managements, das auf große Wetten setzt, empfiehlt sie in den aktuell konjunkturell, geld- und geopolitisch wie börsentechnisch unsicheren Zeiten, ebenfalls mehr Diversifikation in der Aktientangente anzusteuern, denn aktives Management habe sich in der Vergangenheit oft als wenig effizient herausgestellt.

Mit einer Inflation, die alles andere als temporär ist, und Leitzinsen, die bis Jahresende weiter steigen werden, gab es eine erste Neubewertung risikoreicher Anlagen mit dem zweiten (und dritten) Quartal 2022, dem schlechtesten Quartal für globale Aktien seit 2008 – wenn man das erste Quartal 2020 außer Acht lässt, wo Corona endgültig zur Pandemie wurde. Wie wirkte sich diese Gemengelage auf die extrem überdehnte Marktkonzentration aus? Und wie sehen die Aussichten für die Finanzmärkte und insbesondere für die Marktkonzentration bis Jahresende aus? Fakt ist, dass es an den Aktienmärkten vor allem im zweiten Quartal zu

Gewichtungsfragen

Trotz eines kleinen Rückschlags im dritten Quartal 2022 scheint das Gewicht der Top-5-US-Titel endlich auf dem Rückzug zu sein. Das spricht für eine künftig höhere Diversifikation.

Wertpapierbezeichnung	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/03/2022	30/06/2022	30/09/2022	YTD Return
APPLE	4,06 %	5,86 %	6,35 %	6,57 %	6,21 %	6,57 %	-21,85 %
MICROSOFT	4,12 %	4,88 %	5,78 %	5,63 %	5,66 %	5,41 %	-30,30 %
ALPHABET	2,80 %	3,02 %	3,77 %	3,86 %	3,65 %	3,35 %	-33,75 %
AMAZON.COM	2,67 %	4,08 %	3,32 %	3,47 %	2,77 %	3,12 %	-32,22 %
TESLA MOTORS	0,19 %	1,54 %	1,98 %	2,13 %	1,68 %	2,14 %	-24,70 %
Top-5-US-Benchmark-Titel	13,84 %	19,37 %	21,20 %	21,65 %	19,97 %	20,60 %	-28,14 %
US-Benchmark ohne Top 5	86,16 %	80,63 %	78,80 %	78,35 %	80,03 %	79,40 %	-24,16 %
Konstante Korr.-Matrix DR ²	6,12	6,16	5,93	5,88	6,07	6,05	
Gewichtungsveränderung gegenüber dem Vorjahr		39,94 %	9,42 %	2,14 %	-5,78 %	-2,82 %	
Konst. Korr.-Matrix DR ² : %-Veränderung zum Vorjahr		0,64 %	-3,76 %	-0,86 %	2,45 %	2,07 %	

Das Gewicht der Top-5-Aktien im marktkapitalgewichteten US-Index ging vom Jahresende 2021 mit 21,2 Prozent bis Ende September 2022 auf 20,6 Prozent zurück. Das Maß für die Marktdezentration, die quadrierte Diversifikation Ratio (DR²) mit konstanter Korrelationsmatrix, ging daher nur leicht zurück.

Quelle: Tobam, Bloomberg



Die Periode, in der ein großer Teil der Marktzuflüsse in Facebook (Meta), Apple, Amazon, Netflix, Google (Alphabet) sowie Netflix und Tesla ging, dürfte hinter uns liegen. Das ist auch für jene Investoren gut, die nicht auf den Maximum-Diversifikation-Ansatz der französischen Investmentgesellschaft Tobam setzen.

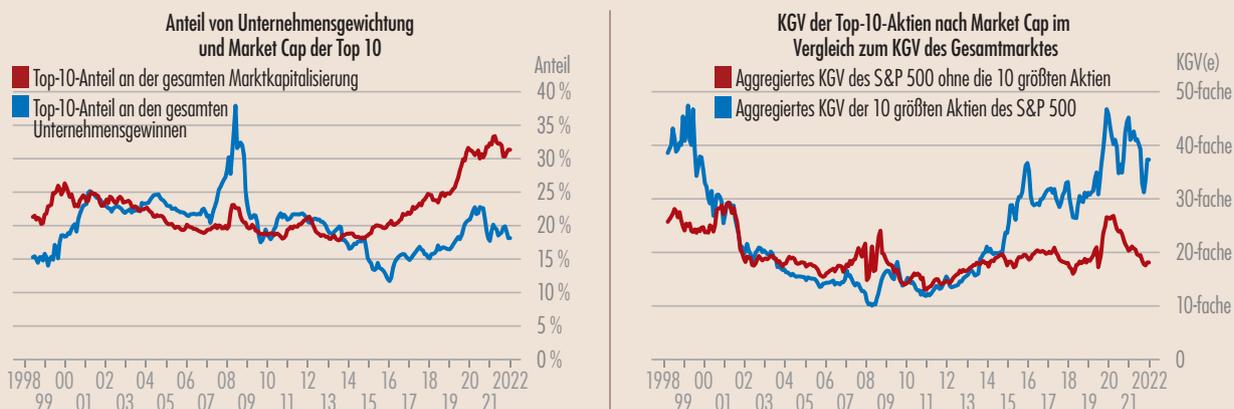
einem weiteren erheblichen Rückgang aufgrund steigender Zinsen, Inflations Sorgen, geopolitischer Spannungen und einer Umschichtung der Investoren, die ihre spekula-

tiven Aktienpositionen auf den niedrigsten Stand seit 2016 reduzierten, gekommen ist. Das große institutionelle Derisking ist weiter am Laufen und wird wohl noch für viel

mehr Abwärtsdruck sorgen. Denn das Abwärtsrisiko bei den Unternehmensgewinnen scheint noch lange nicht eingepreist zu sein. Die meisten Kurskorrekturen fanden im eher

Erstes Repricing war zu mild

Historische Bewertung der Top-10-Indizeschwergewichte im Vergleich zum S&P 500



Sowohl ein Vergleich von **Market Cap und Unternehmensgewinnen** (links) als auch ein Vergleich der Kurs-Gewinn-Verhältnisse der **10 schwersten Aktien mit dem Gesamtmarkt** (rechts) zeigt klar: Die Konzentration sollte noch weiter abgebaut werden, denn die Top-10-Aktien sind nach wie vor sehr teuer. Bislang ist diesbezüglich wohl noch zu wenig geschehen. Untersuchungszeitraum: 31. 12. 1998 bis 30. 9. 2022.

Quelle: Tobam, Bloomberg

FOTO: © OLIVIER LE MOAL | STOCK.ADOBE.COM

wachstumsorientierten Teil des Marktes statt. Das bedeutet, dass die Top-5-Megatitel der Industrieländer (Microsoft, Amazon, Alphabet A und C sowie Tesla), die enorm zur Marktkonzentration beigetragen haben, nicht so viel von ihrem Gewicht eingebüßt haben. Dieses ging vom Jahresende 2021 mit 21,2 Prozent zum Ende des dritten Quartals 2022 auf 20,6 Prozent im marktkapitalgewichteten Index (MSCI USA) zurück, wie die *Tabelle „Gewichtungsfragen“* illustriert. Aus diesem Grund ist ihr Einfluss auf die Marktkonzentration, gemessen an der Veränderung der quadrierten Diversifikation Ratio (DR²) mit konstanter Korrelationsmatrix (das bedeutet, dass der Konzentrationseffekt aufgrund von Gewichtsveränderungen isoliert wird), in den ersten neun Monaten dieses Jahres nur geringfügig zurückgegangen. Näheres zur Diversifikation Ratio findet sich im *Kasten „Tobams Maximum-Diversification-Ansatz im Überblick“*.

Die Investoren waren also bis dato noch nicht bereit, sich von den Mega-Cap-Technologiewerten zu trennen, die den US-Markt dominieren. „Das bedeutet aber auch, dass noch viel Potenzial für eine Neubewertung und eine Outperformance für ein diversifiziertes Portfolio besteht, sobald die Investoren die Bewertungen dieser Giganten neu überdenken“, findet Puhán. Die sehr groß kapitalisierten Aktien, die ein überdurchschnittlich großes zukünftiges Wachstum eingepreist haben, waren in den letzten Jahren die Haupttreiber der Marktdynamik und -konzentration. Einige haben sich relativ unterdurchschnittlich entwickelt. Dennoch geben viele Anleger die Mega-Cap-Technologiewerte, die den US-Markt dominieren, noch nicht auf.

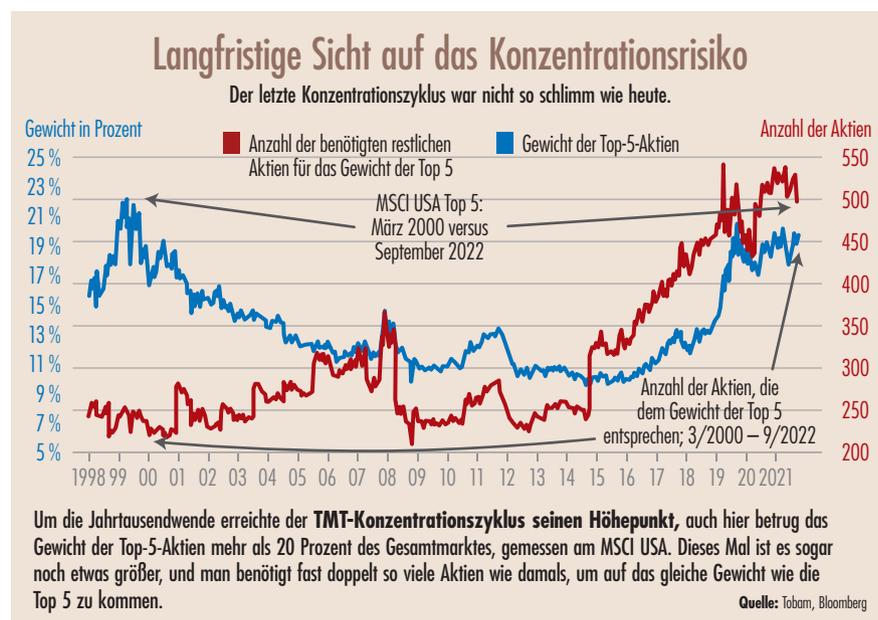
Top-10-Analyse

Eine Gegenüberstellung des Anteils der Unternehmensgewinne der Top-10-US-Aktien und deren Marktkapitalisierung im Vergleich zu den gesamten Unternehmensgewinnen respektive der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500 Index zeigt eine Divergenz: Die aktuellen Unternehmensgewinne der Top 10 rechtfertigen deren Bewertung nicht. Auch ein KGV-Vergleich zwischen den Top 10 und dem Gesamtindex legt nahe, dass die Erwartungen eines künftigen Überwachstums dieser Top-titel noch immer in den Marktbewertungen enthalten sind (*siehe die Doppelpgrafik „Ers-*

tes Repricing war zu mild“). Analysiert man die Diversifikation Ratio mit konstanter Korrelationsmatrix über die letzten 20 Jahre, so fällt auf, dass es ab 2014 bis Ende 2020 und auch noch im ersten Quartal 2022 einen deutlichen Anstieg der Konzentration am US-Aktienmarkt gegeben hat, weil das Diversifikationsmaß DR² fiel. Die daran anschließende erste Neubewertung der Top-10-Aktien im zweiten Quartal 2022 führte dann allerdings nur zu einem leichten Rückgang der Marktkonzentration im MSCI USA Index, wie die *Grafik „Diversifikationsmaß im Zeitablauf“* veranschaulicht.

Es scheint, dass die Investoren das Abwärtsrisiko für den globalen Konsum und das Wachstum unterschätzen und damit auch die Folgen für die großen Technolo-

gieunternehmen, die so stark wachsen konnten, weil ihre Geschäfte durch einen scheinbar nie endenden Konsumhunger weltweit befeuert wurden. Fakt ist, dass der Krieg in der Ukraine und die Covid-Pandemie nicht auf magische Weise und schnell verschwinden werden. Das dürfte die Lebensmittel- und Energiepreise hochhalten, und die Versorgungsentgüsse werden nicht so bald der Vergangenheit angehören, sondern noch in den nächsten 12 bis 18 Monaten virulent sein. Weitere längerfristige Aufwärtsrisiken für die Preise sind im angespannten Arbeitsmarkt – Stichwort demografischer Wandel – und in den rasch steigenden Kosten für die Bekämpfung des Klimawandels und den Übergang in eine klimaneutrale Zukunft zu sehen. Außerdem



sei nicht klar, so Dr. Puhán, ob es den Zentralbanken tatsächlich gelingen wird, die Zinsen deutlich genug anzuheben, um die daraus resultierende Inflation einzudämmen. Nachdem die Zentralbanken versucht haben, uns glauben zu machen, dass die Inflation nur vorübergehend sei, versuchten sie nun, uns glauben zu machen, dass die westlichen Volkswirtschaften eine „sanfte Landung“ erleben werden. Zweifel an diesem neuen Narrativ sind jedenfalls angebracht. Die Märkte scheinen jedoch zumindest teilweise daran zu glauben, was Potenzial für Mean Reversion und eine Neubewertung bietet.

Längerfristige Perspektive

Eine längerfristige Betrachtung der Marktkonzentration hilft, noch besser zu verste-

hen, warum es zu einer recht heftigen Neubewertung in diesem Zusammenhang kommen kann. Analysiert man den Anteil der Top-5-Aktien am MSCI USA seit der Jahrtausendwende, so sieht man sofort, dass die Marktkonzentration heute sogar noch schlimmer ausfällt als während des Konzentrationszyklus in den späten 90er- und frühen 2000er-Jahren. Dieser letzte große Konzentrationszyklus, der auf die übermäßig steigenden Bewertungen und damit den Hype von Telekommunikations-, Medien- und Technologiewerten zurückzuführen war, begann in den 90er-Jahren; er erreichte seinen Höhepunkt im März 2000. Ähnlich wie heute machten damals die fünf größten Aktien des MSCI USA mehr als 20 Prozent des Index aus. Im März 2000 hätte man etwa halb so viele Aktien, nämlich 253, der

kleinsten Werte im MSCI USA benötigt wie heute – da sind es 439 Aktien, um auf das gleiche Gewicht wie die fünf größten Werte zu kommen. Dies legt offen, dass die Marktkonzentration heute noch extremer ausfällt als vor gut 20 Jahren. Das illustriert die Grafik „Langfristige Sicht auf das Konzentrationsrisiko“. Es ist schwer zu sagen, warum diese Konzentration vor gut 20 Jahren so exzessiv war. War es die massive Einführung von passiven Investmentprodukten, die nach 2000 einsetzte? Eine aktuelle Studie von Valentin Haddad, Paul Huebner und Erik Loualiche von 2022 mit dem Titel „How Competitive is the Stock Market? Theory, Evidence from Portfolios, and Implications for the Rise of Passive Investing“ zeigt, dass ein Anstieg der passiven Investments in den letzten 20 Jahren zu

Tobams Maximum-Diversification-Ansatz im Überblick

Mathematische und statistische Kenntnisse sind vonnöten, um den patentierten Ansatz zu verstehen.

Der patentierte Anti-Benchmark-Ansatz von Tobam, der von Yves Choueifaty 2005 gegründeten Investmentboutique, ist eine systematische Long-only- und voll investierte Strategie, die versucht, die volle Risikoprämie einer Anlageklasse zu vereinnahmen, indem sie die Diversifikation maximiert. Marktkapitalisierungsgewichtete Benchmarks bilden hingegen dynamische Konzentrationen oder „Wetten“, oft in bestimmten Sektoren. Da sich diese Verzerrungen im Lauf der Zeit ändern, entwickelt sich auch die Risikoallokation der kapitalgewichteten Benchmark dynamisch: Diese ist kein neutraler, sondern ein verzerrter, dynamischer Risikoallokator. Außerdem werden diese „Wetten“ auch nicht durchgängig mit höheren Erträgen belohnt.

Im Gegensatz dazu zielen Anti-Benchmark-Strategien darauf ab, die Aktienrisikoprämie aus möglichst vielen unabhängigen und effektiven Risikofaktoren zu sammeln; angestrebt wird eine neutrale Risikoallokation. Der Anlageprozess hat ein Ziel: die Maximierung der Diversifikation Ratio (DR) eines Portfolios, das ist Tobams eigenes Maß für die Diversifizierung. Dadurch kreiert der Anti-Benchmark-Ansatz Portfolios, die näher an der Effi-

zienzkurve liegen. Der Ansatz maximiert die Diversifikation aus einer Bottom-up-Perspektive, denn es gibt keine Sektor- oder Länder-Top-down-Allokationen. Die Länder- und Sektorallokationen ergeben sich vollständig aus der Bottom-up-Auswahl, die auf Aktienkorrelationen und Volatilitäten basiert.

In dem 2008 veröffentlichten Papier „Toward Maximum Diversification“ wird die Diversifikation Ratio DR eines Portfolios w wie folgt definiert:

$$DR = \frac{w' \sigma}{\sqrt{w' \Sigma w}}$$

Dabei steht σ für den Vektor der Volatilitäten und Σ für die Kovarianzmatrix. Der Term im Nenner ist die Volatilität des Portfolios und der Term im Zähler die gewichtete durchschnittliche Volatilität der Vermögenswerte. Eine stärkere Diversifizierung innerhalb eines Portfolios verringert den Nenner und führt zu einer höheren Diversifikation Ratio.

Ziel der Maximum-Diversification-Methode von Tobam sind neben der Ausschöpfung aller Faktoren einer Risikoprämie eine Verbesserung der Performance und eine Senkung des Risikos im Vergleich zu traditionellen Benchmarks über einen Marktzyklus. Auch das ESG-Thema kommt



Yves Choueifaty, Präsident und CEO von Tobam.

auf Wunsch nicht zu kurz, da die Integrität von Tobams Ansatz durch eine umfassende ESG-Integration bestehen bleibt. „Untersuchungen zeigen, dass der Verzicht auf Investments im Zusammenhang mit fossilen Brennstoffen keinen signifikanten Einfluss auf das generelle Profil der Strategie hat, wie zum Beispiel die Rendite, Volatilität, das Verlustverhalten oder die Diversifikationsvorteile, gemessen an der Diversifikation Ratio“, sagt Tatjana Puhán, Managing Director und Deputy CIO von Tobam. Und weiter: „Unsere Untersuchungen ergeben, dass die Risikopositionierung praktisch unverändert bleibt. Dies ist eine der Kerneigenschaften des Maximum-Diversification-Ansatzes: die Fähigkeit, über alle auf dem Markt effektiven unabhängigen Risikoquellen hinweg gleichmäßig exponiert zu bleiben.“

einer deutlich unelastischeren Gesamtnachfrage nach Einzelaktien führt. So ist die Elastizität der Nachfragekurve für einzelne Aktien um 15 Prozent geringer, was bedeutet, dass der Wettbewerb am Aktienmarkt zerstört wird und sich ineffiziente Risikokonzentrationen noch verschärfen können. Eine weitere Frage in diesem Zusammenhang, die auf ihre wissenschaftliche Aufarbeitung wartet, lautet: Inwieweit hat die verstärkte Teilnahme von Kleinanlegern, die sich in Foren zusammenschließen (Stichwort Meme-Aktien wie GameStop), am Markt durch Online-Brokerage zur Marktkonzentration beigetragen? Unter Performanceaspekten kann ein extremer Konzentrationszyklus, wie wir ihn Ende der 90er- und Anfang der 2000er-Jahre erlebt haben, bereits zu einem massiven Unterschied zwischen einem diversifizierten Investor und einem anderen, der den massiven Wetten des kapitalgewichteten Indexportfolios ausgesetzt war, führen.

In der Grafik „Auswirkungen der (De-)Konzentrationszyklen auf dem US-Aktienmarkt“ werden die Bruttorenditen eines simulierten Portfolios nach Tobams Maximum-Diversification-Ansatz ab 1997 in einzelnen Zyklusfenstern dargestellt. Ein Investor, der in ein diversifiziertes US-Large-Cap-Aktienportfolio investierte, bevor die große Konzentration bei den TMT-Aktien eingesetzt hat, hätte eine um 76 Prozent

bessere Performance als ein marktkapitalisierungsgewichtetes Portfolio am Ende des gesamten Konzentrations- und Dekonzentrationszyklus erzielt. Wie groß dieser Effekt diesmal sein kann, wenn die Konzentration sogar noch höher ist als damals, kann niemand vorhersagen. Ein erster Hinweis ist jedoch das erste Halbjahr 2022, in dem schließlich eine leichte Dekonzentration einsetzte. Seit Ende März 2022 hat das diversifizierte Portfolio eine Outperformance von mehr als acht Prozent erzielt, während sich die Gewichtung der Spitzenwerte noch nicht einmal viel bewegt hat.

Negative Überraschungen?

Auch wenn niemand weiß, was die kommenden Monate bringen werden, hält es Tobam für unrealistisch, auf eine schnelle Lösung des Kriegs zwischen der Ukraine und Russland, der Lieferkettenbeschränkungen, des Inflationsproblems oder auf eine Umkehr des negativen geopolitischen Momentum zu hoffen. Die Tobam-Managerin führt aus: „Außerdem deutet die Verlangsamung der Gewinndynamik auf Unternehmensebene auf negative Überraschungen hin, die noch ausstehen und von den Investoren noch nicht ausreichend antizipiert wurden. All dies zusammen hat ein sehr großes Potenzial, die Mean Reversion oder

die Neuordnung der Marktkonzentration auszulösen, die schließlich irgendwann eintreten wird.“ In diesem Kontext könnte es sich als durchaus sinnvoll erweisen, das Risikomanagement von Portfolios zu überdenken und deren Risikokonzentration zu verringern. Es wird sich zeigen, inwieweit institutionelle Investoren der durchaus überzeugenden Argumentation von Tobam etwas abgewinnen können. Was auch noch für eine Umkehr des Konzentrationstrends spricht, ist der Umstand, dass in der Vergangenheit Studien gezeigt haben, dass die schwersten Titel einer Dekade in der nächsten regelmäßig abgelöst wurden – man denke nur etwa an die einst dominante General Electric. Auf den ersten Blick scheint viel dafür zu sprechen, dass die großen Plattformen wie Amazon und Meta ihre monopolartige Machtstellung behalten können. Doch ist dieses Mal wirklich alles anders? „This time is different“ hat sich schon sehr oft als falsch erwiesen und legt die Psychologie hinter den Spekulationsblasen offen. So haben beispielsweise Anti-Trust-Verfahren in der Vergangenheit so manchen überlegenen und schier unüberwindlichen Player erfolgreich ausgehebelt. Dieses Schicksal könnte marktbeherrschenden Suchmaschinen genauso drohen wie verschiedenen Plattformen, vor allem, wenn sie ihre Stellung nachhaltig missbrauchen. DR. KURT BECKER

Auswirkungen der (De-)Konzentrationszyklen auf den US-Aktienmarkt

Das Auf und Ab der simulierten Bruttorenditen eines Maximum-Diversification-Portfolios



Die rote Linie (z-Achse) zeigt die **kumulierten Veränderungen des Quadrats der Constant Matrix Diversification Ratio (DR²)** für den MSCI USA, solange diese Veränderungen negativ waren. Wenn die blaue Linie ansteigt, steigt die Konzentration im marktkapitalisierungsgewichteten Index. Sinkt sie, nimmt die Diversifikation im Index zu. Die blaue Linie stellt die **kumulierte negativen Brutto-Überschussrenditen der implementierbaren Version eines Maximum-Diversification-Portfolios** dar. Das bedeutet, dass die Maximum-Diversification-Strategie bei einem Anstieg dieser blauen Linie gegenüber dem MSCI USA unterdurchschnittlich abschneidet und umgekehrt. Im oberen Teil des Diagramms ist die **kumulative Brutto-Outperformance der Strategie** vermerkt, die Investoren hätten erzielen können, wenn sie gleich zu Beginn des jeweiligen Konzentrations-/Dekonzentrationszyklus bis zu dessen Ende investiert geblieben wären.

Quelle: Tobam