

# Indexkonzentration an den globalen Aktienmärkten



Andreas Rothacher & Valentin Dietschweiler  
14. Februar 2024

2023 fielen die Magnificent Seven<sup>1</sup> durch ihre hohe Performance und ihr steigendes Gewicht in verschiedenen Referenzindizes auf. Wirft man einen Blick auf verschiedene Aktienindizes, so fällt per Ende Januar 2024 nicht nur die hohe Konzentration im S&P 500 Index, sondern auch jene von anderen Indizes auf. Wir haben dies zum Anlass genommen, die Konzentration verschiedener Indizes auszuweisen und zu kommentieren.

<sup>1</sup> Aktien von Apple, Amazon, Alphabet, Nvidia, Meta, Microsoft und Tesla

	MSCI World	MSCI ACWI	MSCI Europe	MSCI EM	S&P 500	SPI TR
Marktkapitalisierung in Mrd. USD	60'901.6	67'638.2	10'576.9	6'736.6	42'700.6	1'748.6
Anzahl Titel	1'480	2'920	425	1'440	503	212
Top 3 (absteigend)	Apple Microsoft Nvidia	Apple Nvidia Microsoft	Novo Nordisk ASML Nestlé	TSMC Samsung Tencent	Microsoft Apple Nvidia	Nestlé Novartis Roche
Top 1 Index-Gewicht	4.7%	4.3%	3.5%	7.3%	7.3%	17.5%
Top 3 Index-Gewicht	11.8%	10.7%	9.7%	14.6%	17.6%	41.5%
Top 10 Index-Gewicht	20.8%	18.7%	22.9%	23.1%	31.3%	66.6%

**Tabelle:** Vergleich verschiedener Informationen ausgewählter Indizes (Quelle: Index-Factsheets per 31.01.2024, Werte gerundet)

Die Tabelle zeigt klar, dass nicht nur beim S&P 500 Index eine hohe Konzentration der Indexschergewichte besteht (Top 10 Titel machen hier rund 31% der Marktkapitalisierung des Index aus). Beim MSCI World (Aktienmarkt für die Industrieländer) liegt das Gewicht der Top 10 bei rund 21%. Beim MSCI Emerging Markets entfallen rund 23% der Marktkapitalisierung auf die Top 10. Beim MSCI Emerging Markets Asia liegt das Gewicht der Top 10 bei rund 30%.

Besonders ausgeprägt ist die Indexkonzentration im Swiss Performance Index (SPI TR). Hier bilden die Indexschergewichte Nestlé, Novartis und Roche zusammen fast 42% des SPI Index. Die Top 10 Titel entsprechen rund zwei Dritteln der gesamten Marktkapitalisierung des Index. 2023 zeigten sich am Schweizermarkt die Risiken einer derartigen Indexkonzentration. Zwei der drei Indexschergewichte (Roche und Nestlé) verzeichneten im Jahresverlauf deutliche Kursverluste, was auch die Performance des Gesamtindex belastete.

Es muss hier aber auch darauf hingewiesen werden, dass dieser Ländermarkt bezüglich Gesamtkapitalisierung wesentlich kleiner ist als der S&P 500 oder verschiedene MSCI Indizes. Vergleicht man den Schweizer Index mit anderen Länderindizes von vergleichbaren Volkswirtschaften, so sind die Indexgewichte nicht mehr so aussergewöhnlich. Beispielsweise weisen die Indexschergewichte ASML, Shell und Unilever zusammen einen Anteil von knapp 46% am AEX-Index (Niederländischer Aktienindex) auf. Auch in Dänemark fällt der Länderindex relativ konzentriert aus. So entfallen fast zwei Drittel der Marktkapitalisierung des MSCI Denmark auf Novo Nordisk, während die zweitgrösste Position im Index weniger als 6% Anteil aufweist. Für Investoren mit Basiswährung in Euro kann dies bedeuten, dass man sich eher auf den MSCI Europe (oder STOXX Europe 600) anstelle eines einzelnen Länderindex stützt. Die Indexschergewichte Novo Nordisk, ASML und Nestlé machen hier (MSCI Europe) knapp 10% der Marktkapitalisierung aus.

### **Was können institutionelle Investoren tun?**

Welche Massnahmen und Möglichkeiten haben Investoren, um der Titelkonzentration in verschiedenen Aktienindizes entgegenzuwirken bzw. wie ist mit der Indexkonzentration umzugehen? Wir haben nachfolgend verschiedene Möglichkeiten und Ansätze aufgeführt und erläutert.

#### *Einzeltitlexposure im Gesamtportfoliokontext betrachten*

Die oben aufgeführten Werte erscheinen auf den ersten Blick relativ hoch. Gleichzeitig investieren die meisten institutionelle Investoren neben Aktien auch in andere Anlagen. Apple weist im MSCI World ein Indexgewicht von rund 4.7% auf. Ein Investor, welcher strategisch eine Aktien Welt Quote von 20% definiert hat und diese passiv umsetzt, würde somit auf Gesamtportfolioebene ein Exposure von rund 0.95% gegenüber Apple Aktien aufweisen. Würde dieser Titel im Kurs um 10% fallen, so entspräche dies einem negativen Performance-Beitrag von rund -0.1% auf die Gesamtrendite.

Die Exposures gegenüber Einzeltiteln sind nicht nur auf Ebene der Aktienallokation, sondern auch im Gesamtportfoliokontext zu sehen. Auf Stufe des Gesamtportfolios gilt es zusätzlich das Exposure gegenüber den jeweiligen Unternehmensanleihen zu berücksichtigen, wobei deren Volatilität tendenziell wesentlich tiefer ausfällt (insbesondere bei Emittenten mit hohem Rating).

#### *Investoren sollten sich der Index-Zusammensetzung bewusst sein*

Die bei der Strategieausarbeitung definierten Benchmarks stellen das jeweils vorhandene Opportunitäten-Set einer Anlageklasse dar. Auch passive Investoren sollten sich in regelmässigen Abständen mit der Indexzusammensetzung der gewählten Benchmarks und Index-Fonds auseinandersetzen. Eine periodische Diskussion soll dazu beitragen, dass sich die Anlageverantwortlichen der Veränderungen der Index-Zusammensetzung und -Charakteristika und allfälliger Konzentrationstendenzen bewusst sind. Nachgelagert sollte dann diskutiert werden, ob man mit der aktuellen Indexzusammensetzung komfortabel ist und weiterhin so investiert sein will.

#### *Diversifikation über verschiedene Aktienmärkte*

Eine weitere Möglichkeit die Portfolioallokation zu den Indexschergewichten zu mitigeren, kann die Diversifikation in weitere Aktienmärkte bieten. Ein amerikanischer Investor könnte beispielsweise seine Allokation im S&P 500 mit einer Anlage im Russell 2500 (US Small und Mid Cap Index) ergänzen. Dies kann sowohl strategisch mit einer eigenen Zielquote oder im Sinne eines Core-Satellite-Ansatzes als Unterkategorie der Aktien erfolgen.

Bei der Anlage in weiteren Märkten gilt es zu berücksichtigen, dass sich die Charakteristika von anderen Aktienmärkten deutlich vom Heimmarkt bzw. Ausgangsmarkt unterscheiden können. Dies betrifft nicht nur die Titelzusammensetzung, sondern auch die Sektorengewichte, Style-Exposures sowie je nachdem auch die Marktkapitalisierung und als Folge die Rendite-/Risikoeigenschaften.

Ein Schweizer Investor könnte beispielsweise sein Aktien Schweiz Portfolio mit einer Allokation im Small und Mid Cap Index (SPI Extra TR) ergänzen. Das Gewicht der Top drei Titel beträgt hier rund 13%. Gleichzeitig würde ein solches Investment zu einer Veränderung der Sektorallokation (u.a. tieferer Anteil des Gesundheitssektors und höherer Anteil von Industrietiteln) und Erhöhung der Konjunktursensitivität führen. Die Anlageverantwortlichen sollten vorgängig ein Bewusstsein für die quantitativen und qualitativen Veränderung der Anlagecharakteristika der Aktienallokation entwickeln.

#### *Diversifikation über verschiedene Anlageklassen*

Institutionelle Investoren sind gut beraten, neben ihren traditionellen Anlagen wie Aktien und Bonds auch weitere Anlageklassen wie Immobilien und Alternative Anlagen in ihrer strategischen Vermögensallokation zu berücksichtigen. Hierbei gilt es neben den abweichenden Rendite-/Risiko-Eigenschaften, den Gebühren, der höheren Komplexität und gegebenenfalls auch der Illiquidität Rechnung zu tragen. Unter Umständen ist es notwendig, dass sich Anlageverantwortliche das Wissen zu neuen Anlageklassen zuerst aufbauen oder die Hilfe eines externen Spezialisten wie eines unabhängigen Investment Consultants in Anspruch nehmen, bevor ein Exposure in einer völlig neuen Anlageklasse aufgebaut wird. Es ist auch darauf hinzuweisen, dass der Zugang zu Alternativen Anlagen nicht allen institutionellen Investoren in gleichem Masse gegeben ist. Dies kann beispielsweise auf regulatorische Beschränkungen, Liquiditätspräferenzen oder Grössenrestriktionen (u.a. Mindestanlagesumme) zurückzuführen sein.

#### *Einsatz eines Bandbreitenkonzeptes und diszipliniertes Rebalancing durchführen*

Der geschickte Einsatz eines Bandbreitenkonzeptes kann zusätzlich helfen im richtigen Moment Gewinn mitzunehmen. Ein Rebalancing trägt dazu bei, dass sich die effektive Allokation nahe der definierten Anlagestrategie und deren Rendite-/Risikoeigenschaften bewegt.

Engere Bandbreiten führen in der Regel dazu, dass das Momentum einer Anlageklasse früher beendet wird. Somit ist die Ausgestaltung ein Balanceakt zwischen Partizipation am Marktmomentum und Risikomanagement.

#### *Einsatz von aktiven Managern evaluieren*

Je nach Aktienmarkt kann es Sinn machen, das Portfolio mit einem oder mehreren aktiven Managern zu ergänzen (Core-Satellite-Ansatz). Hierbei gilt es neben dem erwarteten Tracking Error auch das Manager-Selektionsrisiko, die höheren Kosten sowie die zu erwartende Netto-Performance im Auge zu behalten. Anlageverantwortliche sollten bei der Evaluierung von aktiven Managern auch das Diversifikationspotential eines Produktes anhand von Korrelationsanalysen und Portfolioholdings sorgfältig abschätzen. Andernfalls trägt die Beimischung eines zusätzlichen Managers nicht dazu bei, die Titelkonzentration innerhalb einer Anlagekategorie zu reduzieren.

#### *Diversifikation darf nicht Selbstzweck sein*

Es erscheint uns wichtig, darauf hinzuweisen, dass Diversifikation nicht ihrer Selbstwillen forciert werden sollte. Die Beifügung zusätzlicher Anlageklassen und die abweichende Titelgewichtung einer Aktienanlage sollte das Potential haben, das Portfoliorisiko zu senken oder das Renditepotential zu steigern (oder eine Kombination aus beiden Elementen).



**Abbildung:** Rollierende Rendite über 3 Jahre

Zahlen per 31. Januar 2024	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	15 Jahre
<b>Rendite p.a.</b>					
MSCI World Equal Weighted USD	6.9%	3.6%	6.7%	6.3%	10.2%
MSCI World NR USD	17.0%	8.1%	11.4%	9.1%	11.5%
<b>Volatilität p.a.</b>					
MSCI World Equal Weighted USD	16.8%	17.3%	19.0%	15.7%	16.6%
MSCI World NR USD	14.4%	17.0%	18.0%	14.9%	15.5%

**Tabelle:** Rendite- und Volatilitäts-Vergleich für verschiedene Zeiträume

Ein Veranschaulichungsbeispiel stellt hierzu der MSCI World Equal Weighted Index (gleichgewichteter Ansatz) dar. Im Vergleich zum MSCI World resultierten über verschiedene Zeiträume tiefere langfristige Renditen. Vergleicht man die rollierenden Dreijahresrenditen (annualisiert), so zeigt sich, dass über einen Zeitraum von 20 Jahren (Februar 2004 bis Januar 2024) der kapitalgewichtete Index in mehr als zwei Dritteln aller Fälle vor dem gleichgewichteten Index lag. Die Volatilität des gleichgewichteten Index fiel ebenfalls höher aus. Dementsprechend fiel auch die Sharpe Ratio über die längere Frist jeweils tiefer aus. Auch der Turnover und damit zusammenhängend die Transaktionskosten fielen im Vergleich zum kapitalgewichteten Ansatz wesentlich höher aus. Investoren haben mit diesem Ansatz möglicherweise auch Unternehmen mit höherem Gewicht im Portfolio, welche vergleichsweise schlecht abschneiden und gerade deshalb eine tiefe Marktkapitalisierung aufweisen (wenn auch mit durchschnittlich tieferen Kursgewinn-Verhältnissen).

In der kurzen Frist gab es in der Vergangenheit immer wieder kurze Phasen, wo der gleichgewichtete Ansatz den kapitalgewichteten Ansatz schlagen konnte. Diese spricht jedoch eher für eine taktische Anwendung derartiger Produkte und nicht für einen strategischen Einsatz. Somit vermag dieser Ansatz in der Gesamtbetrachtung als Lösung nicht zu überzeugen.

### Zusammenfassung

Institutionelle Investoren sind gut beraten, sich periodisch mit der Zusammensetzung ihrer Portfolios auseinanderzusetzen und ein Bewusstsein für die Zusammensetzung der definierten Benchmarks zu entwickeln. Dies bleibt auch für Investoren relevant die verschiedenen Marktsegmente passiv umsetzen. Dies kann salopp wie folgt zusammengefasst werden: «Passiv investieren heisst eben nicht, eine Anlage zu kaufen und dann wegzuschauen.»

Eine periodische Überprüfung der Anlagestrategie mittels einer Asset-Only-Studie oder ALM-Studie kann dazu beitragen das eigene Portfolio auch langfristig auf Kurs zu halten und die gesetzten Anlageziele zu erreichen.

### Autoren



Andreas Rothacher  
M.A. HSG, CFA, CAIA  
Senior Investment-Consultant  
Leiter Investment-Research



Valentin Dietschweiler  
Dipl. Betriebsökonom FH  
Investment-Consultant/Controller

## Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden mit der üblichen Sorgfalt erhoben, analysiert und zusammengestellt. Dennoch übernimmt Complementa keinerlei Haftung, noch gibt sie Zusicherungen ab über, jedoch nicht beschränkt auf, Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hierin enthaltenen Informationen, auch wenn Complementa die Informationsquellen und –mittel nach bestem Wissen ausgewählt hat und diese für vertrauenswürdig hält. Complementa ist zudem selbst in erheblichem Ausmass von der Qualität der ihr von den Dateneigentümern zugelieferten Informationen abhängig.

Dieses Dokument kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die auf Planungen, Schätzungen, Prognosen und Erwartungen, auf gewissen Annahmen sowie derzeit verfügbaren Informationen basieren. Die zukunftsgerichteten Aussagen sind nicht als Garantien für zukünftige Entwicklungen und Ergebnisse zu verstehen. Diese sind vielmehr abhängig von einer Vielzahl von Faktoren; sie beinhalten verschiedene Risiken und Unwägbarkeiten und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend erweisen. Complementa übernimmt keine Verpflichtung, zukunftsgerichtete Aussagen zu aktualisieren.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Informationszwecken, und die darin enthaltenen Handlungsalternativen dürfen nicht ohne sorgfältige Überprüfung durch den Adressaten als Aufforderung zum Abschluss bestimmter Geschäfte oder die Auswahl eines Geschäftspartners, Brokers etc. verstanden werden. Es entbindet einen Investor nicht von seiner eigenen umfassenden Beurteilung, insbesondere auch in steuerlicher und/oder rechtlicher Hinsicht. Keine der Angaben ist als Empfehlung zu verstehen, insbesondere bestimmte Transaktionen oder Geschäftsverbindungen einzugehen oder zu unterlassen. Der Inhalt stellt keine Offerte zur Investition in jedwelche Produkte dar.

## Über Complementa

Complementa wurde 1984 als erster unabhängiger Investment-Controller und Performance-Messer der Schweiz gegründet und entstand aus der Vision, institutionelle Anleger in ihrer Kernaufgabe der finanziellen Führung zu unterstützen und zu begleiten. Zur Kundschaft zählen bekannte Grössen aus den Segmenten Pensionskassen, Family Offices, Versicherungen, Banken, Corporates und Stiftungen. Das Unternehmen unterstützt mit langjähriger Praxiserfahrung und Knowhow in allen Anlagethemen.

Complementa agiert unabhängig und wird für erbrachte Leistungen ausschliesslich durch die Kundschaft vergütet. Das Unternehmen befindet sich vollständig in Privatbesitz.

Die Mitarbeitenden schaffen Transparenz und ebnen den Weg für eine fundierte Entscheidungsfindung, wodurch die Kundschaft individuell in der Gestaltung und Überwachung der Finanzierungs- und Anlageprozesse unterstützt wird.

## Kontakt

Complementa AG  
Gaiserwaldstrasse 14 | CH-9015 St. Gallen  
Eisengasse 16 | CH-8008 Zürich

Web [www.complementa.ch](http://www.complementa.ch)  
E-Mail [info@complementa.ch](mailto:info@complementa.ch)  
Telefon +41 71 313 84 84

Complementa GmbH  
Landsberger Strasse 302 | DE-80687 München

LinkedIn [@Complementa-AG](https://www.linkedin.com/company/complementa-ag)