

assenagon Equity Insights

Mega Caps: Haben oder nicht haben?



38 | 26. September 2024



- > Die Mega Cap-Rallye hat dafür gesorgt, dass die Index-Konzentration am All Time High ist – eine zunehmende Herausforderung für Investoren.
- > Der Einfluss der Mega Caps auf das Rendite/Risiko-Spektrum von aktiven Strategien – ungeachtet der Stilrichtung – ist so groß wie nie zuvor.
- > Ausschluss von Mega Caps im Portfolio führt in jedweder Strategie zu einer Art Size-Bias – selbst wenn nur Large Caps allokiert werden sollten.

Die Herausforderung der Mega Caps

Kaum ein Thema fordert Investoren derart heraus, wie die Wertentwicklung der sogenannten Mega Caps. Zum einen führt diese dazu, dass der globale Aktienmarkt mittlerweile höher konzentriert ist als je zuvor und dementsprechend nicht mehr das gewohnte Maß an Diversifikation aufweist. Zum anderen ist ein Großteil der Wertentwicklung auf eine Ausweitung der Unternehmensbewertung zurückzuführen.

Im aktuellen Artikel untersuchen wir, wie sich die Mega Caps auf die Performance von bekannten Faktorstrategien auswirken. Darüber hinaus zeigen wir auf, wie sich mit der Fragestellung aus dem Blickpunkt Portfoliokonstruktion und Risiko-Management umgehen lässt.

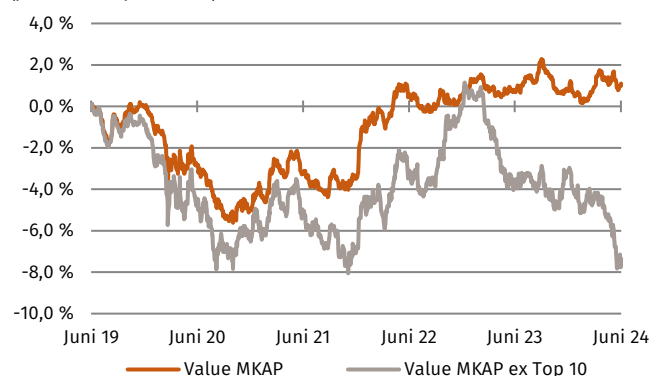
Welchen Einfluss nehmen Mega Caps auf Faktor-Renditen?

Um den allgemeinen Einfluss der Mega Caps auf die Wertentwicklung näher zu analysieren, werden für alle Faktoren zwei verschiedene Portfolios konstruiert: Einmal auf Basis des gesamten globalen Aktienmarktes inklusive der Top 10-Unternehmen und einmal ohne eben jene Top 10-Unternehmen. Als Gewichtungsschema wird in beiden Fällen die Marktkapitalisierung gewählt (nachfolgend mit "MKAP" bzw. "MKAP ex Top 10" abgekürzt).

Wie gewohnt werden die Portfolios ganzheitlich im Rahmen unseres Assenagon Equity Frameworks konstruiert. Das bedeutet, dass gegenüber der Benchmark – dem globalen Aktienmarkt – lediglich der gesuchte Faktor, bspw. Value, betont wird. Sämtliche weiteren Charakteristika, wie z. B. Sektor- oder Länder-Allokation oder auch weitere Faktoren werden gegenüber der Allokation des globalen Aktienmarktes neutral gehalten. Somit wird die Wertentwicklung relativ zum globalen Aktienmarkt ausschließlich durch den jeweiligen Faktor bestimmt bzw. im Falle MKAP ex Top 10 zusätzlich durch den Ausschluss der größten zehn Unternehmen.

In **Abbildung 1** stellen wir exemplarisch für den Value-Faktor die relative Performance beider Portfolios gegenüber dem globalen Aktienmarkt dar. Es zeigt sich deutlich, dass der Ausschluss der zehn größten Aktien einen deutlich negativen Einfluss auf die Wertentwicklung nimmt: So liegt über die vergangenen fünf Jahre eine Differenz von -8,4 Prozent zwischen beiden Varianten vor. Im Umkehrschluss zeigt sich aber auch, dass der Value-Faktor ohne Ausschluss trotz der Rallye der (meist technologielastigen) Mega Caps gegenüber dem globalen Aktienmarkt seit Juni 2020 eine leichte Outperformance von +1,1 Prozent generieren konnte.

Abb. 1: Relative Performance zum globalen Aktienmarkt
(Juni 2019 – Juni 2024)



Quelle: Assenagon, Bloomberg

Tabelle 1 ergänzt **Abbildung 1** indem sie für alle weiteren Faktoren die Ergebnisse zusammenfasst: Ungeachtet der jeweiligen Stilrichtung hat sich der Ausschluss der zehn größten Unternehmen deutlich negativ ausgewirkt – je nach gewähltem Faktor liegt der Einfluss über fünf Jahre bei -5,2 Prozent bis -8,6 Prozent.

Betrachtet man rein die kumulierte, relative Wertentwicklung über fünf Jahre für den jeweiligen Faktor ohne Ausschluss, so liegt bis auf zwei Ausnahmen eine leichte Outperformance vor. Der Momentum-Faktor führt das Feld über die letzten fünf Jahre an. Am anderen Ende zeigte der Size-Faktor konsequenterweise die schlechteste Performance.

Tab. 1: Relative Performance aller Faktoren zum globalen Aktienmarkt (Juni 2019 – Juni 2024)

	MKAP	MKAP ex Top 10	Differenz
Value	1,1 %	-7,3 %	-8,4 %
Profitability	1,9 %	-5,7 %	-8,6 %
Dividend	1,2 %	-7,1 %	-8,3 %
Size	-7,9 %	-14,0 %	-6,1 %
Leverage	2,4 %	-5,2 %	-7,6 %
Momentum	4,0 %	-2,9 %	-6,9 %
Volatility (idio.)	-8,1 %	-13,3 %	-5,2 %
Beta	1,6 %	-6,7 %	-8,3 %

Quelle: Assenagon, Bloomberg

assenagon

Equity Insights

Mega Caps: Haben oder nicht haben?



38 | 26. September 2024

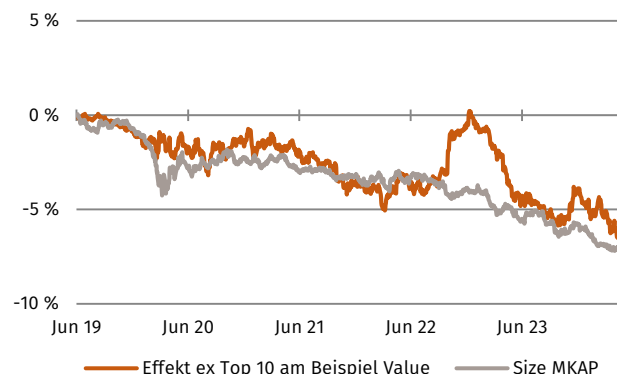
Interessanterweise bringt der Ausschluss der Top 10-Unternehmen, ungeachtet des gewählten Faktors, ein ähnliches Ergebnis mit sich. So ist nicht nur die Differenz beider Portfolios in allen Fällen negativ, sondern auch die absolute Rendite der Faktoren über die letzten fünf Jahre ist ohne die Top 10-Titel in allen Fällen negativ. Mit Blick auf die Ergebnisse lässt sich bereits erahnen, dass der Faktor Size eine tragende Rolle spielt. Exemplarisch hierfür zeigt **Abbildung 2** in orange die Differenz der beiden Value-Portfolios aus **Abbildung 1** sowie die relative Performance des marktkapitalisierungsgewichteten Size-Faktors ohne Ausschlüsse (MKAP).

Der Size-Faktor gewichtet Small- und Mid-Caps über und Large Caps unter im Vergleich zum globalen Aktienmarkt. Der Value Faktor ex Top 10 weist zwar keinerlei Allokation in den zehn größten Unternehmen auf, weicht allerdings gegenüber dem globalen Aktienmarkt hinsichtlich der durchschnittlichen Marktkapitalisierung nicht ab (Size neutral). Die Ähnlichkeit der beiden Zeitreihen zeigt allerdings auf, dass allein das "Fehlen" der Top 10-Unternehmen einen signifikanten Anteil des Size-Faktors ausmacht. Grund hierfür ist die zunehmende Konzentration des globalen Aktienmarktes: Gegenwärtig machen die zehn größten Unternehmen fast 25 Prozent des Indexgewichtes aus. Das hat zur Folge, dass allein durch den Ausschluss dieser Titel ein Portfolio bereits einen Active Share von 25 Prozent aufweist. Entsprechend groß ist die Auswirkung auf Rendite und Risiko des Portfolios.

Assenagon Equity Framework

Somit zeigt sich, dass man sich als Investor nicht nur die Frage stellen sollte, was man im Portfolio hat (z. B. Value), sondern auch was man nicht im Portfolio hat (MKAP vs. MKAP ex Top 10). Denn ungeachtet dessen, dass man im eingangs dargestellten Beispiel eine Value-Strategie verfolgt, welche per se keine Abweichung hinsichtlich der Size-Charakteristik zur Benchmark hat, wirkt sich der Ausschluss der Mega Caps ähnlich auf die Wertentwicklung aus.

Abb. 2: Differenz Value MKAP & MKAP ex Top 10 vs. relative Performance Size-Faktor gegenüber dem globalen Aktienmarkt (Juni 2019 – Juni 2024)



Quelle: Assenagon, Bloomberg

Für den Anleger

Wie bereits in zurückliegenden Artikeln aufgezeigt ([Equity Insights #30](#) & [Equity Insights #31](#)), stellt der Mega Cap-Effekt einen idiosynkratischen Effekt dar. Dies bedeutet, dass sich die Wertentwicklung nicht aus der Breite durch bekannte Rendite-Effekte (z. B. Sektor- oder Faktor-Effekte) erklären lässt. Dementsprechend sollten Untergewichte in den Top 10-Titeln mit Bedacht gewählt und sehr bewusst eingegangen werden. Insbesondere mit Blick auf die Bewertungsniveaus und deren Differenzen entlang des Spektrums der Marktkapitalisierung kann eine Untergewichtung der Mega Caps aktuell auch zunehmend opportun erscheinen – denn wenn die Geschichte eines gelehrt hat, dann das jede Rallye einmal vorbei ist.

Daniel Jakubowski, Dr. Ulrich Wessels

PS: Lesen Sie in der nächsten Ausgabe, welche Mega Caps den Weg ins Faktorportfolio finden.

Anmerkungen oder Anregungen? Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen:
daniel.jakubowski@assenagon.com | ulrich.wessels@assenagon.com

Verwaltungsgesellschaft: Assenagon Asset Management S.A., Aerogolf Center, 1B Heienhaff, 1736 Senningerberg, Luxemburg, www.assenagon.com

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt des Fonds und das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Die zukünftige Wertentwicklung unterliegt der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des jeweiligen Anlegers abhängig ist und sich in der Zukunft ändern kann. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung, bei der insbesondere alle Eigenschaften oder Ziele des beworbenen Fonds berücksichtigt werden sollten, wie sie in den Verkaufsunterlagen offengelegt sind, und stellen weder eine persönliche Empfehlung, noch eine Anlage- oder Anlagestrategieempfehlung der auflegenden Verwaltungsgesellschaft Assenagon Asset Management S.A. dar. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit der Angaben kann keine Garantie übernommen werden. Eine Haftung wegen Fehlerhaftigkeit der Angaben ist ausgeschlossen. Verbindlich sind allein der Verkaufsprospekt, der aktuelle Jahres- und Halbjahresbericht sowie für OGA-Fonds das Basisinformationsblatt bzw. die wesentlichen Anlegerinformationen, die Sie unter www.assenagon.com, bei der Verwaltungsgesellschaft oder bei den Vertriebs-, Zahl- und Informationsstellen kostenlos in deutscher Sprache anfordern können. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann unter www.assenagon.com/fileadmin/footer/Assenagon_Complaints_Handling_Policy.pdf eingesehen werden. Informationen über nachhaltigkeitsrelevante Aspekte werden, falls anwendbar, unter www.assenagon.com/fonds zur Verfügung gestellt. Der Nettoinventarwert des Fonds kann Schwankungen unterworfen sein. Der Verkaufsprospekt enthält dazu umfangreiche Risikohinweise. Alle Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwaltungsgesellschaft kann Vertriebszulassungen einzelner Fonds und Teilfonds jederzeit nach eigenem Ermessen unter Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben widerrufen. Die Ausführungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Hinweise zum Datenschutz entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Die Weitergabe des Reports ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von Assenagon erlaubt.