



Konjunktur und Strategie

12. Juni 2025

Indexkonstruktion: Portfoliokonstruktion bei konzentrierten Portfolios (Teil 3)

Wenn klassische Stockpicker und aktive Manager Portfolios aus Einzelaktien zusammenstellen, existieren immer konkurrierende Konzepte bezüglich der Frage, wie die einzelnen Aktien gewichtet sein sollten. Die einfachste (und nicht zwingend schlechte) Lösung besteht in der Gleichgewichtung der Aktien. Dahinter steckt eine gewisse Logik. Wenn man als aktiver Manager einzelne Aktien selektiert, dann ist die Konfidenz hinsichtlich der „Richtigkeit“ der Selektion bei allen Aktien meistens ähnlich. Das spricht dann dafür, tatsächlich auch alle Aktien mehr oder weniger gleich zu gewichten, denn es gibt aus dieser Perspektive keinen Grund, bei einer ähnlichen Konfidenz in die Qualität der Entscheidung deutlich unterschiedliche Gewichte bei den Aktien im Portfolio zu wählen.

Allerdings existieren auch gewichtige Gründe, eine andere Vorgehensweise zu wählen. Wenn man als aktiver Asset Manager und Stockpicker sehr große Volumina an den Märkten bewegt, dann ist eine Gleichgewichtung der Aktien nicht zwingend ein guter Ratgeber. Denn die Aktien vieler sehr kleiner Unternehmen haben eine so geringe Liquidität, dass eine Gleichgewichtung der Aktien in absoluten Beträgen betrachtet zu so hohen Volumina führt, dass diese liquiditätstechnisch gar nicht sinnvoll dargestellt werden können. Das spricht dafür, von einer Gleichgewichtung abzuweichen und Aktien in ihrer Gewichtung z.B. eher an ihrer Marktkapitalisierung zu orientieren. Daneben existiert noch ein weiterer Grund, die Gewichtung an der Marktkapitalisierung der Aktien aus-

zurichten: Eine Gleichgewichtung von Aktien führt zu einer zuweilen recht deutlichen Abweichung der Wertentwicklung von einer (marktkapitalisierungsgewichteten) Benchmark, da kleine Werte im Vergleich zur Benchmark massiv übergewichtet sind, große Werte dagegen bei einer Gleichgewichtung massiv untergewichtet. Auch die sektorale Allokation eines aktiven Stockpicker-Portfolios kann bei einer Gleichgewichtung massiv von der Benchmarkstruktur abweichen, und die Gefahr eines hohen Tracking-Errors als Maß für das relative Risiko im Vergleich zur Benchmark steigt bei einer Gleichgewichtung gewaltig.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen wird von sehr vielen aktiven Asset Managern in der Portfoliokonstruktion die Vorgehensweise präferiert, die ausgewählten Aktien mit einem Gewicht zu versehen, das sich an der Marktkapitalisierung des Unternehmens orientiert. Und hier beginnt ein Problem: Wenn ein aktiver Asset Manager ein konzentriertes Portfolio verantwortet – und dagegen spricht zunächst nichts, denn es zeigt ja nur, dass der Manager seine Meinung mit einer hohen Konfidenz vertritt – dann wächst die Wahrscheinlichkeit, dass einige sehr große Unternehmen das Portfolio massiv dominieren können. Es sind hier durchaus Konstellationen vorstellbar, wo ein Portfolio zum Beispiel aus 30 Aktien besteht, aber drei Aktien schon 50% der Gewichtung ausmachen. Wenn dann diese drei Aktien aus einem Sektor kommen und möglicherweise sogar noch Werte sind, die in der Benchmark nicht dominieren, kann hier eine massive Unwucht entstehen.

Eine Lösung für das Problem wäre es, einen Mittelweg zwischen einer Gleichgewichtung und der Marktkapitalisierung einzuschlagen, den wir schon in den vorherigen Veröffentlichungen dieser Reihen vorgeschlagen hatten:

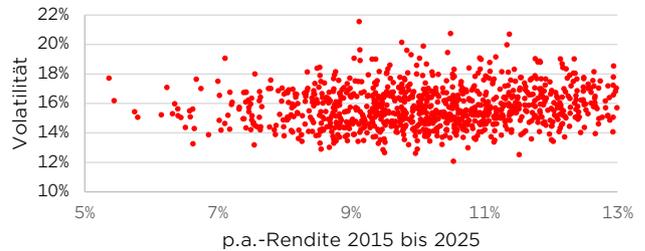
Konjunktur und Strategie

Eine Gewichtung, die sich nicht an der Marktkapitalisierung orientiert, sondern an der Wurzel (oder genauer: an der n-ten Wurzel) der Marktkapitalisierung. Hier schlägt man mehrere Fliegen mit einer Klappe: Einerseits koppelt man das Gewicht der Aktien an die Größe des Unternehmens und berücksichtigt somit Aspekte der Liquidität und der Kontrolle des Tracking-Errors; andererseits reduziert man Konzentrationsrisiken, die sich mathematisch zwingend gerade aus der Verwendung konzentrierter Stockpicker-Portfolios ergeben.

Doch wie würde sich eine alternative Form der Gewichtung auf Basis der Wurzel der Marktkapitalisierung im Gegensatz zu einer marktkapitalisierungsgewichteten Vorgehensweise auswirken? Um dies zu überprüfen, haben wir mit einer Vielzahl von Durchläufen das Selektionsverhalten von Stockpickern simuliert und jeweils die Effekte einer unterschiedlichen Portfoliokonstruktion berechnet. Die Vorgehensweise sah dabei im Detail wie folgt aus: Aus den Werten des STOXX 600 Europa wurden im ersten Schritt 1000 Portfolios generiert, die für den Zeitraum 2015 bis 2025 alle exakt so hätten existieren können. Die Portfolios hatten im Schnitt 30 Aktien; diese Portfolios wurden nun einmal auf Basis der Marktkapitalisierung gewichtet und dann einmal auf Basis der Wurzel der Marktkapitalisierung. Das Ergebnis ist logisch, aber dennoch auch frappierend. Denn es zeigt sich, dass die Verteilung der Rendite-Risiko-Punktwolke (jeder Punkt steht für die Rendite-Risikokombination eines konkreten Portfolios) deutlich konzentrierter ist. Mit anderen Worten: Es gibt beim Thema Rendite und Risiko einfach viel weniger Ausreißer.

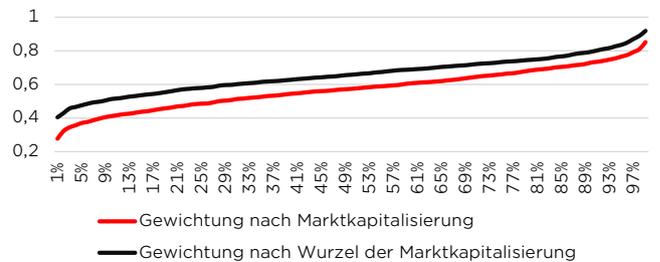
Portfolios auf Basis der Wurzel der Marktkapitalisierung attraktiver; das gilt auch für weniger konzentrierte Portfolios mit durchschnittlich 60 Aktien.

Rendite und Risiko von Stockpickingportfolios mit ca. 30 Aktien im Durchschnitt, Gewichtung basierend auf der Wurzel der Marktkapitalisierung



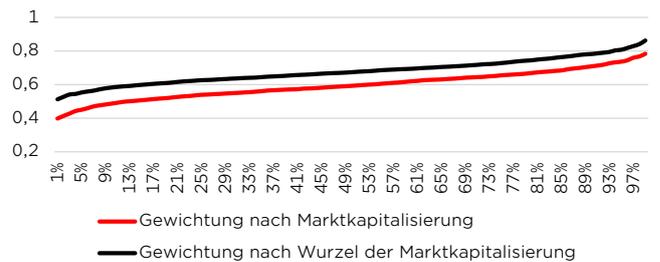
Quelle: LSEG Datastream und eigene Berechnungen

Verteilung der Sharpe-Ratios nach Quantilsrängen in 1000 generierten Stockpicking-Portfolios mit durchschnittlich 30 Aktien (2015 bis 2025)



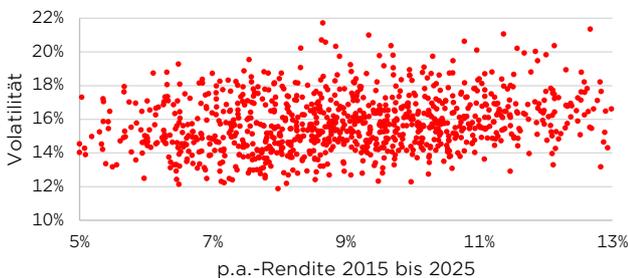
Quelle: LSEG Datastream und eigene Berechnungen

Verteilung der Sharpe-Ratios nach Quantilsrängen in 1000 generierten Stockpicking-Portfolios mit durchschnittlich 60 Aktien (2015 bis 2025)



Quelle: LSEG Datastream und eigene Berechnungen

Rendite und Risiko von Stockpickingportfolios mit ca. 30 Aktien im Durchschnitt, Gewichtung basierend auf Marktkapitalisierung



Quelle: LSEG Datastream und eigene Berechnungen

Man hat in beiden Dimensionen eine viel engere Verteilung, was auch bedeutet, dass man mit der wurzelbasierten Methode im Schnitt viel weniger implizite Risiken eingeht. Auch die Verteilung der Sharpe-Ratios ist bei

All diese Berechnungen und Simulationen sprechen eine klare Sprache: Es mag gute Gründe geben, konzentrierte Stockpickerportfolios in der Portfoliokonstruktion nicht mit einer Gleichgewichtung zu versehen. Wer jedoch glaubt, dass einer Gewichtungsstruktur auf Basis der Marktkapitalisierung eine gute Alternative ist, geht ebenfalls gewaltige implizite Risiken ein. Der Sweet Spot der Portfoliokonstruktion ist vermutlich eine Stauchung der Gewichtungen über die Wurzel der Marktkapitalisierung.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	12.06.2025 15:47	03.06.2025 -1 Woche	09.05.2025 -1 Monat	07.03.2025 -3 Monate	07.06.2024 -12 Monate	31.12.2024 YTD
Dow Jones	42656	0,3%	3,4%	-0,3%	9,9%	0,3%
S&P 500	6010	0,7%	6,2%	4,1%	12,4%	2,2%
Nasdaq	19587	1,0%	9,2%	7,6%	14,3%	1,4%
Russell 2000	2133	1,4%	5,4%	2,8%	5,2%	-4,4%
DAX	23769	-1,3%	1,1%	3,3%	28,1%	19,4%
MDAX	30227	-1,8%	1,7%	2,3%	12,5%	18,1%
TecDAX	3869	0,0%	3,3%	1,9%	12,0%	13,2%
EuroStoxx 50	5353	-0,4%	0,8%	-2,1%	6,0%	9,3%
Stoxx 50	4548	0,1%	1,9%	-3,1%	-0,5%	5,6%
Nikkei 225	38173	1,9%	1,8%	3,5%	-1,3%	-4,3%
MSCI Welt	3929	0,9%	5,9%	5,1%	13,0%	6,0%
MSCI Welt SRI	3620	0,2%	6,5%	6,7%	10,1%	3,4%
MSCI Emerging Markets	1209	4,4%	6,2%	7,1%	12,7%	12,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	130,80	-50	4	314	58	-264
Bobl-Future	118,10	-111	-98	127	270	24
Schatz-Future	107,35	0	-5	77	214	36
3 Monats Eunbor	1,95	-2	-17	-58	-181	-76
3MEunbor Future, Dez 2025	1,78	6	7	-34	-111	-11
3 Monats \$ Libor	4,44	1	10	10	-108	7
Fed Funds Future, Dez 2025	3,84	5		18	-41	-7
10-jährige US Treasuries	4,37	-8	0	6	-7	-20
10-jährige Bunds	2,48	-2	-7	-33	-12	12
10-jährige Staatsanl. Japan	1,44	-4	9	-6	47	36
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,26	3	-4	-46	-61	-2
IBOXX A.A. €	3,10	6	3	-13	-44	7
IBOXX BBB. €	3,47	3	-6	-17	-63	1
ML US High Yield	7,70	-2	-24	19	-40	5
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	68,58	4,5%	7,2%	-3,0%	-13,9%	-8,2%
Gold	3393,79	1,3%	1,6%	16,4%	46,6%	29,3%
Silber	32,54	0,0%	-0,9%	1,0%	11,1%	9,6%
Kupfer	9888,78	2,1%	4,2%	2,9%	2,6%	14,3%
Eisenerz	95,78	0,5%	-2,8%	-5,4%	-11,7%	-7,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1738	21,5%	33,8%	24,1%	-7,6%	74,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1594	1,8%	3,0%	6,8%	6,4%	11,6%
EUR/ GBP	0,8522	1,2%	0,6%	1,3%	0,3%	3,1%
EUR/ JPY	166,14	1,9%	1,7%	3,6%	-2,0%	1,9%
EUR/ CHF	0,9406	0,5%	0,6%	-1,6%	-3,0%	-0,1%

Quelle: LSEG Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Jan Mooren
+49 40 3282-2132
jmooren@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.