Die globalen Aktienmärkte haben sich um ein einziges Thema konzentriert – KI –, wodurch Indizes weniger diversifiziert sind, als sie erscheinen. Wir glauben, dass Portfolios aus dem, was dieses Narrativ zurückgelassen hat, echte Diversifikation bieten können.

DER INDEX KONZENTRIERT SICH AUF NUR EIN THEMA

Über die zunehmende Konzentration der Aktienmärkte ist viel geschrieben worden. Weniger Beachtung fand, was diese Konzentration mit der Diversifikation gemacht hat. Die größten Unternehmen in globalen Indizes sind nicht mehr nur groß; sie sind zunehmend an ein einziges Thema gebunden – künstliche Intelligenz (KI). Ein globales Indexportfolio verhält sich dadurch wie ein weit kleineres Portfolio, als seine Tausenden Positionen vermuten lassen. Statt der angestrebten breiten Diversifikation haben viele Anleger etwas deutlich Engeres erhalten: einen geringen Tracking Error. In diesem Beitrag erörtern wir:

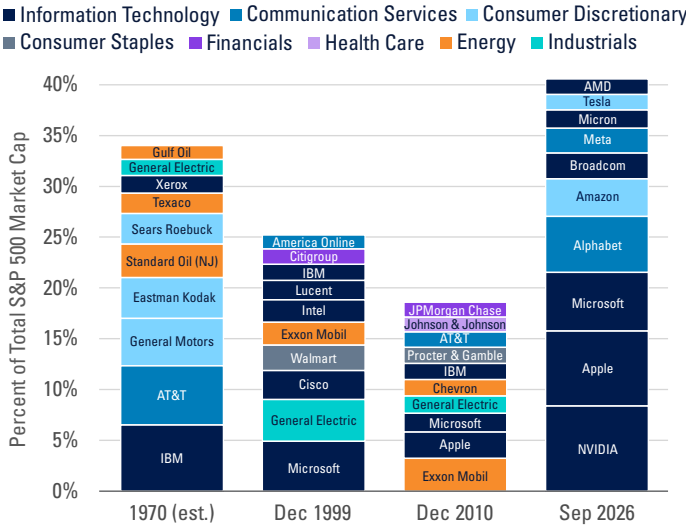
- Wie sich die heutige Konzentration von früheren Höchstständen unterscheidet
- Was die Konzentration mit der Diversifikation globaler, US- und Schwellenländer-Indizes gemacht hat
- Was Historie und aktuelle Bewertungen über künftige Renditen aussagen
- Wo wir Chancen finden

DIE INDEXSPITZE IST EIN EINZIGES THEMA

Auf die 10 größten US-Unternehmen entfallen inzwischen rund 41 % des S&P 500, und da die USA knapp zwei Drittel der globalen Marktkapitalisierung ausmachen, geben sie zunehmend die Richtung globaler Indizes vor. Bei früheren Konzentrationshöhepunkten waren die größten Unternehmen zwar groß, unterschieden sich aber deutlich voneinander (Abbildung 1). 1970, zur Zeit der „Nifty Fifty", reichten die Top 10 von Computern über Telekommunikation, Automobile und Fotografie bis zu Energie und Einzelhandel. Selbst auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase im Jahr 2000, als Technologie führte, umfasste die Liste einen Industriekonzern, einen Ölkonzern, einen Einzelhändler und eine Bank.

Heute sind neun der zehn größten Unternehmen Chipdesigner, Chiphersteller, Cloud-Plattformen oder Consumer-Technologieunternehmen, deren Bewertungen maßgeblich auf KI-getriebenem Wachstum beruhen. Die Indexspitze ist weniger eine Sammlung von Branchenführern als ein einziges Thema, ausgedrückt durch neun Aktien.

Abbildung 1: Die 10 größten Unternehmen nach Marktkapitalisierung, 1970–heute



Quelle: FactSet, Analyse von Pzena. S&P-500-Bestände nach aktuellen GICS-Sektoren. 1970: Unternehmensrangfolge aus Arnott, Hsu und West, The Fundamental Index (Wiley, 2008); Balkensumme aus JPMorgan Equity Strategy Research; einzelne Unternehmensgewichte sind Schätzungen.
Daten zum 30. September 2026.

DIE DIVERSIFIKATION SCHRUMPFT

Ein einfacher Maßstab für Diversifikation ist die Frage, wie vielen Aktien sich ein Index tatsächlich entsprechend verhält. Man denke an ein Portfolio, das 90 % seines Gewichts in nur einer von zehn Positionen hält: Auf dem Papier hält es zehn Aktien, in der Praxis verhält es sich wie ein Portfolio aus kaum mehr als einer. Genau das erfasst die Kennzahl „Effective N". Berechnet als Kehrwert des Herfindahl-Hirschman-Index, eines gängigen Konzentrationsmaßes, gibt sie die Zahl gleichgewichteter Aktien an, die ebenso konzentriert wäre wie das Portfolio.

Nach diesem Maßstab ist die Diversifikation regionsübergreifend stark gesunken (Abbildung 2). Seit 2012 ist die effektive Aktienzahl globaler, US- und Schwellenländer-Indizes auf etwa ein Sechstel bis ein Drittel des früheren Werts gefallen. Der MSCI All Country World Index (ACWI) mit rund 2.400 Unternehmen verhält sich heute wie ein Portfolio aus kaum mehr als 100 Titeln.

Abbildung 2: Der Index verhält sich wie ein kleineres Portfolio

		Effective Number of Stocks*	
	CURRENT NUMBER OF STOCKS	20-YEAR AVERAGE	CURRENT
MSCI ACWI Index	2,414	346	102
MSCI ACWI Value Index	1,499	236	106
Pzena Global Focused Value[1]	53	45	47

Quelle: FactSet, MSCI, Analyse von Pzena
**Effektive Aktienzahl = 1/HHI, wobei der Herfindahl-Hirschman-Index (HHI) = $\Sigma(w_i^2)$ ist und w_i das Gewicht jedes Wertpapiers im Index oder Portfolio als Dezimalzahl. Die effektive Aktienzahl ist die Zahl gleichgewichteter Positionen, die denselben Konzentrationsgrad ergäbe; niedrigere Werte bedeuten höhere Konzentration. Daten vom 30. September 2006 bis 30. September 2026 auf monatlicher Basis.*
[1] Daten basieren auf repräsentativen Kundenkonten.

Am stärksten war der Rückgang in den Schwellenländern, wo eine Rallye bei einer kleinen Gruppe asiatischer Halbleiterunternehmen deren Gewichte nach oben trieb. Unser Emerging Markets Focused Value-Portfolio, ein konzentriertes Portfolio aus 40–80 Aktien, ist dadurch heute effektiv breiter diversifiziert als seine Benchmark.

Selbst diese Zahlen dürften die tatsächliche Diversifikation noch überzeichnen. Diversifikation bemisst sich nicht nur an der Zahl der Aktien, sondern auch an den unterschiedlichen Risiken, die sie verkörpern. Effective N zählt neun KI-verbundene Unternehmen als neun separate Positionen, obwohl ihr Erfolg weitgehend vom selben Treiber abhängt: anhaltenden KI-Ausgaben.

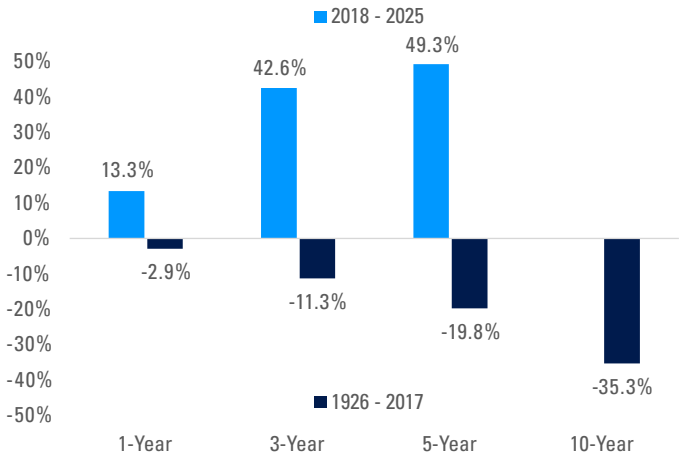
Hier wird der Zielkonflikt deutlich. Enge Indexnähe minimiert den Tracking Error, und für viele Anleger ist genau das zum Ziel geworden. Doch geringer Tracking Error und Diversifikation waren nie dasselbe, und heute ist der Unterschied kaum zu übersehen. Ein auf Benchmarknähe gesteuertes Portfolio kann in einem einzigen Thema konzentriert enden. Diversifikation entsteht dadurch, dass man Unternehmen besitzt, deren Gewinne von unterschiedlichen Treibern abhängen.

DIE HISTORIE HAT NICHT DIE GRÖSSTEN UNTERNEHMEN FAVORISIERT

Konzentration wäre weniger bedeutsam, wenn die größten Unternehmen verlässlich weiter outperformen würden. Die Historie legt anderes nahe. Von 1926 bis 2017 blieben die 10 größten S&P-500-Unternehmen gegenüber dem gleichgewichteten Index im Durchschnitt um 2,9 % über ein Jahr, 11,3 % über drei Jahre, 19,8 % über fünf Jahre und 35,3 % über zehn Jahre zurück (Abbildung 3).
Die Zeit seit 2018 war eine auffällige Ausnahme: Die größten Unternehmen lagen über ein, drei und fünf Jahre im Durchschnitt um 13,3 %, 42,6 % bzw. 49,3 % vorn. Das erklärt, warum der Index heute so aussieht, wie er aussieht.

Fairerweise ist diese Ausnahme zumindest teilweise verdient. Viele der heute größten Unternehmen haben außergewöhnliches Gewinnwachstum geliefert, und die digitale Wirtschaft hat einige Regeln der Skalierung neu geschrieben. Geschäftsmodelle auf Basis von Software, Plattformen und Netzwerkeffekten können ohne die Kapitallasten wachsen, die etablierte Anbieter früher bremsten. Doch der gezahlte Preis bleibt entscheidend. Auch herausragende Unternehmen können enttäuschende Investments sein, wenn der Preis ihren Erfolg bereits widerspiegelt.

Abbildung 3: Die 10 größten S&P-500-Aktien blieben historisch deutlich zurück
*Durchschnittliche relative Wertentwicklung der 10 größten S&P-500-Unternehmen über 1, 3, 5 und 10 Jahre**



Quelle: Robert D. Arnott, Jason C. Hsu und John M. West, The Fundamental Index: A Better Way to Invest. John Wiley & Sons, Inc. 2008, Research Affiliates, LLC., Sanford C. Bernstein & Co., Analyse von Pzena
**Gleichgewichtete Renditen der 10 nach Marktkapitalisierung größten S&P-500-Unternehmen gegenüber dem gleichgewichteten S&P-500-Universum. Die Balken für 2018–2025 zeigen relative Renditen für Zeiträume, die jeweils zum Jahresende von 2018 bis 2025 enden – acht Jahresbeobachtungen je Zeitraum. Rollierende Jahresdaten zum 31. Dezember 2025. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Renditen.*

BEWERTUNGEN BESTIMMEN DEN AUSGANGSPUNKT

Heute ist dieser Preis hoch. Die Konzentration an der Spitze hat die Indizes im Verhältnis zu ihrer eigenen Historie teuer gemacht. Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) globaler Aktien liegt bei über 19x und damit rund 16 % über dem langfristigen Durchschnitt.

Die Historie gibt keine Gewähr für das Timing, doch auf Phasen mit erhöhten Ausgangsbewertungen folgten nicht immer starke Renditen.

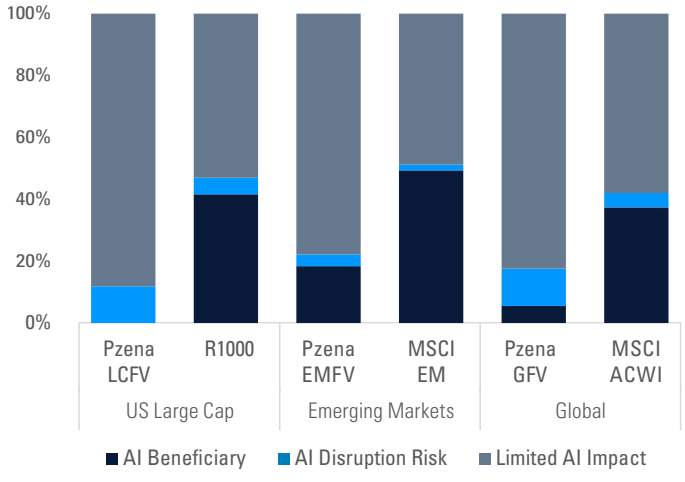
Unsere Portfolios zeichnen ein anderes Bild. Während der Markt deutlich über seiner historischen Bewertungsspanne notiert, wird unser Global Focused Value-Portfolio zum 7,4-Fachen der normalisierten Gewinne gehandelt – unter seinem langfristigen Durchschnitt von 7,9x.

WO WIR CHANCEN FINDEN

Diese Differenz ist nicht das Ergebnis einer Makrowette gegen KI, sondern desselben Bottom-up-Prozesses, dem wir seit jeher folgen.

Der weit überwiegende Teil unseres Engagements entfällt auf Unternehmen, bei denen wir in beide Richtungen nur begrenzte Gewinnauswirkungen durch KI erwarten (Abbildung 4). In unserem Global Focused Value-Portfolio sind das rund 82 %, gegenüber etwa 58 % im ACWI. Der Kontrast gilt über alle Regionen hinweg und ist in den USA am größten: Unser U.S. Large Cap Focused Value-Portfolio hat nahezu kein Engagement in Profiteuren des KI-Ausbaus, während knapp 42 % des Russell 1000 in diese Kategorie fallen.

Abbildung 4: Breit gestreute Chancen außerhalb von KI
KI-Exposure: Pzena vs. Indizes



Quelle: FactSet, FTSE Russell, MSCI, Analyse von Pzena
Daten zum 30. September 2026. Portfolio- und Indexgewichte nach KI-Kategorie. Pzena Large Cap Focused Value vs. Russell 1000 Index; Pzena Emerging Markets Focused Value vs. MSCI Emerging Markets Index; Pzena Global Focused Value vs. MSCI ACWI Index. Portfoliodaten auf Basis eines repräsentativen Kontos. Die KI-Kategorien sind Klassifizierungen von Pzena, zugeordnet nach Teilbranche (FTSE ICB für Russell; GICS für MSCI) mit Anpassungen auf Unternehmensebene. AI Beneficiary: Zulieferer des KI-Ausbaus. AI Disruption Risk: Unternehmen, deren Produkte KI ersetzen könnte. Limited AI Impact: alle übrigen. Die Klassifizierungen sind subjektiv und können sich ändern. Bestände können sich ändern und stellen keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dar.

Unter den KI-Profiteuren haben wir wenig gefunden, was wir kaufen wollten – eine Frage des Preises, nicht der Überzeugung. Unser Engagement in Speicherhalbleitern haben wir aufgebaut, als die Branche aus der Gunst gefallen war, und bei steigenden Kursen reduziert.

Zudem sind wir maßvoll und gezielt in Unternehmen eingestiegen, die der Markt aus unserer Sicht für vermeintliche KI-Risiken übermäßig abgestraft hat – insbesondere in IT- und Unternehmensdienstleistungen. Unser Research legt nahe, dass der Markt Worst-Case-Szenarien für Geschäftsmodelle eingepreist hat, die sich bereits an frühere technologische Umbrüche angepasst haben. Da die Bandbreite möglicher Ergebnisse größer ist als üblich, haben wir diese Positionen bewusst klein dimensioniert.

Unsere Portfolios weisen gegenüber dem Index häufig einen erheblichen Tracking Error auf, was wir im aktuellen Marktumfeld für besonders wertvoll halten. Für Anleger, deren Kernengagements auf dieselbe kleine Aktiengruppe zugelaufen sind, können Portfolios, die deutlich anders aussehen und deren Ergebnisse von anderen Treibern abhängen, eine echt diversifizierende Ergänzung sein.

FAZIT

Die Konzentration des heutigen Marktes ist nicht nur eine Frage der Größe, sondern auch der Korrelation. Die größten Unternehmen globaler Indizes steigen und fallen zunehmend mit einem einzigen Narrativ. Solide Portfoliokonstruktion hieß immer, ein Übergewicht in einem einzelnen Risiko zu vermeiden. Doch Anleger, die sich für ihre Diversifikation auf den Index verlassen, halten zunehmend genau das – zu einem Zeitpunkt, an dem die Bewertungen weit über den historischen Durchschnitten liegen. Wann und wie sich diese Konzentration auflöst, wissen wir nicht; historisch musste sie lediglich aufhören zuzunehmen, nicht sich umkehren, um das Umfeld für aktive und wertorientierte Strategien zu verbessern. Bis dahin sehen wir die attraktivsten Chancen in jenen Marktbereichen, die dieses Narrativ zurückgelassen hat. Portfolios aus diesem Chancenspektrum können Anlegern etwas bieten, was der Index zunehmend nicht mehr kann: Diversifikation.

WEITERE INFORMATIONEN

Diese Unterlagen dienen ausschließlich Informationszwecken. Die darin geäußerten Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung von Pzena Investment Management („PIM“) zum heutigen Datum wider und können sich ändern. PIM ist ein bei der United States Securities and Exchange Commission (US-amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde) registrierter Anlageberater (Registered Investment Adviser). PIM verpflichtet sich nicht, Sie über Änderungen der hierin geäußerten Ansichten zu informieren. Es gibt keine Garantie dafür, dass sich Prognosen, Vorhersagen oder Einschätzungen in diesem Material realisieren. Die frühere Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Erträge.

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des Verlusts des eingesetzten Kapitals. Anlagen können in verschiedenen Währungen erfolgen, weshalb Wechselkursänderungen zwischen Währungen dazu führen können, dass der Wert der Anlagen sinkt oder steigt. Die Kurse von Aktien können aufgrund wirtschaftlicher oder politischer Veränderungen oder Veränderungen der finanziellen Lage eines Unternehmens steigen oder fallen, mitunter schnell oder unvorhersehbar. Anlagen in ausländische Wertpapiere sind mit politischen, wirtschaftlichen und Währungsrisiken, höherer Volatilität sowie Unterschieden bei den Rechnungslegungsmethoden verbunden. Diese Risiken sind bei Anlagen in Schwellenländern höher. Anlagen in Unternehmen mit kleiner oder mittlerer Marktkapitalisierung bergen zusätzliche Risiken, wie eine begrenzte Liquidität und eine höhere Volatilität als bei größeren Unternehmen. Die Strategien von PIM legen den Schwerpunkt auf einen „Value“-Anlagestil, der auf unterbewertete Unternehmen mit Merkmalen für verbesserte Bewertungen abzielt. Dieser Anlagestil unterliegt dem Risiko, dass sich die Bewertungen nie verbessern oder dass sich die Renditen von „Value“-Wertpapieren nicht im Gleichklang mit den Renditen anderer Anlagestile oder des Aktienmarkts insgesamt entwickeln.

Dieses Dokument stellt weder eine aktuelle oder frühere Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren oder zur Erbringung von Anlageberatungsdienstleistungen dar und ist nicht als solches auszulegen. Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und stellen keine Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung dar. PIM übernimmt keine ausdrückliche oder stillschweigende Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Interessenten wird empfohlen, sich hinsichtlich der Folgen einer Anlage in Wertpapiere oder Anlageberatungsdienstleistungen von ihren eigenen professionellen Beratern beraten zu lassen.

Nur für EU-Anleger:
Diese Marketingmitteilung wird von Pzena Investment Management Europe Limited („PIM Europe“) herausgegeben. PIM Europe (Nr. C457984) ist von der Central Bank of Ireland als OGAW-Verwaltungsgesellschaft zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt (gemäß den European Communities (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Regulations 2011 in der jeweils gültigen Fassung). Zudem verfügt PIM Europe über eine zusätzliche Zulassung für die Verwaltung von Anlageportfolios nach Maßgabe von Mandaten, die Anleger auf diskretionärer, kundenindividueller Basis erteilen, sofern diese Portfolios eines oder mehrere der in Abschnitt C des Anhangs der MiFID (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017 (S.I. No. 375 of 2017, in der jeweils gültigen Fassung) aufgeführten Anlageinstrumente umfassen, sowie für die Anlageberatung in Bezug auf eines oder mehrere der in Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) aufgeführten Instrumente. PIM Europe ist in Irland beim Companies Registration Office (Nr. 699811) eingetragen; der Sitz der Gesellschaft befindet sich in Riverside One, Sir John Rogerson’s Quay, Dublin 2, Irland. Die frühere Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Erträge. Der Wert Ihrer Anlage kann sowohl fallen als auch steigen, und bei der Rückgabe erhalten Sie möglicherweise nicht den vollen ursprünglich angelegten Betrag zurück. Die hierin enthaltenen Ansichten und Aussagen stammen von Pzena Investment Management und beruhen auf interner Analyse.

© Pzena Investment Management, LLC, 2026. Alle Rechte vorbehalten.