



## ARC ALPHA Equity Story Leaders

### Allzeithoch und Anomalie

40 Jahre mussten die Medien warten, um wieder über ein zeitgleiches Allzeithoch der Aktienmärkte USA, Japan und Deutschland zu berichten. In Fortsetzung der fulminanten Rallye des Jahres 2023 schwangen sich die meisten Aktienmärkte zu neuen Höhen auf – es stellen sich die Fragen nach den Auslösern und der Nachhaltigkeit.

Bereits Ende des Jahres 2022 starteten die US-Technologiegiganten durch und bestimmten das ganze Jahr 2023 hindurch Wohl und Wehe der Aktienmärkte und durch ihr Indexgewicht die Weltaktienindizes. Getragen zunächst von einem statistischen Effekt aufgrund des schlechten Vorjahres 2022 vereinten sich drei Säulen zu bislang ungekannter Tragfähigkeit der Technologierallye. Zum einen die Hoffnung auf wieder sinkende Zinsen, die generell als Treiber für Aktienmärkte verstanden werden. Zum anderen die hohe Qualität der Technologiegiganten (Magnificent Seven oder Glorreichen Sieben), getragen von Umsatz- und Gewinnwachstum und den Eigenschaften als disruptive Monopolisten. Ein Stückweit erinnerte die Rallye dieser wenigen Werte an die Nifty-Fifty-Rallye (Hübschen 50) der 60er und 70er Jahre – globale Top-Unternehmen, die in jener Zeit geopolitischer Unsicherheiten als sichere Häfen galten. Auch damals wie heute schien die Bewertung sehr weniger Aktien keinerlei Rolle zu spielen – wie Magneten zogen die Titel neue Anlegergelder an.

Dieses Mal geht es aber weniger um sichere Geschäftsmodelle in einem unsicheren Umfeld, diesmal bildet im Wesentlichen der Hype um die Künstliche Intelligenz die dritte tragende Säule der ursprünglichen Technologierallye, die sich mittlerweile internationaler ausgedehnt hat. Sportliche Erwartungen zu Produktivitätsfortschritten und steigendem Trendwachstum für die Weltwirtschaft bilden das analytische Fundament, empirische Nachweise stehen nach wie vor aus. Vielmehr dominiert der Faktor Momentum in der Folge das Marktgeschehen. Anders als vom unbestrittenen Börsenguru Warren Buffet betont „der dümmste Grund eine Aktie zu kaufen, ist, weil sie steigt“ bildet vielmehr menschliches Herdenverhalten und die Angst etwas zu verpassen (FOMO – Fear Of Missing Out) in Verbindung mit der Verfügbarkeit modernster Finanzinstrumente für die breite Masse der Privatanleger die Grundlage. Dabei werden meist die Aktien und Indizes gekauft, die man kennt, was mittlerweile zu einer Art selbsterfüllenden Prophezeiung beiträgt.

Dabei steht die sehr selektive Rallye der großen Aktientitel im krassen Widerspruch zu den volkswirtschaftlichen Szenarien, die oft zur Erklärung der Kursanstiege herangezogen werden. Begriffe wie Soft-Landing, No-Landing, Never-Landing in Verbindung mit stabilem Wirtschaftswachstum (eigentlich nur in den USA) und angesichts einer wieder niedrigeren Inflation hoffentlich bald wieder niedrigerer Zinsen, stehen für das berühmte Goldilocks-Szenario, faktisch der Besten aller Börsenwelten.



Aber wenn dieses Szenario wirklich alle Marktteilnehmer teilen würden, wieso steigen dann nur die am höchsten kapitalisierten Börsentitel? Wieso konzentriert sich immer mehr der Marktkapitalisierung in nur wenigen Aktien, die wiederum für einen historisch hohen Konzentrationsgrad in den Portfolien sorgen? Wir haben die These, dass weniger makroökonomische Szenarien für die Rallye in den Top-Werten und Top-Indizes verantwortlich sind, sondern in erster Linie die Mittelflüsse der Anleger, vor allem privater Anleger oft auch mit gehebelten Produkten, und algorithmisch bestimmter Handel, der auf Mustererkennung setzt und diese in der Folge prozyklisch verstärkt.

Zwar sehen wir in den Charts der großen Indizes eine V-förmige Erholung nach den schweren Einbrüchen des Jahres 2022, außerdem sehen wir in den Top-Indizes neue Allzeithöchststände – gleichzeitig blicken wir jedoch auf eine mehr als ein Jahr währende Underperformance der niedriger kapitalisierten Börsenwerte, der sogenannten Nebenwerte in der zweiten und dritten Reihe. Oftmals handelt es sich auch um Weltmarktführer in ihren Branchen, diese Aktien sind aber weit weniger bekannt und die ETFs von Nebenwerteindizes spielen ohnehin ein Schattendasein. Relativ zu den großen Indizes fließen kaum Anlegergelder signifikanten Ausmaßes in die Nebenwerte und das, obwohl für große wie kleine Unternehmen dasselbe makroökonomische Umfeld herrscht und auch die Erwartungen dieselben sein müssten.

Die Allzeithöchststände bei den Top-Titeln haben zu teilweise historisch hohen Bewertungen geführt, vergleichbar denen vor dem Crash im Jahr 2000 oder der globalen Finanzkrise im Jahr 2008. Daneben stehen vielerorts sehr attraktiv bewertete Nebenwerte, an denen die Aktienrallye völlig vorbeigegangen ist, deren Geschäftsmodelle aber in derselben realen Welt erfolgreich arbeiten. Mittlerweile haben die Bewertungsspannen gemessen an den Kurs-Gewinn-Verhältnissen einen historischen Höchststand erreicht, den man durchaus als Anomalie bezeichnen kann.

Wer in den letzten Monaten auf Nebenwerte gesetzt hat ist der Verlierer der jüngsten Börsenrallye. Gleichzeitig ist man aber in soliden Geschäftsmodellen bei günstiger Bewertung investiert. Erfahrungsgemäß spielt irgendwann „Bewertung“ wieder eine Rolle bei der Aktienauswahl, die aktuell allein von Momentum und FOMO getragen scheint. Wir setzen auf einen nahenden Favoritenwechsel und halten an unserem Gewicht von etwa einem Drittel in Nebenwerten fest.

Unser Strategie Equity Story Leaders steht für die Selektion qualitativ hochwertiger Unternehmen aus nachhaltigen Wachstumsbranchen bei ausgeprägt defensiven Eigenschaften.

### **Unser Fonds per 31.03.2024**

Unser auf durchschnittlich 30 Qualitätstitel konzentrierter Fonds (H-Tranche) hat seit Jahresbeginn zugelegt, die Wertentwicklung beträgt +3,77 % und liegt damit hinter der Morningstar-Vergleichsgruppe (+7,11 %) und dem Weltaktienindex MSCI Welt EUR Net (+11,37 %). Hauptursache für die schlechtere Wertentwicklung ist die Bremswirkung der Nebenwerte im Portfolio.

Im ersten Quartal des neuen Kalenderjahres setzte sich die Party an den meisten Aktienmärkten fort, Allzeithochs in den großen Aktienindizes steht jetzt eine einjährige Seitwärtsbewegung bei den Nebenwerten gegenüber. Die hochkapitalisierten Werte preisen die Beste aller Welten, Nebenwerte nahezu eine Rezession ein. Die Spanne der



Bewertungskennzahlen zwischen den Marktsegmenten ist historisch hoch und darf als Anomalie bezeichnet werden. Ein Favoritenwechsel ist naheliegend, setzt jedoch einen Gesinnungswandel oder zumindest einen Bruch des aktuellen Momentums voraus.

Bei den aktuellen Bestandspositionen gehörten zu den Quartalsgewinnern Qinetiq (Großbritannien) mit +21 %, Fortinet (USA) mit +19 % und Garmin (Schweiz) mit +19 %. Zu unseren Quartalsverlierern gehörten BayWa (Deutschland) mit -20 %, GFT Technologies (Deutschland) mit -14 % und Aurubis (Deutschland) mit -10 %.

Im abgelaufenen Quartal haben wir uns von den Positionen Enel, Johnson & Johnson, Repsol, Securitas, STMicroelectronics und Wacker Chemie getrennt, dafür Positionen erworben in Deutsche Post, Jenoptik, Neste Oy, Rentokil, Synopsys und Visa.

Aktuell sind wir in 35 Unternehmen investiert, die sich ausgewogen über globale Trends von Agrarrevolution bis hin zur innovativen Wasserversorgung verteilen, wobei aktuelle Marktführer gegenüber vermeintlich zukünftigen Gewinnern bevorzugt werden. Etwa ein Drittel unserer Positionen sind als Nebenwerte zu bezeichnen.

Unsere fünf größten Portfoliogewichte zum Quartalsende: Vertex Pharmaceuticals (USA) 4,1 %, Microsoft (USA) 4,0 %, Garmin (Schweiz) 3,9 %, Alphabet (USA) 3,8 % und Thales (Frankreich) 3,8 %.

*Thomas Böckelmann, April 2024, Frankfurt am Main*



## Rechtliche Hinweise

Dies ist eine Werbemitteilung. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Erträge. Die Dolphinvest Capital GmbH übernimmt keine Gewähr dafür, dass eventuell im Rahmen des Fonds-Insights abgegebene Marktprognosen erzielt werden. Das Urheber- bzw. Leistungsschutzrecht bleibt bei der Dolphinvest Capital GmbH. Die Veränderung und Bearbeitung außerhalb der Grenzen des Urheberrechts in anderen elektronischen oder gedruckten Publikationen ist ohne ausdrückliche Zustimmung des Autors nicht gestattet. Die durch uns erstellten Inhalte und Werke auf diesen Seiten unterliegen dem deutschen und internationalen Urheberrecht. Alle auf den verschiedenen Seiten genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Kennzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Marken- und/oder Kennzeichenrechts sowie den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass die jeweiligen Marken- oder Kennzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Alle hier abrufbaren Inhalte werden Ihnen lediglich als werbliche Information zugänglich gemacht. Die Artikel dienen ausschließlich der unverbindlichen werblichen Information und stellen weder ein Angebot noch eine Beratung, Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder einer Finanzanlage noch eine Bestätigung von Bedingungen eines Geschäfts dar. Sie können eine anleger- und anlagegerechte Beratung durch Ihre Bank oder einen anderen unabhängigen Finanzberater vor dem Abschluss eines Wertpapiergeschäftes nicht ersetzen. Diese Information stellt keinen Prospekt dar und ist nicht als Entscheidungsgrundlage für die Beurteilung einer hierin beschriebenen Anlagemöglichkeit gedacht. Den Chancen eines Finanzinstruments stehen stets auch entsprechende Risiken wie z. B. Kursschwankungen oder Ausfallrisiken gegenüber. Die in Bezug genommenen Wertpapiere können im Wert steigen oder fallen. Potenziellen Anlegern wird daher empfohlen, sich vor einer Anlageentscheidung eingehend über die Wertpapiere und die damit verbundenen Risiken zu informieren.

Verkaufsunterlagen und weitere Informationen zu in Bezug genommenen Wertpapieren (insbesondere Verkaufsprospekt, Anlagebedingungen, aktuelle Jahres- und Halbjahresberichte und wesentliche Anlegerinformationen) können Sie in deutscher Sprache unter [www.dolphinvest-capital.eu](http://www.dolphinvest-capital.eu) abrufen.

Alle Inhalte wurden nach bestem Wissen und sorgfältiger Prüfung erstellt. Gleichwohl können wir Irrtümer oder Druckfehler nie völlig ausschließen. Auch ist die Gültigkeit der Informationen auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser werblichen Information beschränkt. Die aktuellen politischen oder wirtschaftlichen Entwicklungen der Märkte, die Änderung gesetzlicher Bestimmungen oder andere wesentliche Umstände können dazu führen, dass die hier dargestellten Informationen, Daten und Meinungsäußerungen gegebenenfalls auch kurzfristig ganz oder teilweise überholt sind. Änderungen dieses Dokuments bleiben daher ebenfalls vorbehalten.

## Kontaktdaten

Dolphinvest Capital GmbH  
Schwindstraße 10  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon: 069 33 99 78 - 25  
[info@dolphinvest.de](mailto:info@dolphinvest.de) | [www.dolphinvest-capital.eu](http://www.dolphinvest-capital.eu)