

Entmystifizierung von thematischen Investments – die (Schein-)Diversifikationsvorteile und deren exponierten Faktor-Risiken

Milot Hasaj – Lampe Asset Management GmbH

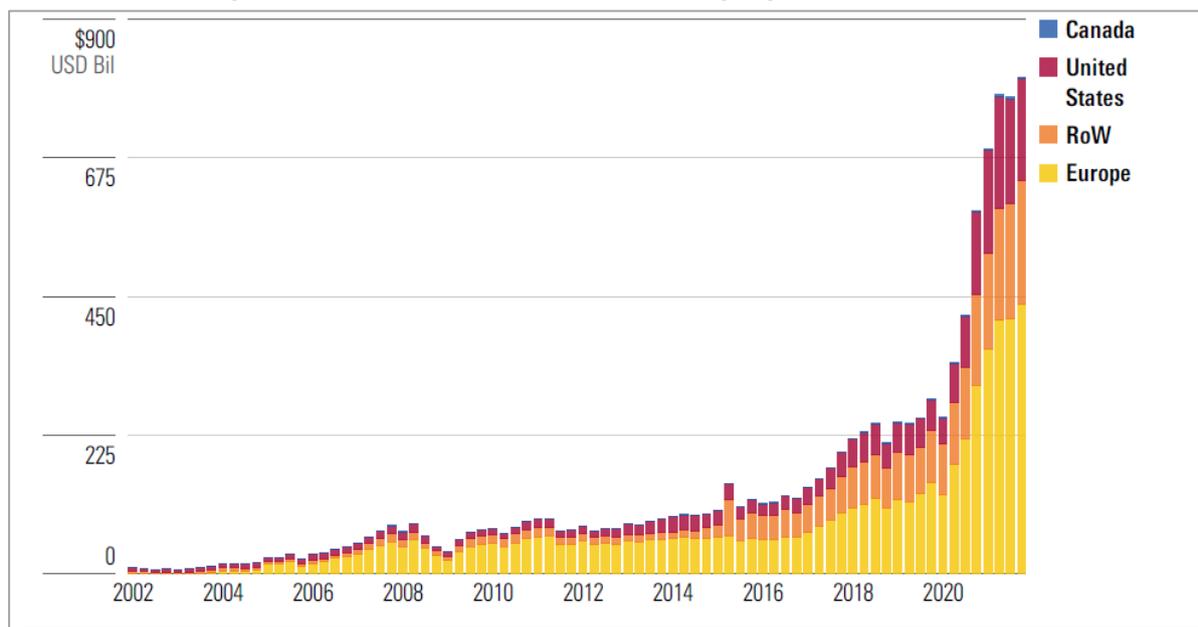
Der Aufstieg thematischer Investments

Wenn es darum geht, die neuesten und stabilsten Investmenttrends der letzten Jahre in der Finanzbranche aufzuzählen, liegen neben dem Thema ESG vor allem auch thematische Investments ganz weit oben auf der Präferenzliste der Anleger. Die Anbieter dieser Ansätze nutzen ihr volles Potential an Kreativität, Granularität, aber auch Simplizität im Design und in der Produktvermarktung, um mehr Aufmerksamkeit bei den Anlegern zu erzeugen. Entsprechend blieben Top-down-Sichtweisen, mit denen man versucht, die transformativen Kräfte der Weltwirtschaft bzw. die sogenannten Megatrends ausfindig zu machen, nicht lange als theoretische Konzepte bestehen. Vielmehr wurden diese zügig mithilfe aktiv verwalteter Fonds oder passiver ETFs investierbar gemacht. Die Aussicht auf neue Wachstumstrends, auf strategisch profitable und gegebenenfalls diversifizierende Ertragsquellen sowie der Link zwischen Investments und persönlichen Interessen (Werten) begeisterte nicht nur institutionelle, sondern in den letzten Jahren auch immer mehr private Investoren. Die Identifikation von disruptiven Ideen und langfristigen Marktinnovationen ist allerdings keine leichte Aufgabe. Ein tiefgehendes fundamentales Research und das Verständnis über die langfristigen Auswirkungen der ökonomischen, politischen, aber auch sozialen Trends auf die Profitabilität und Risikoeigenschaften einzelner Investmentbereiche (wie z. B. Gruppen von Unternehmen, Sektoren, Regionen etc.) ist Voraussetzung. Zudem stehen den Chancen aus attraktiven zukunftssträchtigen Themen, potenzielle adverse Effekte gegenüber, sollte sich das Thema doch nicht materialisieren. Dazu kommen – gerade bei institutionellen Investoren – neben meist hohen Liquiditätsanforderungen auch noch hohe Abweichungsrisiken zu vorgegebenen Benchmarks.

Trotz dieser Hürden erleben thematische Anlagestrategien, sowohl in aktiven als auch in passiven Strukturen (z. B. ETFs) seit geraumer Zeit ein beachtliches Wachstum an Produktvielfalt, Anlagevermögen und Anzahl an Investmentvehikeln.

Allein in den letzten drei Jahren hat sich laut Morningstar das Anlagevolumen der thematischen Investments verdreifacht. Die regionale Aufteilung und Entwicklung der investierten Assets in thematische Investments ist in der Grafik 1 abgebildet.

Grafik 1. Entwicklung der thematischen Produkte in diversen Anlageregionen



Quelle: Morningstar Research, Daten per 31.12.2021

Die Grafik zeigt unter anderem, dass europäische Investoren seit geraumer Zeit im Vergleich zum Rest der Welt eine höhere Präferenz für thematische Investments haben. Aktuell sind rund 55 Prozent des weltweiten Anlagevolumens in europäisch domizilierten Vehikeln investiert. Der europäische Markt unterscheidet sich jedoch wesentlich von den anderen regionalen Märkten, wie z. B. den USA, weil hier der Großteil der Assets (rund 70 Prozent) von den aktiven Fonds verwaltet werden. Des Weiteren sind es die aktiven Manager gewesen, die hierzulande zuerst ihre Kreativität in dem thematischen Bereich ausleben durften und Strategien aufgelegt haben. Die ersten thematischen Produkte boten zu ihrer Zeit Zugang zu eher defensiven (Trend-)Themen (wie z. B. Wasser, Demographie, saubere Energie usw.). Diese Anlagestile wurden insbesondere nach der Finanzkrise stärker nachgefragt.

Durch die starke Dynamik und Flexibilität der ETF (Indexing) Branche sind die letzten Jahre vor allem passive Strukturen exponentiell angestiegen. Thematisches Investing bietet für sie eine herausragende Chance, ihre Vorteile (Effizienz) gegenüber den aktiven Strategien hervorzuheben, das Produktangebot zu erhöhen sowie die unter Druck geratener Kostenstruktur zu verbessern¹. Der Aufholtrend passiver Anlagestrategien ist entsprechend weiter im Vormarsch.

Transformation der Themen und der Versuch das Investmentuniversum einzugrenzen

Die Investmentlandschaft der themenbasierten Investments hat sich insbesondere seit der COVID-19-Pandemie rapide weiterentwickelt und wesentlich breiter aufgestellt. Die heutigen Anlagethemen reichen von Elektrische Mobilität, Cannabis, Blockchain bis hin zum Thema Künstliche Intelligenz. Die stark angestiegene Zahl und Vielfalt der Produkte macht es für die Anleger fast unmöglich, eine rigorose qualitative Due Diligence der Strategien durchzuführen, um Vergleichbarkeit herzustellen. Ein positives Marktsentiment (meistens durch Rückspiegelung einer starken Vergangenheitsperformance eines Themas) und/oder die eigene Emotionalität zum Thema allein, sollten jedoch in der Selektionsentscheidung nur eine untergeordnete Rolle spielen.

Um (dringend benötigte) Transparenz sowie eine bessere Vergleichbarkeit thematischer Produkte zu schaffen, müssen insofern auch fundierte quantitative Methoden Einzug in den Due Diligence Prozess finden.

Die Selektion der geeigneten Themen bzw. Themenfonds soll vielmehr einem ganz einheitlichen Portfolioansatz folgen, der das Investmentuniversum regelbasiert und systematisch auf Risiko-, Rendite- und Diversifikationspotential untersucht. Resultat dessen ist eine Auswahl aussichtsreicher Themen/Investmentkandidaten, welche in einer zweiten Stufe, der qualitativen Due Diligence, mit den Präferenzen und Erwartungen der Investoren in Einklang gebracht werden. Eine Vorgehensweise, die wir seit Jahren bei der Lampe Asset Management für alle Assetklassen und Kategorien verfolgen.

Zur Veranschaulichung der Bedeutung einer multidimensionalen Selektions-Systematik dient an dieser Stelle das gesamte europäische Investmentuniversum thematischer Investments. Primär zielen wir mit unserem quantitativen Rahmenwerk darauf ab, eine fundierte Antwort auf folgenden Fragen zu bekommen:

- I. Wo findet im thematischen Investing das Wachstum (in Hinblick auf Assets, Produkten) statt?
- II. Gibt es Themenbereiche und/oder Produkt-Gattungen, die sich im Hinblick auf das „Alpha“ von der Masse abheben?
- III. Wie ist es um die Diversifikation bestellt – innerhalb der Themen und themenübergreifend?

¹ Vgl. Ben-David et al. 2021- Competition for Attention in ETF Space, Working Paper.

IV. Welche (Risiko-)Faktoren treiben die Performance der einzelnen Themen/Investments an?

Um in der Analyse die Definitionsproblematik auszuklammern, übernehmen wir die Themendefinitionen, das Clustering der Fonds auf die einzelnen Themen sowie die zugehörigen Fondsdaten (Renditen, Anlagevolumina und SFDR – Rating) aus der Morningstar-Datenbank. Die Renditezeitreihen für die Markt- und Faktor-Indizes stammen ebenfalls von Morningstar. Zur Gewinnung des Investmentuniversums restringieren wir die Datenbank so, dass nur Aktienfonds berücksichtigt werden, die in Deutschland zum Vertrieb zugelassen sind und einer der zehn von Morningstar identifizierten thematischen Kategorien angehören². Wir betrachten aktive wie passive Fondskategorien, allerdings getrennt voneinander. So können wir mehr Einblicke in die Wachstumstendenzen, Risiken- und Renditeeigenschaften innerhalb und zwischen den einzelnen Anlagevehikeln gewinnen.

Grundsätzlich sind wir an möglichst vielen Datenpunkte interessiert und wollen keinen „Survivorship Bias“ zulassen. Aus diesem Grund wenden wir beim „Filtering“ der Daten keine Mindestkriterien in Bezug auf Volumina, Track-Record o. Ä. an, sondern ziehen alle Fonds/ETFs in Betracht (also auch diejenigen, die bereits wieder liquidiert wurden). Das finale Sample enthält 367 aktive Fonds und 250 ETFs, die Betrachtungsperiode erstreckt sich vom 30.4.2015 bis 31.3.2022. Um Neutralität hinsichtlich der einzelnen Produktanbieter zu bewahren, erfolgt die Interpretation der Ergebnisse in den folgenden Analysen stets auf Morningstar-Kategorieebene.

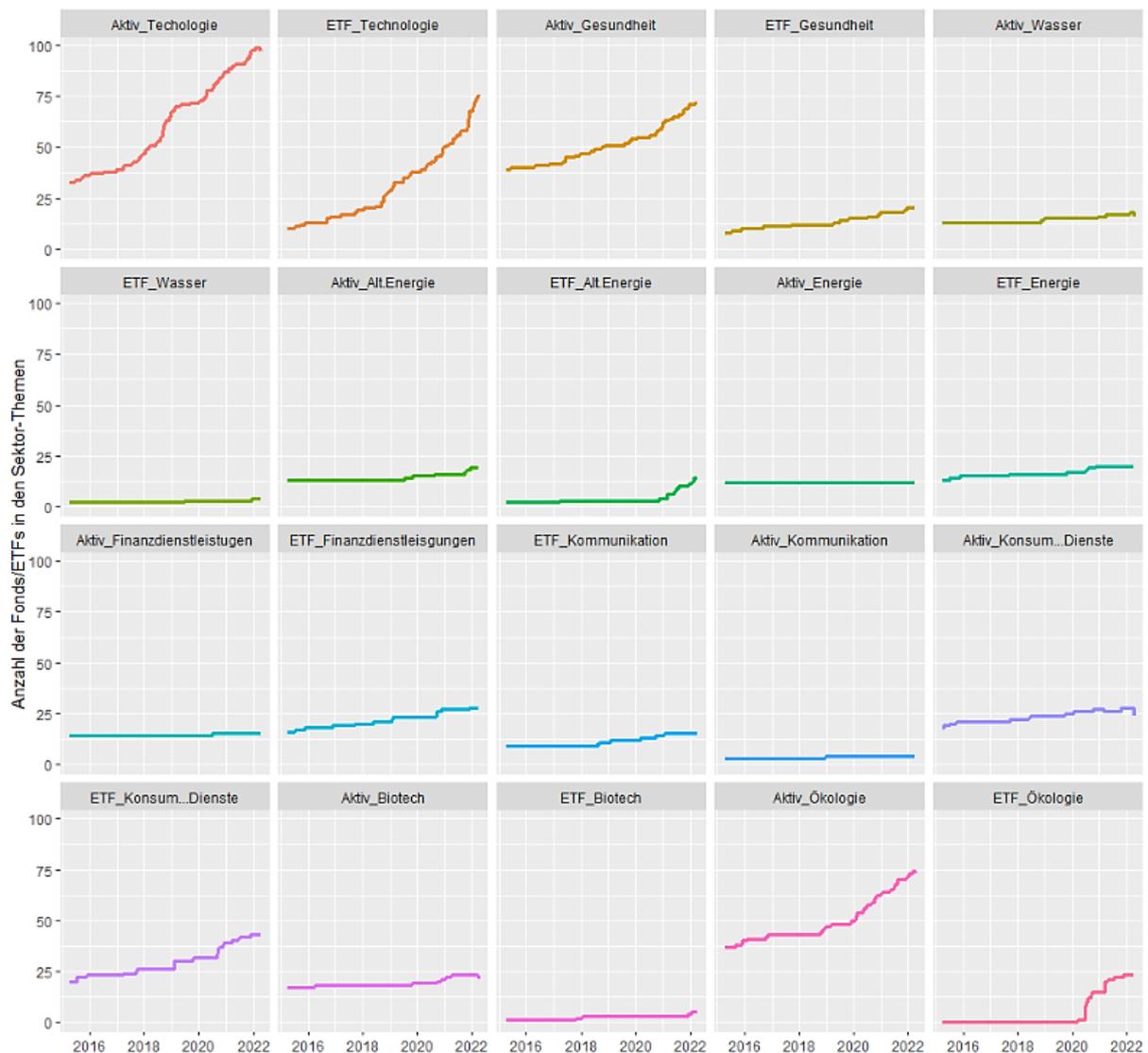
Zu Beginn werfen wir in unserem quantitativen Assessment einen Blick auf das Wachstum in den zehn Themenkategorien.

Dominanz des Technologie -Themas

Die Entwicklung der Anzahl aktiver Fonds und ETFs in der jeweiligen Morningstar Themenkategorie ist in Grafik 2 abgebildet. Aus der Grafik wird klar ersichtlich, dass insbesondere das Thema Technologie seit Jahren den stärksten Wachstumspfad in der Auflage neuer Produkte aufweist. Des Weiteren waren es Produkte aus den Bereichen Gesundheit und Ökologie, die ebenfalls hohe Zuwachsraten aufwiesen. Ökologie sticht primär deswegen hervor, weil in dieser Kategorie sämtliche Klima-Themen subsumiert werden. Die Themenfelder Finanzdienstleistungen und Konsum bildeten in den letzten sieben Jahren den dritten Block der präferierten Anlagethemen.

² 1. Technologie, 2. Gesundheit, 3. Wasser, 4. Alternative Energie, 5. Energie, 6. Finanzdienstleistungen, 7. Kommunikation, 8. Konsumgüter und Dienstleistungen, 9. Biotechnologie, 10. Ökologie

Grafik 1. Entwicklung der Anzahl thematischer Produkte in der Periode April 2015 bis März 2022.



Quelle: Morningstar, eigene Berechnungen

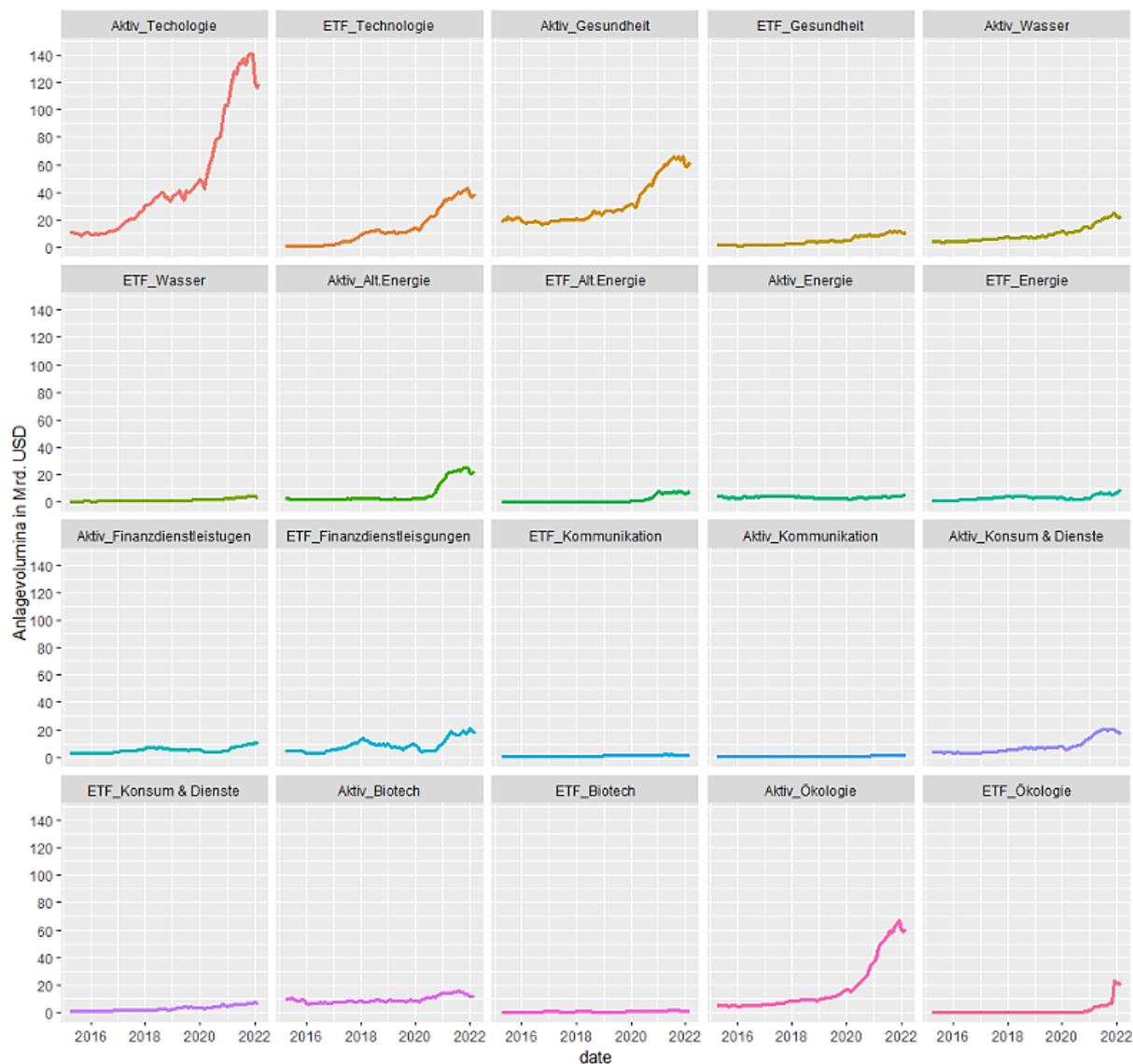
Durch die separate Betrachtung beider Vehikel-Typen (aktive Fonds vs. ETFs) können wir zudem festhalten, dass im Themenbereich Technologie sowohl die Anzahl der aktiven als auch der passiven Produkte fast im Gleichschritt exponentiell gewachsen ist.

Die Themen Gesundheit und Ökologie erfuhren ebenfalls große Beliebtheit bei den Investoren. Die Nachfrage hieran wurde allerdings hauptsächlich von aktiven Managern bedient. ETF-Anbieter brachten dagegen mehr Produkte für die Themen Finanzen, Konsum und Kommunikation auf den Markt.

Grafik 3 gibt einen Überblick über den gemanagten Anlagevolumina in den einzelnen Themenbereichen.

Die Assets folgen erwartungsgemäß zum großen Teil der Entwicklung der Anzahl der Produkte. Beachtlich ist jedoch die Höhe der verwalteten Anlagevolumina. Im Segment Technologie allein wurden in der Spitze rund 190 Mrd. USD in aktiven Fonds und ETFs gemanagt. Zudem lässt sich der Anstieg in den Anlagevolumina im Bereich Technologie in zwei Phasen aufteilen: Die Phase bis März 2020 (und damit vor der Corona-Krise) sowie die Phase danach, welche die Pandemiezeit darstellt. Der Technologie-Sektor gehörte dabei aufgrund der Widerstandsfähigkeit gegenüber den neuen Barrieren durch Lockdowns beziehungsweise dem Social Distancing zu den Gewinnern der Corona-Krise.

Grafik 2. Entwicklung der Anlagevolumina in der Periode April 2015 bis März 2022.



Quelle: Morningstar, eigene Berechnungen

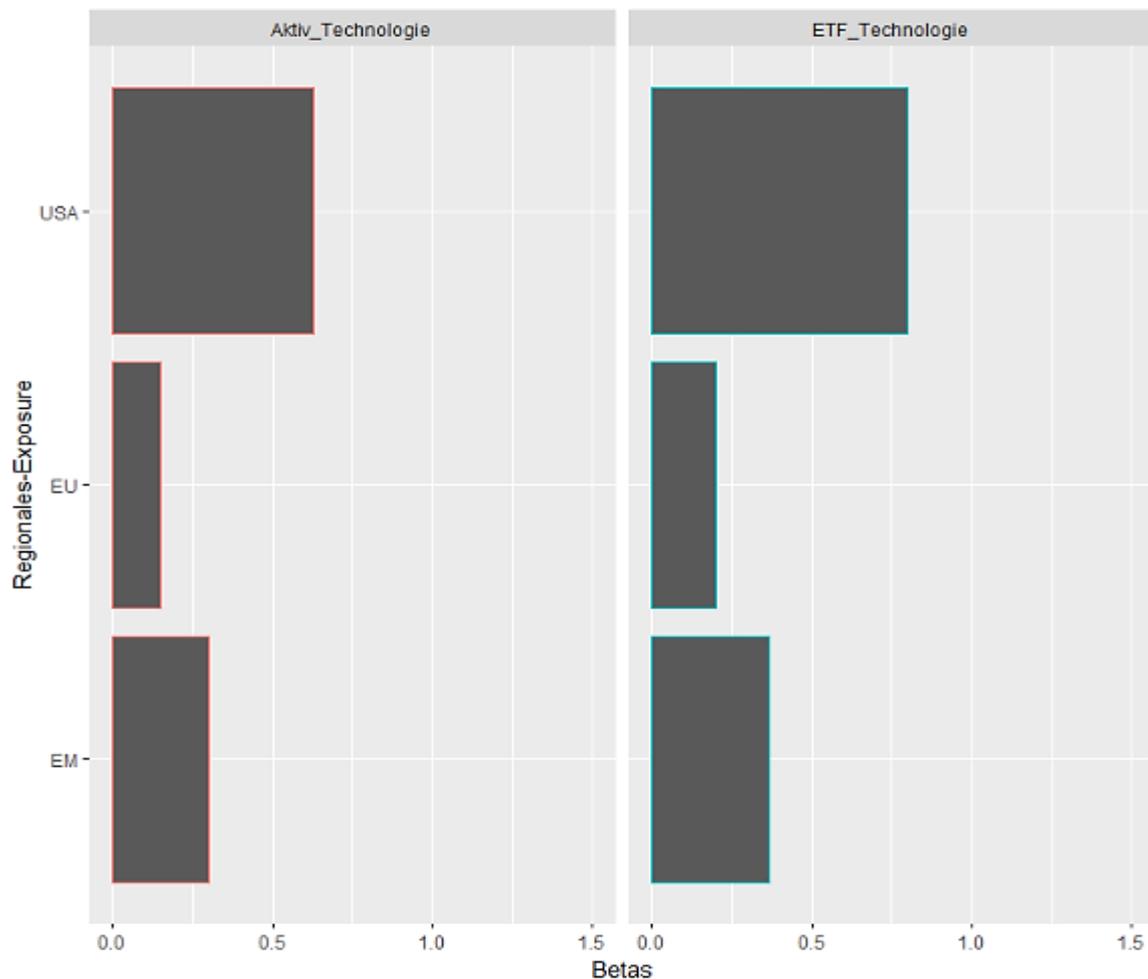
Anleger investierten in den letzten Jahren aber auch große Summen in die beiden Themenbereiche Gesundheit und Ökologie (ca. 80 Mrd. USD). Präferenzthemen aus der vergangenen Finanzkrise (wie z. B. Wasser) erzielten kein großes Wachstum in der Anzahl der Produkte. Die gemanagten Assets blieben jedoch auf einem stabil hohen Niveau.

Benchmarking und das Überrenditepotential

Nach dieser kurzen Einordnung des vergangenen Wachstums von Themeninvestments widmen wir uns der zweiten und spannendsten Frage: Wie steht es um das „Alpha“ der Strategien? Zur Berechnung der Überrendite (Outperformance) jedes Themas bedarf es zunächst der Festlegung einer Benchmark. Da es sich bei themenbasierten Investments um flexible Ansätze handelt, die in einem Thema/Sektor und oder in einer Region ihren Ursprung haben, ist Benchmarking ein schwieriges Anliegen. Wir lösen diese Problematik dadurch, dass wir für jedes Thema eine Composite-Benchmark erstellen, die sich an der regionalen Allokation der zugrundeliegenden Strategien orientiert. Technisch gesehen bestimmen wir über eine multivariate Regression für jeden Fonds bzw. jedes Thema die regionalen Betas (Gewichte) zu den wichtigsten Teilmärkten (USA, EU, Emerging Markets). So schalten wir die „Markt“-Komponente in den jeweiligen Themen aus und können eine Überrendite extrahieren. Zudem bekommen wir so einen guten

Eindruck davon, wo regionale Schwerpunkte der Themen existieren. Die Analysen zeigen (wie in Grafik 4 für das Segment Technologie exemplarisch dargestellt), dass Asset Manager in den meisten Themenbereichen international agieren und dabei das US-Exposure dominiert. Ausnahme bilden die Themenbereiche Finanzdienstleistungen, Energie und Konsum, bei denen Europa stärker im Fokus steht.

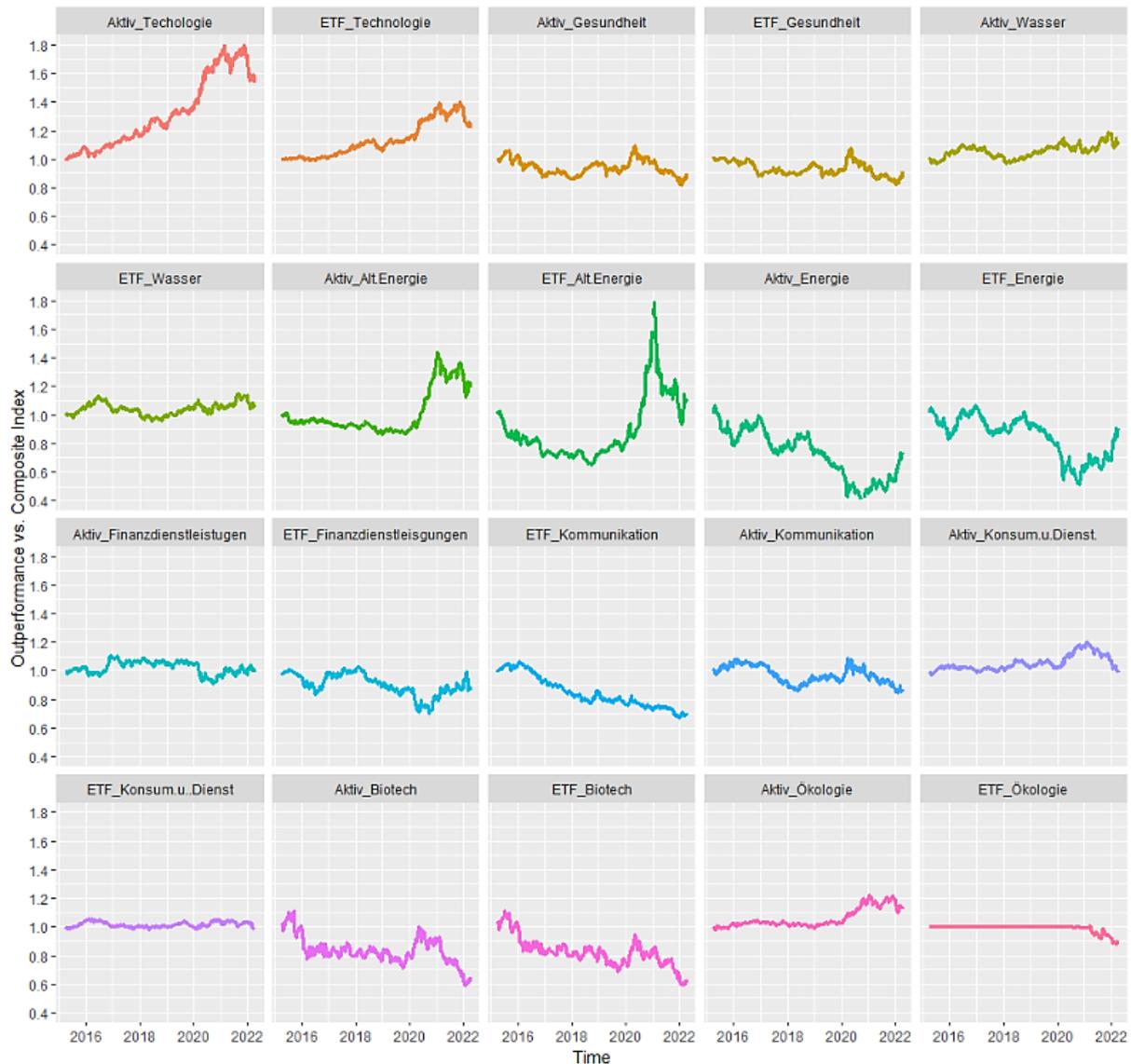
Grafik 4. Regionale Beta-Faktoren für den Themenbereich Technologie (links Aktive und rechts passive Strategien)



Quelle: Morningstar, eigene Berechnungen

Die Entwicklung der Überschussrendite der einzelnen Themen gegenüber den jeweiligen Composite Indizes wird in Grafik 5 veranschaulicht. Die Ergebnisse hier sprechen eine eindeutige Sprache: In den letzten sieben Jahre gelang es lediglich dem Segment Technologie die „Proxy Benchmark“ deutlich zu übertreffen. Die kumulative Outperformance der aktiven Manager im Technologie-Segment mit rund 80 Prozent war dabei beachtlich und fiel höher aus als die der passiven ETFs. Mögliche Gründe könnten u. a. Diversifikationsgrad, Size Effekt, die Unterschiede in der sektoralen Allokation und das Stockpicking sein. Positiv, aber deutlich volatil, entwickelten sich auch die Anlageprodukte im Themenbereich Alternative Energien. Alle anderen Kategorien konnten im Betrachtungszeitraum keine positiven Überrenditen erwirtschaften.

Grafik 5. Kumulative Überschussrendite der thematischen Produkte in der Periode April 2015 bis März 2022.



Quelle: Morningstar, eigene Berechnungen

Erst mit dem Beginn der starken und bis heute andauernden Faktor-(Sektor-)Rotation³ ab November 2020 gaben Technologie, Alternative Energien, aber auch defensive Themen Teile ihrer Outperformance wieder ab.

Ursache waren die Neubewertung von Qualitäts- und Wachstumsaktien zugunsten niedrig bewerteter zyklischer Substantitel. Das erklärt auch die starke Outperformance-Recovery der thematischen Investments mit Fokus auf Energie und Finanzen, weil sie das andere – nun gefragte – Ende des Investmentspektrums vertreten.

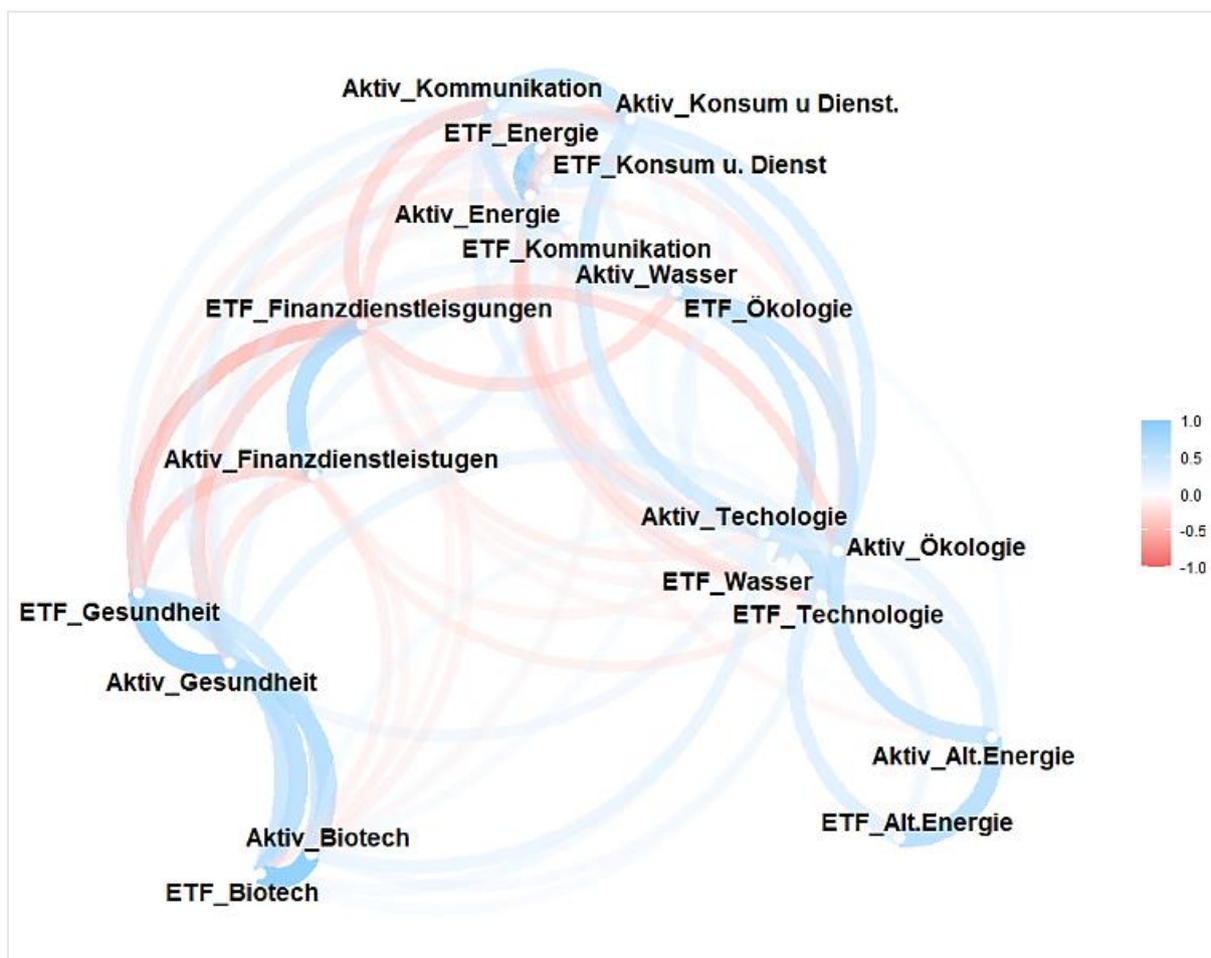
³ Diese Rotation wurde zum damaligen Zeitpunkt zunächst von positiven Impfstoff-Meldungen und der (weltweit) lockeren Fiskal-/Geldpolitik initiiert. Stark angestiegene Zins- und Inflationstendenzen halten diesen Trend seit Ende 2021 aufrecht.

Korrelations- und Risikostruktur der Themen

Mithilfe der Überrenditen jeder Kategorie, kann nun auch der Blick auf die Diversifikation gelenkt werden. Für diesen Zweck nutzen wir einen Cluster-Algorithmus, der zum einen die paarweisen Korrelationen der Outperformances der einzelnen Themenkategorien zueinander bemisst (perfekt korreliert + 1, perfekt negativ korreliert -1).

Zum anderen werden alle Kategorien und deren Zusammenhänge zueinander über ein visuelles Clustering dargestellt (siehe Grafik 6).

Grafik 6. Korrelationen der Themen in der Periode April 2015 bis März 2022.



Quelle: Morningstar, eigene Berechnungen

Aus der Darstellung geht hervor, dass die Outperformance-Profile einiger thematischer Investments in den vergangenen sieben Jahren hoch miteinander korreliert waren. Es sind auch einige (rote) Pfade zu erkennen, die darauf hindeuten, dass gewisse Strukturen wenig bis stark negativ zueinander korreliert sind. Einen negativen Zusammenhang kann man insbesondere zwischen den Themen Finanzen und Energie, sowie allen anderen Themen feststellen. Das ist durchaus plausibel, denn die Themen Energie und Finanzen stehen den anderen Themen nach Investmentstil, Sektor-Exposure und fundamentaler Bewertung negativ gegenüber. Interessanterweise scheint der Rest der Kategorien jedoch einen Gleichlauf vollzogen zu haben (dunkelblaue Pfade). Korrelationsbedingt ordnet der Algorithmus außerdem alle Themen in lediglich drei „Haupt“-Cluster ein, wobei das dominierende Cluster den Großteil aller Themenkategorien vereint. Entsprechend darf man nur geringe Diversifikationspotentiale innerhalb eines Portfolios aus mehreren Themeninvestments erwarten.

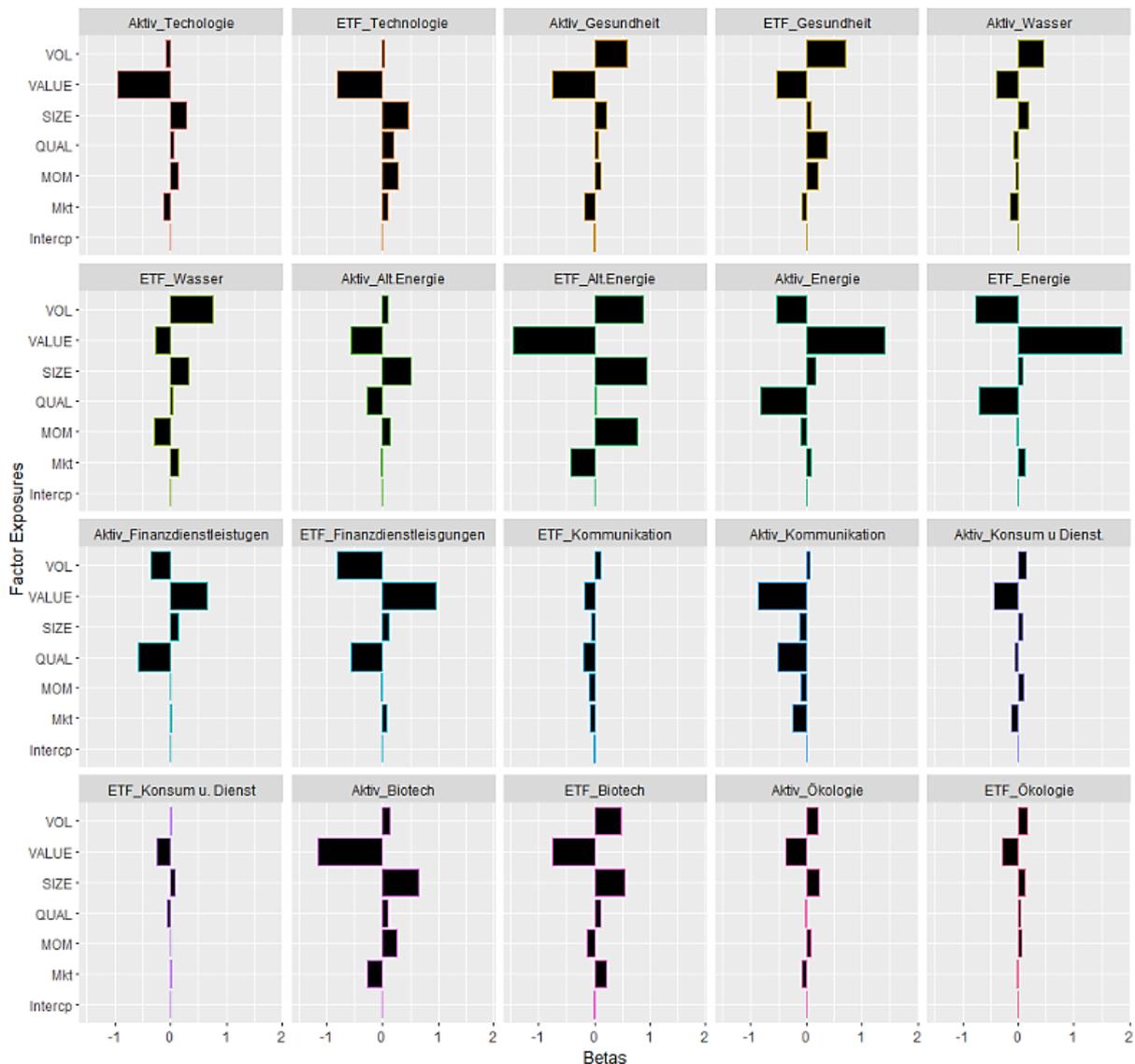
Factor - Investing in den Megatrends

Es stellt sich daher die Frage, wie es möglich ist, dass in der Outperformance themenübergreifend eine starke positive (bzw. negative) Korrelation entsteht, obwohl Themen unter komplett unterschiedlichen Annahmen und Voraussetzungen gebildet wurden?

Hintergrund ist das zugrundeliegende Faktor-Exposure: Auch thematische Investments sind – wie alle Asset- und Subassetklassen – zu Risikofaktoren exponiert, die bestimmend für das Rendite-/Risiko-Profil eines Investments sind. Eine Dekomposition der Überschussrenditen aller Fonds in die einzelnen Faktor-Ladungen ermöglicht es uns, einen besseren Einblick in die Risikostruktur der einzelnen Themen zu bekommen. Die gewünschten Daten dafür liefert uns erneut eine Regressionsanalyse, diesmal regressieren wir für die vergangenen sieben Jahre die Überrendite jedes Fonds gegen die Überrendite der bekanntesten fünf Faktorprämien (Quality, Momentum, Value, Low Volatility und Size) und den Marktindex. In dieser Analyse legen wir uns aufgrund der Dominanz des US-Exposures auf die US-Prämien fest⁴. Anschließend aggregieren wir die Ergebnisse gemäß den gemangten Anlagevolumina der einzelnen Fonds auf Themenebene. Die so erhaltenen Faktorausprägungen der einzelnen Themen sind in Grafik 7 zusammengefasst.

Grafik 7. Faktor-Exposure der einzelnen Themen in der Periode April 2015 bis März 2022.

⁴ Hinweis: Das Heranziehen anderer regionaler Faktoren, wie z. B. vom Welt-Index, ändert kaum etwas an den Ergebnissen.



Quelle: Morningstar, eigene Berechnungen

Besondere Aufmerksamkeit richten wir auf die Ergebnisse zum Thema Technologie, weil diese Themenkategorie die meisten Assets, Produkte und auch die beste relative Performance vereint. Das geschätzte Faktor-Exposure aus den Daten der letzten sieben Jahre zeigt, dass Fonds (aktiv und passiv) mit Fokus auf Technologie – unabhängig von deren Spezialisierung und Bezeichnung – alle eine Wette gegen den Value-Faktor darstellen. Ein Ergebnis, das in der akademischen Literatur für passive US-ETFs bereits bestätigt wurde⁵. Des Weiteren greifen die aufgelegten Konzepte wohl eher auf mittel- und niedrigkapitalisierte Unternehmen (Size) sowie auf Aktientitel mit höherer Qualität (Quality-Faktor) und positivem Momentum zurück. Die Faktor-Ladungen erklären fast vollumfänglich die Outperformance des Technologie-Themas bis in die Covid-Krise hinein sowie deren anschließende Underperformance im Rahmen der Faktor-Rotation ab November 2020.

Geht man die Themenkategorien einzeln durch, so weist der Großteil der Themen ein ähnliches Faktor-Muster wie das Thema Technologie auf. Ausnahmen bilden hier erneut die Themen Energie und Finanzen, die schon konzeptionell dem Faktor Value zuzuordnen sind. Das erklärt auch die Cluster-Bildung sowie die positiven (negativen) Korrelationen der Themen aus Grafik 6, denn es sind letztendlich die dominanten Faktor-Risiken innerhalb der Themenkategorien, die die Überschussrenditen treiben.

⁵ Vgl. David Blitz 2021 - Betting Against Quant: Examining the Factor Exposures of Thematic Indices, Working Paper

Fazit:

Thematische Investments weisen seit Jahren einen exponentiellen Wachstumstrend auf. Die Präferenz der Anleger für disruptive Innovationsthemen als mögliche Alpha-Quelle und weitere Diversifikationskomponente hat dabei ihren Peak scheinbar noch nicht erreicht.

Verstärkt wird dieser Trend durch immer neue Strategien, umgesetzt durch stets neue aktive und insbesondere passive Investmentvehikel. Dabei ist der rapide Anstieg in der Anzahl und Vielfalt der Produkte allerdings ein wenig verblüffend, denn die Identifikation langfristiger Megatrends ist kein einfaches Unterfangen. Sie muss einen rigorosen "Research Governance"-Prozess durchlaufen haben und es setzt ein tiefgehendes, fundamentales Verständnis mikro- und makroökonomischer Zusammenhänge voraus.

Für Anleger macht es diese Vielzahl an Möglichkeiten aber fast unmöglich, ein effizientes „Matching“ der unterschiedlichen Produkte mit den eigenen Präferenzen und Risikobudgets zu erreichen.

Um Vergleichbarkeit innerhalb der Vielzahl thematischer Produkte zu schaffen, muss unserer Überzeugung nach das gesamte Investmentuniversum zunächst systematisch auf Alpha-, Risiko- und Diversifikationspotential hin überprüft werden. Nur so können Risikobudgets optimal allokiert und für das Portfolio ein Mehrwert erwirtschaftet werden.

Die hier angestellten quantitativen Analysen von 617 aktiven und passiven thematischen Investments zeigen, dass trotz des breiten Investmentuniversums und der stark ansteigenden Anzahl der Produkte, klare Muster erkennbar sind.

Die dominante Rolle spielte in den letzten sieben Jahren das Thema Technologie. Hier gab es den größten Zuwachs in der Anzahl der aufgelegten Produkte und der Summe der verwalteten Anlagevolumina. Zudem zeigten Investments in das Thema Technologie über einen längeren Zeitraum die größte (positive) Outperformance, was das Sentiment der Anleger zusätzlich stärkte.

Korrelationen zwischen vielen Themen fielen signifikant positiv aus und waren eng „geclustert“. Hierdurch erscheint das Diversifikationspotential für Anleger – zumindest über mehrere Themen hinweg – deutlich begrenzt.

Die wohl wichtigste Erkenntnis der Analyse betrifft dabei den Hintergrund dieser hohen, stabilen Korrelationen: das ausgeprägte Exposure zu den klassischen Risikofaktoren. Die den Themeninvestments zugrundeliegende Faktorstruktur erklärt dabei die Out- und Underperformance sowohl in der Phase bis zur Corona-Krise, wie auch in der anschließenden Phase der starken Sektor-(Faktor-)Rotation ab November 2020.

Anleger sind gut beraten, wenn sie ein Thema stärker gemäß konkreter Risikocharakteristika (wie zum Beispiel anhand von Faktor-Exposures) und weniger über einen aktuellen „Hype“ bewerten. Nur so kann ein Thema langfristig ergebnissteigernd in das Portfolio integriert werden, ohne dabei die Risikostruktur des Portfolios aus der Balance zu bringen.