

Finreon Impulse

13. Ausgabe

November 2023

Impuls von Finreon

Truly Global Investing

Impuls aus der Akademie

Climate Risk Disclosure and Institutional Investors



Impuls von Finreon Truly Global Investing

Trotz signifikantem Wirtschaftswachstum der Entwicklungsländer haben Emerging Markets Aktien seit der Jahrtausendwende enttäuscht, weshalb viele Investoren die Anlageklasse Aktien Emerging Markets hinterfragen. In einer Welt, in der geographische Grenzen in der Wirtschaft immer mehr verschwimmen, wirft unser Impuls nun ein neues Licht auf die Bedeutung des «Economic Exposure». Entdecken Sie unseren «Truly Global Investing» Ansatz, der die klassische Asset Allokationen überdenkt und es ermöglicht, am Wachstumspotenzial der Emerging Markets erfolgreich und effektiv teilzuhaben.



Autor:

Nikolas Anic
M.A. UZH

Investment Solutions



Autor:

Simon Müller
M.A., CFA, CAIA, FRM

Head of Business Development

Emerging Markets Aktien – eine verlorene Dekade

Seit Mitte der 2000er Jahre integrieren institutionelle Investoren vermehrt Emerging Markets in ihre strategische Asset Allokation, mit der Erwartung, dass die dort ansässigen Unternehmen am meisten von der regionalen Wirtschaftsentwicklung profitieren würden.

Eine Standortbestimmung zwei Dekaden später kann diese These jedoch **nicht stützen**.

Einerseits ist der wirtschaftliche Erfolg der Schwellenländer gemäss Prognosen zwar eingetreten (siehe Abbildung 1). So ist das **GDP** dieser Länder seit dem Jahr 2006 mit durchschnittlich 9% p.a. gewachsen und hat sich somit insgesamt **fast vervierfacht**. Der Anteil der Entwicklungsländer am globalen GDP beträgt mittlerweile hohe 44%. Das GDP der entwickelten Märkte konnte hingegen im gleichen Zeitraum nur 3% p.a. zulegen, was einem Zuwachs von 62% entspricht.

Paradoxerweise konnte sich dieses überdurchschnittliche Wachstum der Emerging Markets jedoch nicht in der Kursentwicklung von Emerging Markets Aktien widerspiegeln: Seit 2006 weist der **Emerging Markets Index** eine **kumulierte Rendite von lediglich +117%** aus, während der Aktien Welt Index einen Zuwachs von +231% verzeichnet.

GDP Entwicklung vs. kumulierte Rendite 2006 - 2023

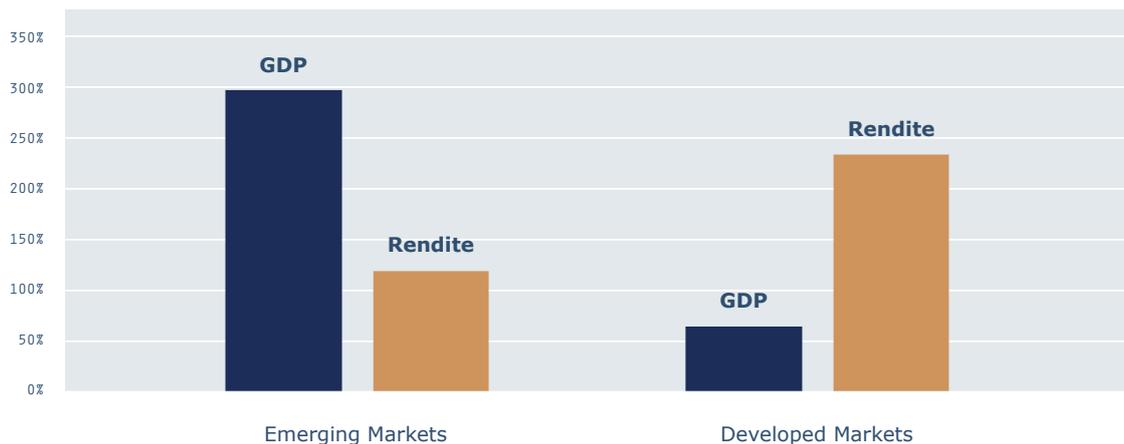


Abbildung 1

Daten: Zeitraum 31.12.2005-30.06.2023. Blauer Balken: GDP Entwicklung. Die GDP Entwicklung bezieht sich auf die prozentuale Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts während des gesamten Zeitraums für Länder tieferer und mittlerer Einkommensschichten (= Emerging Markets) sowie Länder hoher Einkommensschichten (= Developed Markets). Brauner Balken: Kumulierte Rendite. Die kumulierte Rendite bezieht sich auf die Wertschöpfung während des gesamten Zeitraums des Aktien Developed Markets Index sowie des Aktien Emerging Markets Index.
Quelle: Datastream, World Bank, Finreon Research.

Wenn also Unternehmen aus den Emerging Markets nicht vom rasanten Wirtschaftswachstum profitieren konnten, **wer konnte dann dieses Wachstumspotenzial abschöpfen?**

Ein anderer Blickwinkel: Economic Exposure

Was ist eigentlich eine **Emerging Markets Aktie**? Es handelt sich dabei um eine Firma mit **Domicil** in einem Entwicklungsland bzw. einem Listing an einer Börse der entsprechenden Region. **Das Listing** einer Firma zeigt jedoch nur **ein unvollständiges Bild**, gegenüber welchen Ländern eine Firma ökonomisch exponiert ist (siehe Abbildung 2).

Ein Beispiel dazu ist der **Nahrungsmittelhersteller Nestlé**, der aufgrund des Hauptsitzes in den herkömmlichen Indizes vollständig als Schweizer Firma eingestuft wird, in seinen Geschäftsaktivitäten aber knapp **99% des Gesamtumsatzes ausserhalb der Schweiz** erzielt. Bemerkenswert ist, dass **42% des Umsatzes** direkt auf die florierenden Emerging Markets zurückzuführen sind. Trotz der Schweizer Wurzeln und Börsennotierung zeigt Nestlés operative Ausrichtung eine signifikante, ökonomische Exposition gegenüber den Märkten der Schwellenländer.

Nestlé Umsätze pro Region 2022

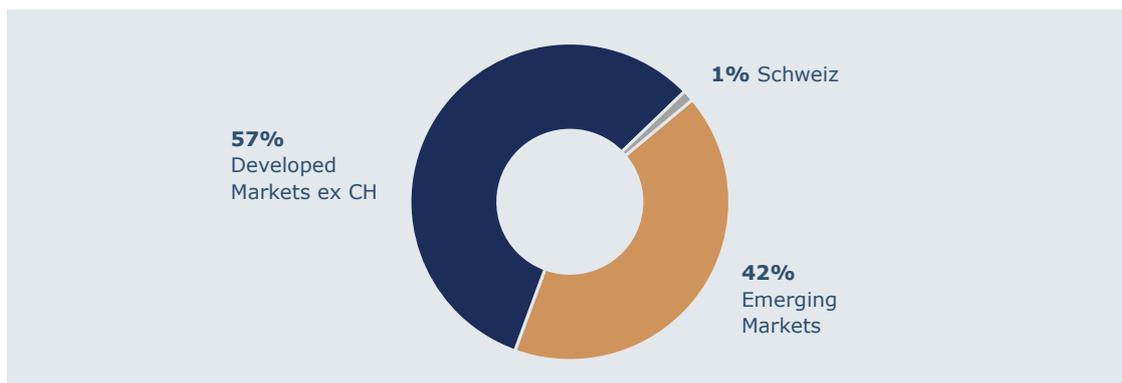


Abbildung 2

Daten: 31.12.2022. Umsätze gemäss Region. Grau: Region Schweiz. Blau: Region Developed Markets ex CH. Braun: Region Emerging Markets.
Quelle: Nestlé Jahresbericht 2022, Finreon Research.

Traditionelle Indizes tragen der geographischen Verteilung der Geschäftsaktivitäten daher nur bedingt Rechnung, wodurch **kein direkter Zusammenhang zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung und Marktperformance einer Region** angenommen werden sollte.

Aus dieser Perspektive lässt sich erkennen, dass die **geographische Umsatzverteilung eines Unternehmens** (sog. Economic Exposure) das **regionale Wachstum besser reflektiert** als der Standort des Firmenhauptsitzes bzw. Börsenlistings.

Emerging Markets Wachstum ohne Emerging Markets Aktien

Basierend auf dieser Erkenntnis lässt sich nun auch die Frage beantworten, welche Firmen vom Wachstum der Emerging Markets tatsächlich **profitieren** konnten.

Hierzu zeigt eine simple Analyse in Abbildung 3 den Vergleich zweier Strategien seit 2006:

- 300 Aktien mit Hauptsitz in den Developed Markets und dem jeweils höchsten Umsatzanteil in den Emerging Markets
- 300 Titel mit Hauptsitz in den Emerging Markets und dem jeweils höchsten Umsatzanteil in den Emerging Markets

2006 - 2023	Developed Markets ex CH mit EM Exposure	Emerging Markets mit EM Exposure
Rendite p.a.	8.92%	4.71%
Volatilität p.a.	18.23%	19.02%
Rendite / Risiko	0.49	0.25
Max Drawdown	-58.59%	-71.29%

Abbildung 3

Daten: Zeitraum 31.12.2005-30.06.2023. Rendite- und Risikokennzahlen der Portfolios über den gesamten Zeitraum. Das Portfolio «Developed Markets ex CH mit EM Exposure» besteht aus den 300 Titeln, die in der Region «Developed Markets ex CH» gelistet sind und das höchste Sales Exposure gegenüber den Emerging Markets aufweisen. Das Portfolio «Emerging Markets mit EM Exposure» besteht aus den 300 Titeln, die in der Region «Emerging Markets» gelistet sind und das höchste Sales Exposure gegenüber den Emerging Markets aufweisen. Quelle: Datastream, Finreon Research.

Dieser Vergleich zeigt eine historisch **substantielle Outperformance** der Developed Markets Firmen mit hohem Emerging Markets Exposure, und dies **bei deutlich tieferen Risiken**.

Eine zentrale Ursache für diese Divergenz bezieht sich auf den Vergleich der Gewinnentwicklung der Unternehmen beider Strategien: Seit dem Jahr 2010 **stagnieren die Gewinne pro Aktie (=EPS)** der Emerging Markets Firmen nach einem zuvor rasanten Wachstum, während die gegenüber Schwellenländern stark exponierten Unternehmen der Developed Markets einen **Anstieg ihrer Gewinne um ca. 50%** seit 2010 verzeichnen konnten.

Wieso konnten **Firmen aus Industrieländern mit hohen Economic Exposures** gegenüber Emerging Markets besser am **Wachstum der aufstrebenden Länder** partizipieren und ihre Profitabilität nachhaltig steigern?

Folgende Faktoren dienen als Erklärungsansatz für diese Entwicklung:

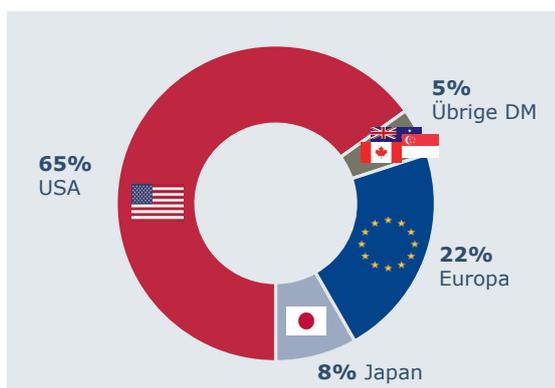
1. **Grössere Konkurrenz in den Emerging Markets:** Aufgrund der sich intensivierenden, global agierenden Konkurrenz im Zuge der rasanten Marktöffnungen der Entwicklungsländer etablierte sich ein stärkerer Preiswettbewerb, welcher die Margen einheimischer Unternehmen drückte.
2. **Höhere Produktivität etablierter Unternehmen aus Industrieländern:** Expandierende Unternehmen aus Industrieländern konnten durch die effiziente Integration kostengünstiger Arbeits- und erweiterter Absatzmärkte in ihr bestehendes Geschäftsmodell sowohl angebots- als auch nachfrageseitig an der wirtschaftlichen Entwicklung der Schwellenländer teilhaben.
3. **Einfluss struktureller Rahmenbedingungen:** Westlich orientierte Handelsverträge sowie eine straffe Reform- und Währungspolitik in vielen Schwellenländern haben die Wettbewerbsfähigkeit einheimischer Unternehmen erschwert und somit das Wachstumspotential dieser Firmen insbesondere seit 2010 gehemmt.

Wie können Investoren von diesen Erkenntnissen **profitieren**?

Truly Global Investing

Für die praktische Umsetzung hat Finreon die **Truly Global Investing** Strategie entwickelt: Ein Portfolio mit Aktien aus Industrieländern, die einen **überdurchschnittlich hohen Teil ihres Umsatzes in den Emerging Markets** erzielen. Um dabei den Tracking Error dieser Strategie zu kontrollieren, werden die Sektoren- und Regionengewichte (nach Listing) möglichst gleich gehalten wie im Vergleichsindex – es werden also z.B. die Titel innerhalb eines Sektors selektiert, welche relativ zu Ihren Peers stark am Wachstum der aufstrebenden Märkte partizipieren (siehe Abbildung 4).

Portfolio-Gewicht nach Listing



Portfolio-Gewicht nach Economic Exposure

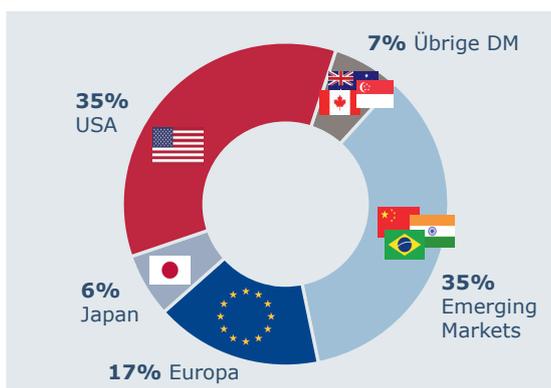


Abbildung 4

Daten: 30.06.2023. Verteilung der Gewichte gemäss Listing und Economic Exposure des «Finreon Truly Global Investing» Portfolios. Das Gewicht nach Listing entspricht der Summe der Portfoliogewichte gemäss ihrem regionalen Listing. Das Gewicht nach Economic Exposures entspricht dem Summenprodukt aus den Portfoliogewichten und den regionalen Sales Exposure Werten. Rot: USA, Dunkel-blau: Europa, Hellgrau: Japan, Dunkelgrau: Übrige Developed Markets (=DM), Hellblau: Emerging Markets. Quelle: Factset, Finreon Research.

Es resultiert dabei ein breit diversifiziertes Portfolio aus etablierten Unternehmen mit Hauptsitz in Industrieländern, die durch ihre **substantielle Partizipation am Wachstum der Emerging Markets** sowohl im Vergleich zu Aktien Developed Markets als auch Aktien Emerging Markets weitaus **attraktivere Rendite-/Risikoeigenschaften** aufweisen (siehe Abbildung 5).

Kumulierte Renditen der Strategien



2006 - 2023	Finreon Truly Global Investing Lösung	Aktien Emerging Markets	Aktien Developed Markets ex CH
Rendite p.a.	8.61%	4.34%	6.77%
Volatilität p.a.	18.15%	21.15%	16.00%
Rendite / Risiko	0.47	0.20	0.42
Max Drawdown	-54.92%	-61.44%	-58.74%
TE ggü. Aktien Developed Markets ex CH	3.98%		
TE ggü. Aktien Emerging Markets	10.69%		

Abbildung 5

Daten: Zeitraum 31.12.2005-30.06.2023. Das Portfolio «Finreon Truly Global Investing» besteht aus den 300 Titeln, die in der Region «Developed Markets ex CH» gelistet sind und das höchste Sales Exposure gegenüber den Emerging Markets aufweisen inkl. Sektoren- & Regionenrestriktionen von +5% gegenüber dem Aktien Developed Markets ex CH Index. Das Portfolio «Aktien Emerging Markets» ist der marktgewichtete Index bestehend aus Titeln mit Listing «Emerging Markets». Das Portfolio «Aktien Developed Markets ex CH» ist der marktgewichtete Index bestehend aus Titeln mit Listing «Developed Markets» ohne Schweiz. Abschnitt 1: Chart der kumulierten Renditen. Abschnitt 2: Rendite- und Risikokennzahlen der Portfolios über den gesamten Zeitraum.

Quelle: Datastream, Finreon Research.

Im Portfoliokontext kann diese Truly Global Investing Strategie einerseits **als Teil der Aktien Developed Markets Anlagen** eingesetzt werden, wobei in das gleiche Universum an Aktien aus den Industrieländern investiert wird, jedoch mit einem höheren Renditepotential durch einen höheren Umsatzanteil in den schneller wachsenden Emerging Markets.

Interessant scheint aber auch der **Einsatz der Strategie als Alternative zu Emerging Markets Aktien**, wird mit einer solchen Anlage doch die Abschöpfung des Wachstums der Emerging Markets ermöglicht, ohne direkt in Titel aus den Emerging Markets zu investieren.

Schlussfolgerungen

- **Emerging Markets Aktien** haben seit der Jahrtausendwende **enttäuscht** und konnten nicht vom dynamischen Wachstum der Emerging Markets profitieren.
- Firmen aus Industrieländern mit einem starken Umsatzanteil in den Emerging Markets konnten hingegen überdurchschnittlich stark **vom Emerging Markets Wachstum profitieren**.
- Die Zuordnung einer Aktie nach **Listing** lässt somit keine Aussage darüber zu, gegenüber welchen Regionen ein Unternehmen ökonomisch exponiert ist. Sinnvoller ist es, eine Aktie aufgrund der **regionalen Verteilung der Umsätze** (Economic Exposure) einzustufen.
- Ein «**Truly Global Investing**» Portfolio kann als attraktive Alternative für Developed Markets oder Emerging Markets Anlagen eingesetzt werden.

Impuls aus der Akademie

Climate Risk Disclosure and Institutional Investors



Autor:
Arnaud Gougler
M.A. HSG, CESGA

Head of Strategic Projects & ESG

Fundierte Investitionsentscheidungen hängen von aktuellen und qualitativ hochwertigen Informationen über das Risiko-Exposure von Unternehmen ab, einschließlich der zunehmend wichtigen und relevanten Klimarisiken. Viele sind aber der Meinung, dass **Investoren nicht ausreichend über die Klimarisiken von Unternehmen informiert sind**. Welche Präferenzen haben denn institutionelle Investoren, wenn es um die Offenlegung von Klimarisiken von Unternehmen geht?

Um diese Frage zu beantworten, haben Ilhan, Krüger, Sautner und Starks (2023) eine **globale Umfrage mit 439 teilnehmenden institutionellen Investoren** durchgeführt. Aus der Umfrage geht hervor, dass für 79% der befragten Institutionen **die Berichterstattung über Klimarisiken mindestens so wichtig ist wie die Finanzberichterstattung**. Aus der Umfrage geht weiter hervor, dass die derzeitige weitgehend freiwillige quantitative Klima-Berichterstattung nicht ausreichend präzise ist. Diese Resultate implizieren, dass Unternehmen klimabezogene Informationen nicht freiwillig in ausreichender Qualität offenlegen, da sie potenziell den Nutzen (inkl. die Externalitäten) einer solchen Klima-Berichterstattung für nicht ausreichend hoch erachten.

Wie werden **diese Präferenzen** der Investoren für eine ausgedehntere Klima-Berichterstattung **durch die Unternehmen wahrgenommen**? Um diesen Aspekt zu untersuchen, analysieren die Autoren in einem nächsten Schritt den Zusammenhang zwischen institutionellem Aktienbesitz und der Offenlegung von Klimarisiken durch Unternehmen. Dabei werden drei verschiedene Investorengruppen gebildet, die sich in ihrer Form von Klimabewusstsein unterscheiden. Die Analyse ergab einen **deutlich positiven und statistisch signifikanten Zusammenhang** zwischen **umfassender Klimarisikoberichterstattung** durch Unternehmen und einem **erhöhten Anteil an klimabewussten Investoren**. Dieser Zusammenhang könnte sich theoretisch **durch zwei Kanäle erklären** lassen: Entweder beeinflussen klimabewusste Investoren Unternehmen durch bspw. Engagement (Einflusseffekt) oder solche Investoren neigen dazu, sich an Unternehmen zu beteiligen, die bereits klimabezogene Offenlegungen anbieten (**Selektionseffekt**). Die Studie macht sich u.a. einem exogenen Schock in der Nachfrage für Klima-Reporting bei Investoren zunutze um dies zu untersuchen. Sie kann damit belegen, dass die verstärkte Offenlegung von Klimarisiken vorwiegend durch den Einflusseffekt (d.h. durch den Einfluss von Investoren auf Unternehmen durch bspw. Engagement) zu erklären ist. Im Zusammenhang mit vorherigen Studien (siehe e.g. Stroebel & Wurgler, 2021) zeigt dies auf, dass der **Druck durch Investoren zu einer erhöhten Transparenz in Bezug auf Klimarisiken führt** und gleichzeitig **einen starken finanziellen Mechanismus** zur Reduktion von Klimarisiken bei Unternehmen darstellen kann.

Schlussfolgerungen

- **Die klimabezogene Berichterstattung** trägt zu **fundierte Investmententscheidungen** bei. Eine solche Berichterstattung hat **weitreichende Externalitäten** über das berichterstattende Unternehmen hinaus.
- In der von den Autoren durchgeführten Umfrage betrachten 79% der befragten institutionellen Investoren die Berichterstattung über **Klimarisiken als mindestens so wichtig wie die Finanzberichterstattung**.
- Die Datenanalyse zeigt zudem, dass **klimabewusste institutionelle Investoren** einen **positiven und signifikanten Einfluss** auf die Offenlegung von Klimadaten seitens der Unternehmen in ihren Portfolios haben können.
- Im Zusammenhang mit vorherigen Studien zeigen somit die Autoren auf, dass der **Druck durch Investoren** zu einer erhöhten Transparenz in Bezug auf Klimarisiken führt und dieser auch einen **starken finanziellen Mechanismus zur Reduktion von Klimarisiken** bei Unternehmen darstellen kann.

Quelle

Emirhan Ilhan, Philipp Krueger, Zacharias Sautner, Laura T Starks (2023). Climate Risk Disclosure and Institutional Investors, The Review of Financial Studies, 36, 7, 2617–2650, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhad002>