

ASIEN

Corporate Governance in den Schwellenländern: Den Wind der Veränderung nutzen

November 19, 2019

Die Schwellenländer bieten zahlreiche potenzielle Anlagechancen, ihre Defizite bei der Corporate Governance können jedoch Herausforderungen darstellen. Im Laufe der Jahre haben sich manche Länder schneller entwickelt als andere, um ihre Governance-Defizite zu beheben. Im ersten Teil dieser zweiteiligen Serie stellen Chetan Sehgal und Andrew Ness von Franklin Templeton Emerging Markets Equity dar, was genau unter Corporate Governance zu verstehen ist und wie die Schwellenländer Verbesserungen in diesem Bereich erzielen.

Corporate Governance ist ein Begriff, der leichter zu verstehen als zu definieren ist. Es ist ein weit verbreitetes Thema, dessen Definition je nach Anleger variieren kann. Allerdings neigt die akademische und industrielle Forschung dazu, Corporate Governance auf Länder- und Unternehmensebene zu betrachten.[\[1\]](#)

- **Land:** Das Anlageumfeld wird in der Regel durch Gesetze, Vorschriften und Richtlinien geprägt. Anleger schauen auf die Qualität der öffentlichen Institutionen eines Marktes, die sich in der Stärke seiner Eigentumsrechte, Offenlegungsstandards und anderer Merkmale widerspiegelt, um festzustellen, inwieweit sie dem Markt ihr Kapital anvertrauen können. Diese Merkmale bilden auch den institutionellen Rahmen, in dem Unternehmen tätig sind.
- **Unternehmen:** Hier kommt es auf die Kontrolle und das Gleichgewicht zwischen Vorstand, Management und Anteilshabern an. Wir sind überzeugt, dass interne Systeme, die dem Vorstand helfen, das Management effektiv zu überwachen, Anreize für Manager zu schaffen, im besten Interesse aller Anteilshaber zu handeln, oder es den Anteilshabern zu ermöglichen, den Vorstand zur Rechenschaft zu ziehen, zu einer soliden Governance beitragen sollten.

Wir denken im Kern, dass Corporate Governance bestimmt, wie gut Unternehmen in der Lage sind, im längerfristigen Interesse aller Anteilshaber zu handeln. Die folgende Definition ist einer Studie entnommen: „Corporate Governance beschäftigt sich mit der Art und Weise, wie sich Finanzdienstleister von Unternehmen selbst vergewissern, dass eine Rendite auf ihre Anlage erzielt wird.“[\[2\]](#)

Die Suche nach dem Alpha

Warum ist eine gute Corporate Governance so wichtig? Zunächst einmal ist sie ein wesentlicher Bestandteil der Nachhaltigkeit eines Unternehmens. Ein gesundes System von Kontrollen, Anreizen und Werten, das sich in Merkmalen wie einem mehrheitsunabhängigen Vorstand, einem gut durchdachten Vergütungssystem für Führungskräfte und einem vernünftigen Verfahren der Kapitalallokation widerspiegelt, sollte das Management disziplinieren, um das Unternehmen langfristig zu steuern.

Auffällig sind auch die Auswirkungen, die Governance oft auf Aktienbewertungen hat. Bei Unternehmen mit mangelhaftem Verhalten oder einer Politik, die Anleger benachteiligt, wird dies in der Regel vom Markt in die Kurse eingepreist. Verbesserungen der Governance geben diesen Unternehmen die Möglichkeit, ein neues Rating zu erzielen.

Insgesamt haben Studien weitgehend eine Korrelation zwischen besserer Governance und verbessertem Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten, niedrigeren Kapitalkosten, stärkerer operativer Leistung und höheren Bewertungen für Unternehmen gefunden.[\[3\]](#)

Um es aber klarzustellen: Corporate Governance ist nur einer von vielen Faktoren, die die Perspektiven und den Aktienkurs eines Unternehmens beeinflussen können. Wir sind der Meinung, dass Anleger die Governance eines Unternehmens neben traditionellen Finanzmaßnahmen bewerten sollten, um sich einen umfassenden Überblick über die potenziellen Anlageerträge und -risiken zu verschaffen.

Governance im Kontext der Schwellenländer

Die Corporate Governance in den Schwellenländern steht im Mittelpunkt des Interesses, da sie auf der globalen Finanzbühne zunehmend an Bedeutung gewinnen. In den letzten ca. 20 Jahren hat sich der Anteil der Schwellenländer an der globalen Börsenkapitalisierung mehr als verdoppelt[\[4\]](#) und lag im Juni 2019 bei 30,0 %.[\[5\]](#) Ihre Governance-Standards liegen im Vergleich zu denen der entwickelten Märkte in der Regel jedoch zurück und schrecken manche Anleger ab.

In einer Studie der World Federation of Exchanges (WFE, weltweite Vereinigung regulierter Wertpapierbörsen) identifizierten Anleger Governance-Bedenken als besondere Herausforderung bei Anlagen in Schwellenländern.[\[6\]](#) Einige gaben an, sie würden es vermeiden, in ein Unternehmen zu investieren, wenn sie Mängel in der Governance vermuteten. Eine besondere Herausforderung liegt in der Konzentration der Unternehmenseigentümer in den Schwellenländern. Umfangreiche Untersuchungen haben die Dominanz von Familien- und Staatsunternehmen in diesen Volkswirtschaften und das Potenzial, die Interessen von Minderheitsaktionären zu beeinträchtigen, aufgezeigt.[\[7\]](#)

Ohne angemessene Garantien könnten die kontrollierenden Anteilsinhaber die Unternehmensressourcen leichter für ihre eigenen Zwecke und auf Kosten der Minderheiten einsetzen.

Im Laufe der Jahre haben sich manche Schwellenländer schneller entwickelt als andere, um ihre Governance-Defizite zu beheben. Diesbezüglich erkennen wir zwei Hauptantriebskräfte. Erstens die Weckrufe infolge von Wirtschaftskrisen und Unternehmensskandalen, die durch Governance-Fehler ausgelöst wurden.

Die asiatische Finanzkrise von 1997 war ein wichtiger Wendepunkt für Volkswirtschaften und Unternehmen, die übermäßige Kredite aufgenommen hatten, was zum Teil durch eine laxe Regierungsführung befeuert worden war. Die globale Finanzkrise 2008-2009 verstärkte die Gefahr von Schuldenexzessen und ineffizienter Aufsicht.

Zweitens ist es der Wunsch, in die wichtigsten Marktindizes einzusteigen und mehr Kapital anzuziehen. Für Volkswirtschaften, die eine Indexaufnahme im Visier haben, gehören Governance-Maßstäbe zu den Kriterien, die sie erfüllen müssen. Die Zugänglichkeit, Effizienz und Transparenz ihrer Finanzmärkte sowie die Stärke ihrer Regulierungssysteme sind nur einige Faktoren, die die Indexanbieter bewerten. Diesbezüglich zu beachten ist die Entscheidung von FTSE Russell aus dem Jahr 2018, Saudi-Arabien in den Index der Schwellenländer aufzunehmen. Die Marktreformen des Landes sowie die Bemühungen zur Verbesserung der Corporate Governance trugen dazu bei, dass das Land den Zuschlag erhielt.[\[8\]](#)

Erkenntnisse aus turbulenten Zeiten: Asiatische Finanzkrise

Große Kapitalzuflüsse können Schwierigkeiten für Länder signalisieren, die schlecht gerüstet sind, um sie zu bewältigen. Die Märkte in Ostasien mussten dies Ende der 1990er-Jahre am eigenen Leib erfahren, als ihre übermäßige Abhängigkeit von kurzfristigen US-Dollar-Krediten den Grundstein für die asiatische Finanzkrise legte. Zu den vielfältigen, miteinander verknüpften Ursachen der Krise gehörte auch eine schwache Corporate Governance.

Die Banken hatten Engagements in überhitzten Branchen und Unternehmen mit hohem Fremdkapitalanteil inmitten unzureichender Marktaufsicht, lockerer interner Kontrollen und einer Kultur der beziehungsbasierten Kreditvergabe aufgebaut. Solange das Kapital floss, sahen die Märkte an der Oberfläche gut aus. Ein plötzlicher Liquiditätsrückzug führte jedoch zu Insolvenzen und bürdete den Banken eine hohe Belastung durch notleidende Kredite auf.

Die asiatische Finanzkrise erwies sich als starker Katalysator für Governance-Reformen in den am stärksten betroffenen Volkswirtschaften. Südkorea zum Beispiel erlebte den Fall mehrerer großer familienkontrollierter Konglomerate, im Koreanischen Jaebols genannt. Komplexe Eigentumsstrukturen, konzerninterne Darlehen und Garantien sowie andere schlechte Praktiken ermöglichten es einigen Jaebols, unvernünftig Kredite aufzunehmen und zu investieren. Im Zuge der asiatischen Finanzkrise wurden um ihre Existenz kämpfende Jaebols zur Umstrukturierung gezwungen. Südkorea hat seinen Rahmen für die Finanzregelung und -aufsicht gestärkt und Maßnahmen zur Stärkung der Governance in Unternehmen eingeleitet.

Erkenntnisse aus turbulenten Zeiten: Globale Finanzkrise

Rund 10 Jahre nach der asiatischen Finanzkrise gerieten die Bankensysteme erneut unter Druck. Diesmal waren die Auswirkungen jedoch weitaus größer. Was 2007 mit einem Crash des US-Subprime-Hypothekenmarktes begann, führte bald zum Zusammenbruch großer US-amerikanischer und europäischer Finanzinstitute, die sich bei der Anlage in hypothekenbesicherte Wertpapiere überschuldet hatten. Die Panik erfasste bald das gesamte grenzüberschreitende Finanzsystem und löste eine Liquiditätskrise in den Industrie- und Schwellenländern aus. Ursache der Krise waren zahlreiche Lücken in der Governance, darunter ein schlechtes Risikomanagement bei Banken und eine nicht wirksame Regulierungsaufsicht.

Die globale Finanzkrise löste umfassende politische Reaktionen auf nationaler und globaler Ebene aus. So hat beispielsweise der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, der weltweit Maßstäbe für die Bankenregulierung setzt, ein Basel-III-Rahmenwerk vorgestellt, das die Resilienz der Branche stärken soll. Basel III erhöhte sowohl die Quantität als auch die Qualität der regulatorischen Eigenkapitalbasis der Banken und enthielt Anforderungen an ein solides Risikomanagement und angemessene Offenlegungen.

Obwohl die Krise nicht in den Schwellenländern begonnen hatte, löste sie aufseiten der politischen Entscheidungsträger in diesen Volkswirtschaften eine Dynamik aus, um noch bestehende Mängel in der Governance zu beheben.

Im nächsten Teil dieser Serie werden Sehgal und Ness die in vereinzelt Ländern erzielten Fortschritte betrachten und erklären, warum sie davon überzeugt sind, dass die Verbesserung der Governance zu einem strukturellen Thema geworden ist, das die Aktien der Schwellenländer antreibt.

Welche Risiken bestehen?

Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, inklusive des möglichen Verlusts der Anlagesumme. Aktienkurse schwanken mitunter rasch und heftig. Das kann an Faktoren liegen, die einzelne Unternehmen, Branchen oder Sektoren betreffen, oder an den allgemeinen Marktbedingungen. Anlagen im Ausland sind mit besonderen Risiken verbunden, z. B. Währungsschwankungen, wirtschaftlicher Instabilität und politischen Veränderungen. Bei Anlagen in Schwellenländern sind diese Risiken sogar noch ausgeprägter. Dazu kommen Risiken, die mit der geringeren Größe und Liquidität dieser Märkte zusammenhängen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Unterlagen sollen ausschließlich allgemeinem Interesse dienen und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer Anlagestrategie zu verstehen. Sie stellen auch keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Die Unternehmen und Fallstudien im vorliegenden Dokument dienen lediglich zur Veranschaulichung. Eine Anlage wird derzeit nicht unbedingt in einem von Franklin Templeton Investments empfohlenen Portfolio gehalten.

Die dargestellten Einschätzungen sollen lediglich einen Einblick in den Prozess der Wertpapieranalyse gewähren. Die bereitgestellten Informationen stellen weder eine Empfehlung noch eine individuelle Anlageberatung in Bezug auf bestimmte Wertpapiere, Strategien oder Anlageprodukte dar und sie sind kein Hinweis auf Handelsabsichten eines durch Franklin Templeton gemanagten Portfolios. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Tatsachen hinsichtlich einer Branche, eines Wertpapiers oder einer Anlage dar und sind nicht als Anlageempfehlung anzusehen. Sie sollen vielmehr Einblick in das Vorgehen bei der Portfolioauswahl und in den Research-Prozess gewähren. Daten und Fakten stammen aus Quellen, die als zuverlässig betrachtet werden, wurden jedoch nicht unabhängig auf Vollständigkeit oder Richtigkeit überprüft. Diese Ansichten sind nicht als Anlageberatung oder als Angebot für ein bestimmtes Wertpapier zu verstehen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind die des Anlageverwalters. Kommentare, Ansichten und Analysen entsprechen dem Datum der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar.

Bei der Erstellung dieser Unterlage wurden möglicherweise Daten von Drittanbietern verwendet, und Franklin Templeton („FT“) hat diese Daten nicht unabhängig geprüft oder bestätigt. FT haftet für keinerlei Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Es liegt im alleinigen Ermessen des Nutzers, auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in den vorliegenden Materialien zu vertrauen. Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in allen Ländern verfügbar und werden außerhalb der USA von verbundenen Unternehmen von FT und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren professionellen Berater oder an Ihre Kontaktperson für institutionelle Anleger bei Franklin Templeton.

CFA® und Chartered Financial Analyst® sind Marken des CFA Institute.

[1] Quellen: Internationaler Währungsfonds, „Corporate Governance, Investor Protection, and Financial Stability in Emerging Markets“, Global Financial Stability Report: Fostering

Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era, Oktober 2016; Claessens, S. und Yurtoglu, B., Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey, 15. Januar 2012.

[2] Quelle: Shleifer, A. und Vishny, R. W., „A Survey of Corporate Governance“, Journal of Finance 52 (2): 737-783, 1997.

[3] Quelle: Claessens, S. und Yurtoglu, B., Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey, 15. Januar 2012

[4] Quelle: Internationaler Währungsfonds, „The Growing Importance of Financial Spillovers from Emerging Market Economies“, Global Financial Stability Report: Potent Policies for a Successful Normalization, April 2016.

[5] Quelle: Bloomberg. Stand: Juni 2019.

[6] Quelle: Cleary, S., Alderighi, S. und Boukai, B., Investing in Emerging and Frontier Markets—An Investor Viewpoint, World Federation of Exchanges, Januar 2019.

[7] Quelle: Aguilera, R.V. und Haxhi, I., „Comparative Corporate Governance in Emerging Markets“, in Kürze verfügbar in: Oxford Handbook on Management in Emerging Markets, (Hrsg.) R. Grosse & K. Meyer, 14. Mai 2018.

[8] Quelle: Torchia, A. und French, D., „Saudi to join FTSE emerging index from next March, attract billions“, Reuters, 29. März 2018. Indizes werden nicht gemanagt und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in Indizes nicht berücksichtigt.