

ASIEN

Corporate Governance in den Schwellenländern: Fortschritt und Chancen

November 26, 2019

Mehrere Schwellenländer haben inzwischen Verbesserungen im Bereich der Corporate Governance erzielt. Abgeschlossen ist diese Entwicklung jedoch noch nicht. Im zweiten Teil dieser zweiteiligen Serie untersuchen Chetan Sehgal und Andrew Ness von Franklin Templeton Emerging Markets Equity die Schritte, die einige Aufsichtsbehörden und Unternehmen in Schwellenländern unternommen haben, um die Corporate Governance zu verbessern. Darüber hinaus zeigen sie auf, wo sie Chancen für Anleger sehen, von der positiven Entwicklung des Wandels zu profitieren.

Die Verbesserungen der Governance in den Schwellenländern waren uneinheitlich. Dennoch sind die allgemeinen Fortschritte, die wir in mehreren Bereichen beobachtet haben, ermutigend. Ein Beispiel hierfür sind die Rechnungslegungsstandards. Lokale Standards haben sich zunehmend international anerkannten Standards angenähert und sorgen für mehr Informationsqualität und Transparenz. Brasilien gehört beispielsweise zu den Schwellenländern, die die International Financial Reporting Standards des International Accounting Standards Board vollständig übernommen haben.

Die Regulierungsbehörden haben zudem Maßnahmen ergriffen, um die Position von Minderheitsaktionären zu stärken, indem sie ihnen beispielsweise mehr Mitspracherechte bei Transaktionen mit verbundenen Unternehmen einräumen. In ihrer globalen jährlichen Studie „Ease of Doing Business“ stellte die Weltbank fest, dass Volkswirtschaften mit niedrigem Einkommen in den letzten 10 Jahren zu ihren einkommensstarken Konkurrenten aufschließen, wenn es um die Transparenz von Transaktionen mit verbundenen Unternehmen geht.

[\[1\]](#)

In Indien hat die Wertpapieraufsichtsbehörde vor Kurzem die Regeln für Lizenzzahlungen von börsennotierten Unternehmen an verbundene Unternehmen verschärft – Zahlungen ab einem bestimmten Betrag bedürfen danach der Zustimmung der Anteilshaber (wobei verbundene Unternehmen von der Stimmabgabe ausgeschlossen sind).

Zudem haben wir festgestellt, dass Unternehmen in den Schwellenländern größeren Wert auf die Steigerung des Unternehmenswerts legen, sei es durch Dividendenerhöhungen oder Aktienrückkäufe. Und dazu sind sie in der Regel dank steigender freier Cashflows gut aufgestellt. Die Jagd der Anleger nach Rendite in einem Umfeld niedriger Zinsen hat den Druck auf die Unternehmen erhöht, mehr Geld an die Anteilshaber zu verteilen.

Kritiker merken an, dass die Reformen der Corporate Governance in den Schwellenländern nicht weit genug fortgeschritten seien, was durchaus berechtigt ist. Während einige Volkswirtschaften ihre öffentlichen Institutionen gestärkt haben, scheinen andere zu wenig getan zu haben. In der jüngsten Studie der Worldwide Governance Indicators lagen die Volkswirtschaften mit niedrigem Einkommen als Gruppe in Bezug auf die Regulierungsqualität weiterhin deutlich hinter den Märkten mit hohem Einkommen zurück.[\[2\]](#)

Frühere Finanzkrisen haben die Gefahren einer regulatorischen Flaute unterstrichen, insbesondere bei der Schuldenüberwachung. Da die Schwellenländer in den letzten Jahren insgesamt immer mehr Fremdwährungsschulden aufgenommen haben, muss ihre Fähigkeit, ihre Kredite zu bedienen oder zu refinanzieren, besonders im Auge behalten werden.[\[3\]](#)

Unterdessen bleibt der Schutz der Minderheitsaktionäre ein wichtiges Thema. Wir sind der Ansicht, dass Aufsichtsbehörden und Unternehmen mehr tun können, um die Gleichbehandlung von Minderheiten in den Schwellenländern zu fördern, indem sie beispielsweise die Offenlegung von Transaktionen mit verbundenen Unternehmen verbessern oder die Zustimmung der Anteilsinhaber zu solchen Transaktionen einfordern.

Streben nach mehr Shareholder Value: Zwei Länder-Fallstudien

Südkorea: Die Börsenbewertung Südkoreas liegt historisch im Durchschnitt hinter der Asiens oder dem Rest der Welt zurück. Governance-Bedenken im Zusammenhang mit einem Jaebol-dominierten Markt sind oft die Ursache für diesen „Korea-Rabatt“. Diese Situation könnte sich aber ändern. Der staatliche Pensionsfonds und führende institutionelle Investor Südkoreas, der National Pension Service (NPS), beflügelte bei der Annahme eines Stewardship Code im Jahr 2018 die Hoffnung, er werde eine strenge Governance einführen. Seitdem hat der NPS angekündigt, sein Stimmrecht auszuüben, um den Shareholder Value zu steigern. Anfang dieses Jahres stimmte er gegen die Wiederwahl des Vorsitzenden von Korean Air in den Vorstand und konnte ihn blockieren. Der NPS nannte zudem Unternehmen, von denen er annahm, dass sie zu wenig Dividenden zahlen.

Die Maßnahmen des NPS zur Förderung des Shareholder Value könnten andere institutionelle Anleger veranlassen, sich für ähnliche Anliegen einzusetzen, und wir erwarten, dass südkoreanische Unternehmen mehr Vermögen an Anleger ausschütten werden. Dabei würden sie auf einen positiven Trend aufbauen. Die Dividendenausschüttungsquote in Südkorea stieg von 11,1 % Ende 2013 auf 20,6 % Ende 2018.[\[4\]](#) Und es könnte Raum für weiteres Wachstum geben, wobei die Quote unter den 36,8 % des Schwellenländeruniversums liegt.[\[5\]](#)

Wir beobachten viele unterbewertete Unternehmen in Südkorea und eine solidere Governance könnte dazu beitragen, den „Korea-Rabatt“ zu verringern. Zu den Unternehmen, die in den letzten Jahren Fortschritte erzielt haben, gehören der Smartphone- und Halbleiterhersteller Samsung Electronics. Im Jahr 2015 beschloss er, eine fortlaufende dreijährige

Renditepolitik für die Aktionäre einzuführen, die zu höheren Dividenden und Aktienrückkäufen geführt hat. Ferner hat das Unternehmen 2017 mit der vierteljährlichen Dividendenzahlung begonnen, um den Aktionären eine gleichmäßigere Ausschüttung zu ermöglichen.

Russland: Die meisten Anleger verbinden Russland wahrscheinlich nicht mit exzellenter Governance. Was einem oft in den Sinn kommt, ist die uneinheitliche Erfolgsbilanz bei der Privatisierung, die in den 1990er-Jahren begann, bevor die Institutionen für eine marktwirtschaftliche Ordnung bereit waren.[\[6\]](#) Die Regierung hat zudem eine starke Präsenz in der russischen Wirtschaft beibehalten.[\[7\]](#)

Doch viele russische Unternehmen haben die Initiative ergriffen, um höhere Maßstäbe an ihr Verhalten zu legen und den Shareholder Value zu fördern. Einige erkannten die Notwendigkeit solcher Veränderungen, um ausländische Anleger anzusprechen. Unternehmen, die

sich um Notierungen im Ausland bemühten, übernahmen internationale Standards.

Die Dividendenausschüttungsquote in Russland stieg von 21,8 % Ende 2013 auf 33,0 % Ende 2018 und zeigt damit den Wandel in der Denkweise der Unternehmen.[\[8\]](#)

Ein Unternehmen, das seinen Fokus auf den Shareholder Value verstärkt hat, ist Lukoil, einer der größten integrierten Öl- und Gaskonzerne in Russland. Lukoil zeichnet sich für uns durch einen klar gegliederten Kapitalallokationsrahmen aus, der darauf abzielt, einen erheblichen Anteil seines freien Cashflows als Dividende an seine Aktionäre auszuschütten. Das Unternehmen hat außerdem ein neues Aktienrückkaufprogramm in Höhe von bis zu 3 Mrd. USD im Jahr 2019 angekündigt.

Rückenwind für Schwellenländeraktien

Wir sind überzeugt, dass die Verbesserung der Governance zu einem strukturellen Thema geworden ist, das die Aktien der Schwellenländer antreibt. Zudem vertreten wir die Auffassung, dass aktive Anleger in einer günstigen Position sind, diesen Rückenwind zu nutzen. Unterschiede in den Sprachen und Offenlegungsregeln können die Informationsbeschaffung behindern. Vor allem sind Screens eher rückwärtsgewandt, was bedeutet, dass sie schlecht bewertete Unternehmen herausfiltern dürften, auch wenn sie zu Veränderungen bereit sind.

Wir sehen kaum eine Alternative zum Bottom-up-Research aus erster Hand, wenn es um die Beurteilung des unternehmerischen Verhaltens geht. Durch Unternehmensbesuche vor Ort, persönliche Interaktionen mit dem Management und andere Formen der Feldarbeit werden aktive Anleger eher ein umfassendes Bild von der Einstellung der Unternehmen zu Governance-Fragen und von ihrer Bereitschaft zu Reformen gewinnen.

Beziehung und Einbeziehung

Wir sind der Ansicht, dass eine direkte Einbindung in Unternehmen Anlegern Chancen eröffnet, Verbesserungen in der Unternehmensführung zu bewirken. Wir streben danach, verantwortungsbewusst mit dem Kapital unserer Kunden umzugehen, und wir sehen es als unsere Verantwortung an, eine stärkere Governance zu fördern und bessere Ergebnisse für alle Anteilsinhaber zu erzielen.

Wie setzen wir uns für Veränderungen ein? Wir sehen es als wertvoll an, vertrauensvolle Beziehungen zu Unternehmen aufzubauen, die durch regelmäßige und konstruktive Gespräche entstehen, die unser Verständnis von ihren Governance-Aspekten sowie unser Interesse an ihrem langfristigen Erfolg widerspiegeln. Wir sind überzeugt, dass langjährige und glaubwürdige Beziehungen uns einen Wettbewerbsvorteil verschaffen, wenn wir Vorschläge unterbreiten und nachhaltige Verbesserungen der Governance herbeiführen.

Unsere diesbezüglichen Aktivitäten können noch weiter reichen. Dies geschieht, wenn Governance-Probleme auftreten und wir der Ansicht sind, dass die direkte Zusammenarbeit mit Unternehmen mit dem Ziel, Veränderungen voranzutreiben, die Anlageerträge steigern und im besten Interesse unserer Kunden sind. Die Umstände des jeweiligen Falles bestimmen unsere Reaktionen, zu denen auch die Einreichung von Hauptversammlungsbeschlüssen und die Ernennung von Vorstandsmitgliedern gehören können.

Corporate Governance hat in den Schwellenländern einen langen Weg zurückgelegt, auch wenn noch viel zu tun ist. Einzelne Volkswirtschaften und Unternehmen haben sich bei der Verringerung der Unterschiede in der Governance gegenüber den Industrieländern unterschiedlich schnell entwickelt und durch Verzögerungen im Aufholprozess könnten überzeugende Anlagechancen entstehen.

[Lesen Sie Teil 1 dieser Serie, „Corporate Governance in Schwellenländern: Das Klima des Wandels nutzen“.](#)

Welche Risiken bestehen?

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des potenziellen Verlusts des Anlagekapitals. 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] Quelle: Weltbank-Bericht; *Doing Business 2019: Training for Reform*, 31. Oktober 2018.

[2] Quelle: Kaufmann, D., Kraay, A. und Mastruzzi, M., „The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues“, World Bank Policy Research Working Paper No. 54, 30. September 2010. Die zuletzt verfügbaren Daten umfassen das Jahr 2017.

[3] Quellen: Stohecker, H., „Emerging market debt soars to record \$69.1 trillion in Q1 on falling interest rates – IIF“, Reuters, 15. Juli 2019; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Statistical release: BIS global liquidity indicators at end-March 2019, 31. Juli 2019.

[4] Quellen: MSCI, Bloomberg. Stand: 28. Juni 2019. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter www.franklintempletondatasources.com.

[5] Ebd.

[6] Quelle: Weltbank, 2013. Corporate Governance Country Assessment: Russian Federation. Washington, DC. @Weltbank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/21422> Lizenz: CC BY 3.0 IGO.

[7] Ebd.

[8] Quellen: MSCI, Bloomberg. Stand: 28. Juni 2019. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.