

PROSPETTIVE

Corporate Governance nei Mercati Emergenti: Progresso e opportunità

dicembre 02, 2019

La corporate governance è migliorata in diversi mercati emergenti, ma è ancora un tema da migliorare. Nella seconda delle due parti che compongono questa serie, Chetan Sehgal e Andrew Ness di Franklin Templeton Emerging Markets Equity esplorano i passi intrapresi da alcuni regolatori e società nelle economie emergenti per migliorare la corporate governance. Condividono inoltre le opportunità per gli investitori di sfruttare i potenziali benefici derivanti dalla direzione positiva del cambiamento.



I miglioramenti della governance nei mercati emergenti (ME) sono stati disomogenei. Nell'insieme, tuttavia, i progressi da noi osservati in diversi settori sono incoraggianti. Un esempio emblematico viene dai principi contabili. Gli standard locali si sono allineati in misura crescente a quelli riconosciuti a livello internazionale, dando impulso alla qualità dell'informazione e alla trasparenza. Il Brasile, ad esempio, è uno dei paesi emergenti ad aver adottato integralmente i principi contabili internazionali dell'International Accounting Standards Board.

Le autorità di regolamentazione hanno inoltre adottato misure per conferire maggiori poteri agli azionisti di minoranza, dando loro maggior voce in capitolo, ad esempio, sulle operazioni con parti correlate. Nel suo studio annuale sulla facilità di fare impresa in tutto il mondo, la Banca Mondiale ha osservato che le economie a basso reddito hanno recuperato il ritardo rispetto ai loro omologhi ad alto reddito per quanto riguarda la trasparenza delle operazioni con parti correlate negli ultimi 10 anni[1]

In India, l'autorità di regolamentazione dei valori mobiliari ha recentemente inasprito le norme sui pagamenti di royalty effettuati dalle società quotate a parti correlate - i pagamenti al di sopra di un certo livello richiedono l'approvazione degli azionisti (escludendo le parti correlate dal voto).

Inoltre, abbiamo rilevato un maggiore impegno delle società dei ME nel generare valore per gli azionisti, sia attraverso l'aumento dei dividendi che attraverso il riacquisto di azioni proprie. E, in generale, hanno buone possibilità di riuscirci, grazie all'impennata dei flussi di cassa liberi. La ricerca di rendimento in un contesto di bassi tassi di interesse ha aumentato le pressioni sulle aziende affinché distribuiscano maggiore liquidità agli azionisti.

I critici osservano che le riforme della corporate governance dei ME non si sono spinte abbastanza avanti, ed esiste un motivo per questo. Mentre alcune economie hanno rafforzato le loro istituzioni pubbliche, altre sembrano aver fatto troppo poco. Nell'ultimo studio sugli indicatori di governance a livello mondiale, il gruppo delle economie a basso reddito ha confermato il notevole ritardo rispetto ai mercati ad alto reddito in termini di qualità della regolamentazione[2]

Le precedenti crisi finanziarie hanno messo in evidenza i pericoli di un allentamento normativo, soprattutto per quanto riguarda il monitoraggio del debito. A causa della quantità crescente di debito in valuta estera accumulato collettivamente negli ultimi anni, la capacità dei ME di servire o rifinanziare i loro prestiti è sotto stretta sorveglianza[3]

Nel frattempo, la protezione degli azionisti di minoranza rimane una questione spinosa. Riteniamo che le autorità di regolamentazione e le società possano fare di più per promuovere l'equo trattamento delle minoranze nei ME, ad esempio migliorando la divulgazione delle operazioni con parti correlate o richiedendo l'approvazione degli azionisti per tali operazioni.

Perseguire un maggiore valore per gli azionisti: due case study riguardanti un paese

Corea del Sud: la valutazione dei mercati azionari della Corea del Sud è storicamente bassa rispetto alla media dell'Asia o del resto del mondo. I timori sulla governance legati a un mercato dominato dai conglomerati industriali detti "chaebol" sono spesso la causa di questo "prezzo a sconto della Corea". Ma la situazione potrebbe essere in via di miglioramento. Nel 2018, attraverso l'adozione di un codice di buona amministrazione, il fondo pensionistico statale della Corea del Sud e il principale investitore istituzionale, il National Pension Service (NPS), hanno alimentato speranze positive. Da allora NPS ha dichiarato che eserciterà i suoi diritti di voto per aumentare il valore per gli azionisti. All'inizio di quest'anno ha espresso un voto contrario, riuscendo così a bloccare la rielezione del presidente di Korean Air al consiglio di amministrazione. NPS ha anche indicato le società che, a suo avviso, pagano dividendi insufficienti.

Le azioni di NPS volte a promuovere il valore per gli azionisti potrebbero indurre altri investitori istituzionali a intraprendere una causa simile, e ci aspettiamo che le aziende sudcoreane condividano più ricchezza con gli investitori. Alimenterebbero lo sviluppo di un trend positivo. In Corea del Sud il rapporto utili/dividendi è salito dall'11,1% di fine 2013 al 20,6% di fine 2018.[4] E ci potrebbe essere spazio per un'ulteriore crescita, con un rapporto che rimane inferiore al 36,8% dell'universo emergente[5]

Vediamo molte aziende sottovalutate in Corea del Sud, e una governance più sana potrebbe aiutare ad attenuare il "prezzo a sconto della Corea". Le aziende che hanno mostrato progressi negli ultimi anni includono Samsung Electronics, produttore di smartphone e semiconduttori. Nel 2015 ha deciso di introdurre una politica di rendimento triennale mobile degli azionisti, che ha portato a dividendi più elevati e riacquisti di azioni proprie. Nel 2017 ha inoltre iniziato a pagare trimestralmente i dividendi per garantire agli azionisti una distribuzione più uniforme dei pagamenti.

Russia: La maggior parte degli investitori associa difficilmente la Russia all'eccellenza della governance. Di questo paese si tende a ricordare il tormentato ciclo di privatizzazioni, iniziato negli anni '90, prima che le sue istituzioni fossero pronte per un'economia di mercato.[\[6\]](#) Il governo ha anche mantenuto una forte presenza nelle imprese russe.[\[7\]](#)

Tuttavia, molte aziende russe hanno assunto l'iniziativa di fissare limiti più stringenti di condotta e promuovere il valore per gli azionisti. Alcune hanno riconosciuto la necessità di farlo per attrarre gli investitori stranieri. Quelle che ambivano a entrare nei listini esteri hanno adottato standard internazionali.

A indicare il cambio di mentalità aziendale, in Russia il rapporto utili/dividendi è salito dal 21,8% di fine 2013 al 33,0% di fine 2018.[\[8\]](#)

Un'azienda che ha meglio focalizzato l'attenzione sul valore per gli azionisti è Lukoil, uno dei maggiori gruppi integrati di petrolio e gas in Russia. Lukoil si distingue per la sua struttura di allocazione del capitale chiaramente articolata, che mira a distribuire agli azionisti una parte significativa dei suoi flussi di cassa liberi sotto forma di dividendi. La società ha inoltre annunciato un nuovo programma di riacquisto di azioni proprie, per un valore fino a 3 miliardi di dollari nel 2019.

Vento di poppa per le azioni dei ME

Siamo convinti che un miglioramento della governance sia diventato un tema strutturale che agisce quale propulsore per le azioni dei mercati emergenti. Riteniamo inoltre che gli investitori attivi siano favoriti nel cogliere questo elemento positivo. Le differenze linguistiche e nelle norme in materia di divulgazione possono ostacolare la raccolta di informazioni. Soprattutto, le analisi tendono ad essere retrospettive, ossia tenderanno a escludere le aziende con un rating basso benché pronte al cambiamento.

In tema di valutazione delle condotte aziendali, non vediamo reali alternative alla ricerca bottom-up di tipo tradizionale. Attraverso visite aziendali sul territorio, interazioni dirette con il management e altre forme di ricerca sul campo, gli investitori attivi hanno maggiori probabilità di capire più a fondo l'approccio delle aziende verso la governance e la loro propensione per le riforme.

Impegno basato sulle relazioni

Riteniamo che il coinvolgimento diretto con le aziende apra opportunità che consentono agli investitori di migliorare la governance. Ci sforziamo di amministrare con giudizio il capitale dei nostri clienti e consideriamo nostra responsabilità promuovere una governance più forte e perseguire risultati migliori per tutti gli stakeholder.

In che modo sosteniamo il cambiamento? Vediamo valore nella creazione di rapporti di fiducia con le aziende, basati su un dialogo regolare e costruttivo che riflette la nostra comprensione delle loro considerazioni in tema di governance, oltre che il nostro interesse per il loro successo a lungo termine. Crediamo che relazioni durature e credibili ci diano un vantaggio competitivo nell'offrire suggerimenti e nell'instaurare miglioramenti durevoli della governance.

Le nostre forme di impegno possono spingersi oltre, quando insorgono problemi di governance. Crediamo che lavorare direttamente con le aziende per orientare i cambiamenti possa migliorare i rendimenti degli investimenti e servire al meglio gli interessi dei nostri clienti. Le nostre risposte variano in base alle circostanze specifiche e possono includere la presentazione di delibere degli azionisti e la nomina degli amministratori.

La corporate governance ha compiuto enormi progressi nei ME, anche se permangono questioni in sospeso. Le singole economie e società si sono mosse a velocità diverse nel ridurre il ritardo nella governance rispetto agli omologhi dei mercati sviluppati. L'impegno a recuperare il ritardo accumulato potrebbe far nascere interessanti opportunità di investimento.

Leggi la prima parte di questa serie, "[Corporate Governance in Emerging Markets: Harnessing Winds of Change.](#)"

Quali sono i rischi?

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita di capitale. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle minori dimensioni dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità.

Informazioni legali importanti

Il presente materiale è d'interesse puramente generale e non deve essere interpretato come una consulenza d'investimento personale o una raccomandazione o sollecitazione di acquisto, vendita o detenzione di un titolo o adozione di una strategia d'investimento. Questo documento non costituisce una consulenza legale o fiscale. Le società e i case study citati in questo numero sono utilizzati a scopo puramente illustrativo; al momento non sono necessariamente detenuti investimenti da alcun portafoglio cui Franklin Templeton Investments fornisce consulenza.

Le opinioni espresse intendono unicamente fornire informazioni sul modo in cui i titoli sono analizzati. Le informazioni fornite non costituiscono una raccomandazione o una consulenza finanziaria individuale per un titolo, una strategia o un prodotto d'investimento particolare e non costituiscono un'indicazione delle intenzioni di negoziazione di alcun portafoglio gestito da Franklin Templeton. La presente descrizione non costituisce un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi a un settore, un titolo o un investimento e non deve essere considerata come una raccomandazione d'investimento. Intende fornire una visione del processo di selezione del portafoglio e di ricerca. Quanto citato è stato ottenuto da fonti considerate affidabili, ma non è stato verificato in modo indipendente per quanto concerne la completezza o accuratezza. Queste opinioni non devono essere considerate come una consulenza in materia di investimenti o un'offerta di un particolare titolo. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future. Le opinioni espresse sono quelle del gestore degli investimenti e i commenti, le opinioni e le analisi si intendono rese alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso. Le informazioni fornite in questo materiale non intendono costituire un'analisi completa di ogni fatto sostanziale concernente qualsiasi paese, regione o mercato.

Nella realizzazione del presente materiale, possono essere stati utilizzati dati provenienti da fonti terze che Franklin Templeton ("FT") non ha verificato, convalidato o certificato in modo indipendente. FT non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi e informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FT e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.

CFA® e Chartered Financial Analyst® sono marchi registrati di proprietà del CFA Institute.

[1] Fonte: Banca Mondiale, *Doing Business 2019: Training for Reform*, 31 ottobre 2018.

[2] Fonte: Kaufmann, D., Kraay, A. e Mastruzzi, M., "The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues", World Bank Policy Research Working Paper No. 5430, settembre 2010. Gli ultimi dati disponibili riguardano il 2017.

[3] Fonti: Stohecker, H., "Emerging market debt soars to record \$69.1 trillion in Q1 on falling interest rates - IIF", Reuters, 15 luglio 2019; Bank for International Settlements, pubblicazione statistica: indicatori globali di liquidità della BRI a fine marzo 2019, 31 luglio 2019.

[4] Fonti: MSCI, Bloomberg. Al 28 giugno 2019. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web www.franklintempletondatasources.com.

[5] Ibid.

[6] Fonte: Banca Mondiale, 2013. Corporate Governance Valutazione del Paese: Federazione Russa. Washington, Corporate Governance Country Assessment: Russian Federation. Washington, DC. @World Bank, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/21422> Licenza: CC BY 3.0 IGO

[7] Ibid.

[8] Fonti: MSCI, Bloomberg. Al 28 giugno 2019. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web.franklintempletondatasources.com.