

Den Kinderschuhentwachsen

Corporate Governance Die Bedeutung der Qualität der Firmenführung ist gross. Die Schwellenländer holen mit grossen Schritten auf.

MATTHEW VAIGHT

Die Beliebtheit von Märkten und Anlageklassen steigt und fällt mit ihren Wachstumsraten – auch die Schwellenländer, durch jahrelangen Wirtschaftsboom verwöhnt und nun in einer Schwächephase, haben diese Regel längst erfahren. Dabei lenkt die Fixierung der Investoren auf das Wirtschaftswachstum eher ab, denn sie verstellt oft den Blick auf die Kriterien, die bei der Entscheidung für oder gegen ein Aktieninvestment wirklich wichtig sind. Im Gegensatz zur landläufigen Meinung führt schnelles Wachstum nämlich nicht zwingend zu mehr Rendite und höheren Aktienkursen.

Weitaus bedeutender ist die Beurteilung der einzelnen Firmen, bei der der Qualität der Unternehmensführung eine herausragende Bedeutung zukommt. Schliesslich werden Aktienerträge auf lange Sicht nicht durch das Wirtschaftswachstum, sondern durch die Wertschöpfung der Unternehmen bestimmt. Im Vergleich zu den Industriestaaten sind Corporate-Governance-Standards in den aufstrebenden Märkten zwar sehr häufig noch schwach ausgeprägt – seit einigen Jahren jedoch lässt sich ein starker Trend zu verbesserter Unternehmensführung und -kontrolle erkennen.

Einfluss von chinesischer Regierung

Wer in Schwellenländern investiert, stösst allerdings schnell auf den Einfluss von Mehrheitsaktionären wie dem Staat oder Gründerfamilien. Besonders häufig trifft man dieses Phänomen in Brasilien, China und Russland an. Mehr als 80 Prozent des chinesischen Aktienmarktes besteht aus Staatsbetrieben, bei denen die Regierung die Mehrheit der Anteile hält und faktisch die Kontrolle ausübt. Die Konzentration des Aktienbesitzes gibt den grössten Anteilseignern die Macht, die Ressourcen des Unternehmens für ihre persönlichen oder auch für gesellschaftliche Interessen einzusetzen – und zwar auf Kosten der anderen Aktionäre.

Anstatt sich darauf zu konzentrieren, Vermögen und Wohlstand zu schaffen, werden Staatsbetriebe häufig dazu genutzt, politische Ziele zu verfolgen. Dabei kann es um die Schaffung von Arbeitsplätzen gehen oder um die Kontrolle zentraler Wirtschaftszweige, wie den Banken- oder



Marktstatistik: Mit einem Marktanteil von knapp 15 Prozent ist die Credit Suisse der zweitgrösste Anbieter im schweizerischen Fondsmarkt.

Energiesektor. So erhielten etwa die chinesischen Banken die Anweisung, ihre Kreditvergabe deutlich zu lockern, als China während der Finanzkrise 2008 und 2009 ein riesiges Anreizpaket verabschiedete. Auf diese Weise nimmt die chinesische Regierung erheblichen Einfluss auf die Geschäfte der Banken, um ihre eigenen volkswirtschaftlichen Ziele zu erreichen. Gerade in China ist das Ausmass staatlicher Einflussnahme besorgniserregend hoch.

Anleger sollten deshalb bei Unternehmen, die sich mehrheitlich im Staatsbesitz befinden, Vorsicht walten lassen. Sicherlich agieren manche effizient und erfolgreich, während sich die staatliche Macht im Hintergrund hält. Doch im Allgemeinen ist hier das Risiko relativ hoch, dass ein mächtiger Grossaktionär die Interessen von Minderheitsaktionären übergeht.

Ähnliche Erfahrungen wird man in Märkten machen, in denen Familienunternehmen eine grosse Rolle spielen. So trifft man etwa in Korea häufig auf Unternehmen, die von ihren Gründerfamilien kontrolliert werden. Diese Konglomerate – sogenannte Jaebols – sind meist komplexe Organisationen mit undurchsichtigen Strukturen, die sich eher auf die Schaffung einer Dynastie konzentrieren als darauf, Gewinne für ihre Minderheitsaktionäre zu erwirtschaften. In einem derartigen Um-

feld ist es deshalb besonders wichtig, Investmentmöglichkeiten kritisch zu bewerten, um wirklich gut geführte Unternehmen zu finden.

Doch lassen sich nicht alle Unternehmen und alle Märkte über einen Kamm scheren, denn innerhalb der Schwellenländer herrscht ein breites Spektrum an Corporate-Governance-Standards. So gibt es zum Beispiel in Südafrika oder Mexiko zahlreiche ausserordentlich gut gemanagte Unternehmen, die ihr Kapital effizient einsetzen und hohe Renditen erzielen.

Selbst in Märkten, in denen der Staat insgesamt einen hohen Einfluss ausübt, können Anleger attraktive Unternehmen finden. Dies ist zum Beispiel in Brasilien der Fall. In einem Land, in dem 30 Prozent der Unternehmen vom Staat kontrolliert werden, gibt es sehr gut geführte und transparent agierende Firmen, die sachlich begründete Entscheidungen treffen und im Interesse aller Aktionäre handeln. Diese Entwicklung wird unter anderem von internationalen Anlegern gefördert, die hohe Ansprüche an Transparenz und Kontrollierbarkeit der Unternehmensführung stellen und damit viel dazu beitragen können, das Niveau der Corporate Governance in Schwellenländern anzuheben. Und tatsächlich haben sich die Standards in den letzten Jahren kontinuierlich verbessert. Der Novo

Beispielhaft für verbesserte Standards steht der Novo Mercado in Brasilien.

Mercado in Brasilien steht beispielhaft für diesen Trend. An diesem Listing-Segment der brasilianischen Börse BM&F Bovespa werden Aktien von Unternehmen gehandelt, die sich freiwillig Corporate-Governance- und Transparenz-Anforderungen unterwerfen, die über die gesetzlichen Mindeststandards hinausgehen. Am Novo Mercado sind etwa ein Free Float von mindestens 25 Prozent, jährliches Reporting nach internationalen Standards (US GAAP oder IFRS) sowie die Emission von Stammaktien Pflicht.

Qualität der Firmenleitung steigt

Unter der Prämisse des Novo Mercado werden Wert und Liquidität der Aktien positiv durch die Sicherheit beeinflusst, die die Aktionäre sowohl durch die gewährten Rechte als auch die Qualität der Unternehmensinformationen erhalten. Da inzwischen mehr als 100 Unternehmen am Novo Mercado gelistet sind, haben offenbar viele Firmen den Wert dieses Marktsegments erkannt und sind überzeugt, so einen grösseren und globalen Investorenkreis erreichen zu können. Und der Erfolg der Börse blieb auch nicht unentdeckt – mittlerweile wurde das Modell in Indien, der Türkei und den Philippinen kopiert.

Auch auf Unternehmensebene weist der Trend in eine vielversprechende Richtung. Die Qualität der Firmenleitungen nimmt zu, und immer mehr Manager mit internationalem Hintergrund wechseln zu Unternehmen in Schwellenländern. Ihre

Erfahrungen und Fähigkeiten bringen neue Perspektiven und Methoden in die aufstrebenden Märkte.

Ein entscheidendes Kriterium ist die Gestaltung der Vergütung. Daran lässt sich ablesen, inwieweit die Ziele des Managements an den Interessen der Aktionäre ausgerichtet sind. Inzwischen gibt es immer mehr Unternehmen mit langfristig orientierten Anreizsystemen und einer Entlohnung, die sich nach der Profitabilität und Rendite richtet anstatt nach blossem Umsatzwachstum. Ebenso wächst das Bewusstsein dafür, dass das Kapital effizient eingesetzt werden muss und Erfolge mit den Investoren in Form von Dividenden geteilt werden sollten.

Aus Anlegersicht können übrigens nicht nur Unternehmen, die bereits über bewährte Corporate-Governance-Standards verfügen, interessant sein. Gerade Firmen, die erst beginnen, ihre Praxis zu verbessern, können sich als attraktiv erweisen, denn eine gute Unternehmensführung kann die Kapitalkosten reduzieren, die Leistungsfähigkeit der Firma verbessern und – last but not least – zu einem höheren Aktienkurs führen. Deshalb kann es durchaus sinnvoll sein, gezielt in Unternehmen zu investieren, die noch schwache Standards verfolgen, aber ihre Corporate Governance verbessern wollen, um so als Anleger von der Aufwertung zu profitieren.

Matthew Vaight, Fondsmanager Schwellenländer-Aktien, M&G Investments, London.

ANZEIGE

◀ AVADISSEN SIE,
UND ANLEGEN
WIRD EINFACHER. ▶

Bei Avadis gibt es für jeden Anlagehorizont das geeignete Produkt. Ohne unnötige Gebühren, ohne Retrozessionen, dafür mit Auszeichnung. Machen Sie sich jetzt ein Bild unter www.cleveranlegen.ch

 **avadis**

So legt man heute an.