

## DAS DOPPELTE GESICHT AUFSTREBENDER UNTERNEHMEN

In den aufstrebenden Märkten, allen voran China, beanspruchen die Staatsunternehmen, die berühmten State Owned Enterprises, in den traditionellen Indices nach wie vor einen wichtigen Platz. Trotz geringerer Leistungen, die auf die Gesamtheit abfärben.

Nachdem Schwellenländerfonds mehrere Jahre lang Abflüsse verzeichnet haben, fließt ihnen in letzter Zeit wieder beträchtlich Kapital zu. Ein Grossteil fließt zwangsläufig in passive Indexfonds und Fonds, die dem Namen nach zwar aktiv sind, in der Praxis aber weitgehend passiv verwaltet werden. Problematisch ist dabei, dass die Investoren so immer grössere Positionen in Staatsbetrieben halten, die in den nach Marktkapitalisierung gewichteten Schwellenländer-Standardindizes Schwergewichte darstellen. Warum dies für Anleger ein Risiko birgt, werden wir anhand der Staatsbetriebe in China, den sogenannten State-Owned Enterprises, kurz SOEs, darlegen.

SOEs stammen vorwiegend aus den 1950er Jahren, als private Betriebe und Infrastruktur durch die Kommunistische Partei verstaatlicht wurden. Nach den Reformen Ende der 1990er Jahre wurden die ineffizientesten und am höchsten verschuldeten SOEs stillgelegt, fusioniert oder übernommen. Die in den wichtigsten Branchen, den „Pillar Industries“, verbleibenden SOEs wurden zu den nationalen Champions erhoben.

SOEs mögen zwar auf den ersten Blick rentabel erscheinen, doch haben laut einer 2012 vom Unirule Institute of Economics veröffentlichten Studie die mächtigsten Staatsbetriebe von 2001 bis 2009 Verluste geschrieben, wenn man den Subventionen Rechnung trägt, die diese Betriebe erhalten haben. Unlängst sind diese Unternehmen erneut in den Fokus gerückt, da ihre Verschuldung nach dem chinesischen Konjunkturprogramm drastisch angestiegen war.

### ELI KOEN

LEITER EMERGING EUROPE EQUITY,  
UNION BANCAIRE PRIVÉE



**Eli KOEN ist Leiter des Teams Emerging Europe Equities und Portfolio-Manager im Team Global Emerging Equities. Bei UBP hat er 2010 angefangen und leitet dort seit der Einführung im April 2010 den Fonds UBAM Turkish Equities. Zuvor war Eli Koen Co-Leiter des Teams Emerging Europe Equities bei Fortis Investments in London. Bevor er sich auf das Fonds-Management spezialisierte, arbeitete er von 1993 bis 2001 als Analyst für Schwellenmärkte bei Goldman Sachs sowie Lehman Brothers in London und bei der Finanzbank Istanbul. Er hat einen Master in internationaler Wirtschaft und Handel der Brandeis University Waltham sowie einen Master und einen Bachelor in Wirtschaft der Bosphorus-Universität Istanbul.**

Aus diesem Grund hat der IWF vor Kurzem vor den Gefahren einer steigenden Schuldenlast gewarnt und darauf gedrängt, auch SOEs der Marktdisziplin zu unterwerfen.

Heute entfallen rund 65% der im MSCI GEIM Index vertretenen Aktien auf SOEs, die aus den verschiedensten Sektoren wie Konsum, Energie, Finanzen, Industrie, Grundstoffe, Versorgung und Telekommunikation stammen. Aus unseren eigenen Berechnungen, bei denen Daten von Bloomberg verwendet wurden, geht hervor, dass die Eigenkapitalrendite (RoE) der Staatsbetriebe in den letzten 12 Monaten bei 12% lag, während sie sich im Privatsektor auf 16% belief. Um festzustellen, ob es sich nur um eine vorübergehende Situation handelte, haben wir auch die Daten der letzten drei und fünf Jahre untersucht. Die langfristige Differenz ist sogar noch augenfälliger. Für den Zeitraum von drei Jahren lag die RoE bei 13% – im Privatsektor bei 18.7%. Über fünf Jahre ergaben sich 12.9% bzw. 18.9%.

Was bedeuten diese RoE-Differenzen für die Bewertung und die Rendite der Aktionäre? Basierend auf unseren Schätzungen der Eigenkapitalkosten und bei sonst gleichen Bedingungen würde ein Unternehmen mit einer RoE von 18.9% im Vergleich zu einem Unternehmen mit einer RoE von 12.9% mit einer Kurs-Buchwert-Prämie von 46% gehandelt werden. Anders gesagt: Diese Unternehmen vernichten viel Shareholder Value.

Beunruhigender ist jedoch, dass Staatsbetriebe eine niedrigere RoE erzielt haben, obwohl sie höher verschuldet waren. Gemäss



**” Heute entfallen rund 65% der im MSCI GEIM Index vertretenen Aktien auf SOEs, die aus den verschiedensten Sektoren wie Konsum, Energie, Finanzen, Industrie, Grundstoffe, Versorgung und Telekommunikation stammen. “**

den neuesten verfügbaren Finanzdaten lag der Medianwert des Verschuldungsgrads von SOEs bei 88% und damit deutlich höher als im Privatsektor, wo er sich auf 60% belief. Wird der Verschuldungsgrad mitberücksichtigt, vertieft sich der Rentabilitätsgraben.

Ein weiteres Beispiel bietet der indische Finanzsektor: Schätzungen der Reserve Bank of India (RBI) zufolge beliefen sich notleidende Forderungen – einschliesslich umgeschuldeter und notleidender Kredite – bei staatlich kontrollierten Banken (auf die rund drei Viertel der gesamten Bankaktiva entfallen) auf 17% ihrer Gesamtforderungen. Daher stellen 14% der Aktiva des gesamten indischen Bankensystems notleidende Forderungen dar. Bei den Privatbanken sieht es viel besser aus: Ihre notleidenden Forderungen machen rund 5%

ihrer Gesamtforderungen aus. Staatliche Banken gelten in der Regel als für politischen Druck anfälliger. Dies könnte der Grund für die lasche Kreditvergabepraxis sein.

Im RBI-Bericht wurde gemahnt, die Krise der notleidenden Kredite würde das Kreditwachstum schwer belasten. Dieses lag im März 2016 bei den staatseigenen Banken bei nur 4%, während es sich bei den Banken im Privatsektor auf 25% belief.

Ein weiteres Beispiel für die mit Staatsunternehmen verbundenen Risiken ist der politische Skandal in Zusammenhang mit Petrobras in Brasilien, der zum Sturz der Regierung und zum Verfall des Petrobras-Aktienkurses führte. Es könnten noch weitere Beispiele aus anderen Schwellenländern genannt werden.

Angesichts des zunehmenden Interesses an Schwellenländern, des möglichen Einbezugs chinesischer A-Aktien, des wachsenden Anteils passiv verwalteter Anlagen und aktiver Manager, welche die Benchmark replizieren, besteht die Gefahr, dass in den Anlegerportfolios immer grössere Positionen in diesen ineffizienten Unternehmen gehalten werden. Wir sind daher fest davon überzeugt, dass sich Anleger und Manager auf Lösungen zur Minderung dieses Risikos konzentrieren sollten.

■