



universität
wien

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Eigentümerstruktur und Performance im
Russian Trade System Index“

Verfasser

Herbert Heigl

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag.rer.soc.oec.)

Wien, 2012

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A 140

Studienrichtung:

Diplomstudium Volkswirtschaft

Betreuer:

Emer. Univ.-Prof. Dr. Dennis Mueller

Für meinen Sohn Jakob

Доверяй, но проверяй!

(Vertraue, aber prüfe nach!)

Russisches Sprichwort

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides Statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Wien, am 13.03.2012

(Herbert Heigl)

Literaturverzeichnis

1	<i>Vorwort</i>	7
2	<i>Theoretische Rahmenbedingungen</i>	8
2.1	Corporate Governance	8
2.1.1	Die theoretische Basis der Corporate Governance	10
2.1.2	Merkmale von „Good Governance“	11
2.1.2.1	Sicherstellung der Grundlagen von Corporate Governance	11
2.1.2.2	Aktionärsrechte	12
2.1.2.3	Gleichbehandlung der Aktionäre	12
2.1.2.4	Rollenverteilung der Stakeholder	13
2.1.2.5	Transparenz	14
2.1.2.6	Funktionierende Aufsichtsorgane.....	15
2.1.3	Empirische Erkenntnisse zu Corporate Governance.....	15
2.1.3.1	Unterschiede nach Rechtssystem	15
2.1.3.2	Unterschiede nach Aktionärsanteil und Identität.....	17
2.1.4	Zusammenfassung Corporate Governance	19
2.2	Privatisierungen in Russland nach dem Ende der UDSSR	20
2.2.1	Warum Privatisieren?	21
2.2.2	Wirtschaftspolitischer Ausgangspunkt	22
2.2.3	Privatisierungsmethoden und -verlauf in Russland.....	24
2.2.3.1	Direkter Verkauf	25
2.2.3.2	Erste Phase: Coupon-Privatisierung 1992-1994	26
2.2.3.3	Zweite Phase: „Loans-for-Shares“-Programm ab 1994	28
2.2.4	Zusammenfassung der Privatisierungen in Russland	31
2.3	Folgen der russischen Privatisierungen aus Corporate Governance-Sicht	32
2.3.1	Rechtliche Rahmenbedingungen.....	33
2.3.2	Eigentümerkonzentration.....	33
2.3.3	Insider	38
2.3.4	Zusammenfassung der Folgen der Privatisierungen	41
2.4	Der russische Wertpapiermarkt	41
2.4.1	Entwicklung des Russian Trading System	42
2.4.2	Probleme des russischen Kapitalmarktes	44
2.4.3	Bedeutung des RTSI	45
2.4.4	Zusammenfassung des russischen Wertpapiermarktes	47
3	<i>Empirische Untersuchung</i>	48

3.1	Einführung und Thesen	48
3.1.1	These 1: Eigentümerstruktur	48
3.1.2	These 2: Unterschiede der Performance	49
3.1.3	Definition für Eigentümerstruktur	50
3.1.3.1	Direkter Besitz	51
3.1.3.2	Indirekter Besitz	51
3.1.3.3	Besitz über Offshore-Unternehmen	52
3.1.4	Definitionen für die Performancemessung	52
3.1.4.1	Marktkapitalisierung	53
3.1.4.2	EBITDA-Marge	53
3.1.4.3	Return on Equity (ROE)	53
3.1.4.4	Tobins Q	54
3.1.4.5	Quellen der Unternehmenskennzahlen	55
3.2	Eigentümerstruktur im RTS-Index 2010	55
3.2.1	Überblick	55
3.2.2	Eigentümerarten im RTSI 2010	57
3.2.2.1	Einzelpersonen als GUO	57
3.2.2.2	Staat als GUO	60
3.2.3	Auswertung nach Eigentümerstruktur	61
3.2.3.1	Auswertung nach GUO-Art	61
3.2.3.1.1	Nach Häufigkeit	61
3.2.3.1.2	Nach Gewicht im RTSI	63
3.2.3.2	Auswertung nach Branchen	66
3.2.4	Zusammenfassung der Auswertungen zur Eigentümerstruktur	67
3.3	Performancevergleich RTSI, DAX und FT100 2010	68
3.3.1	Überblick	68
3.3.2	Erfolgskennzahlen	68
3.3.3	Attraktivität für Shareholder	71
3.3.4	Marktbewertung	73
3.3.5	Zusammenfassung des Performancevergleichs	74
4	Zusammenfassung und Fazit	76
5	Literaturverzeichnis	77
5.1	Konventionelle Quellen	77
5.2	Unternehmensquellen	79
6	Anhang I – Curriculum Vitae	85

7	Anhang II – Zusammenfassung in Deutsch.....	86
8	Anhang III – Abstract in English.....	87

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1: Market-to-book Wert zum Anteil des größten Aktionärs	18
Abbildung 2-2: Umsatzanteile nach Branchen	36
Abbildung 2-3: Wichtige Einflussfaktoren im RTSI 1995-2006	43
Abbildung 2-4: Marktkapitalisierung der 200 größten Unternehmen im RTS 2006	44
Abbildung 2-5: Marktkapitalisierung gemessen am BIP	46
Abbildung 2-6: Durchschnittliches Handelsvolumen Pro Wertpapier	46
Abbildung 3-1: Beteiligungsmerkmale des GUO	50
Abbildung 3-2: Beispiel „Direkter Besitz“	51
Abbildung 3-3: Beispiel „Indirekter Besitz“	51
Abbildung 3-4: Beispiel „Besitz über Offshore-Unternehmen“	52
Abbildung 3-5: Eigentümerstruktur RTSI 2010	62
Abbildung 3-6: Beteiligungsanteile nach GUO-Art	63
Abbildung 3-7: Mediane und Streuungen der EBITDA-Marge	69
Abbildung 3-8: Branchenmittelwerte EBITDA-Marge	70
Abbildung 3-9: Mediane und Streuungen der Return on Equity	71
Abbildung 3-10: Branchenmittelwerte Return on Equity	72
Abbildung 3-11: Mediane und Streuungen der Tobins Q	73
Abbildung 3-12: Branchenmittelwerte Tobins Q	74

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2-I: Privatisierungsmethoden in den UDSSR-Nachfolgestaaten	24
Tabelle 2-II: Oligarchen nach LFS-Programm	29
Tabelle 2-III: Eigentümerstruktur Russlands 2003	35
Tabelle 2-IV: Indizes-Eigenschaften	45
Tabelle 3-I: 2010 im RTSI vertretene Unternehmen	57
Tabelle 3-II: Unternehmen im Besitz von Einzelpersonen	59
Tabelle 3-III: Verbindungsunternehmen und dessen Herkunftsland	59
Tabelle 3-IV: Unternehmen im Staatsbesitz	61
Tabelle 3-V: Marktkapitalisierung im RTSI nach GUO-Eigenschaften	64
Tabelle 3-VI: Branchenübersicht im RTSI 2010	66
Tabelle 3-VII: Verteilung Marktkapitalisierung nach Branchen	67

1 Vorwort

Der Zusammenbruch der Sowjetunion war ein fundamentaler wirtschaftspolitischer Wendepunkt in der jüngeren russischen Geschichte. Der damals eingeschlagene „Weg zur radikalen Modernisierung“ war ein hoch ambitioniertes Vorhaben, um innerhalb nur weniger Jahre mit dem Westen vergleichbare marktwirtschaftliche Strukturen zu etablieren (Wagensohn, 2001 S. 20). Im Jahr 2010, also rund 20 Jahre nach der „Wende“, ist die russische Wirtschaft geprägt von hohen Eigentümerkonzentrationen, starker Ausrichtung auf Primärwirtschaftsgüter und der unübersehbaren Einflussnahme reicher und einflussreicher russischer Geschäftsläute, sogenannter „Oligarchen“ (Guriev, et al., 2005 S. 148). Wie kam es zu dieser Situation bzw. welche (Fehl-)Entwicklungen während der Transformation der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft trugen dazu bei? Wer sind die Akteure im heutigen russischen Kapitalmarkt und wie zeigt sich dies in der Performance der größten Aktiengesellschaften des Landes?

Die vorliegende Arbeit sucht die Antworten auf diese Fragen in der Kombination der historischen wirtschaftspolitischen Entwicklung in den 1990er Jahren, wobei hier der Privatisierungen der ehemaligen Staatsbetriebe und die in dieser Zeit einhergehende Etablierung einer Corporate Governance Struktur in Russland, das Hauptaugenmerk geschenkt wird. Diese beiden Faktoren bilden auch die Basis des theoretischen Teils. Nach Beschreibung der formellen Grundlagen, der Entwicklung und Empfehlungen für Corporate Governance-Mechanismen und der Darstellung der Beweggründe und Methoden der russischen Privatisierung, folgt durch die Zusammenführung dieser Themen die theoretische Auswertung der Folgen der Privatisierung aus Corporate Governance-Sicht. Den Abschluss für den theoretischen Teil bildet eine überblicksmäßige Beschreibung des russischen Wertpapiermarktes. Mit der Frage nach der Relevanz des im theoretischen Teil beschriebenen Problems, der hohen Eigentümerkonzentration und deren Folgen auf die Performance, beschäftigt sich der empirische Teil, der als Grundgesamtheit den wichtigsten russischen Aktienindex, RTSI heranzieht. Für diese Analyse werden 47 russische Unternehmen näher betrachtet, deren Eigenschaften nach den Kriterien „Eigentümer“ und „Branche“ untersucht und damit Aussagen über die Performance hergeleitet.

2 Theoretische Rahmenbedingungen

Das theoretische Grundgerüst dieser Diplomarbeit setzt den Schwerpunkt auf die Themen Corporate Governance und die wirtschaftspolitische Entwicklung Russlands, mit Hauptaugenmerk auf die Privatisierungen der Staatsbetriebe nach dem Zusammenbruch der UDSSR. Diese beiden Prämissen gehen Hand in Hand, und sind zugleich Ursache und Wirkung und somit ein Begründungsansatz der Ergebnisse des empirischen Teils. Um im Rahmen einer Diplomarbeit zu bleiben, wird bewusst nur auf diejenigen Punkte und Thematiken der Theorie eingegangen, die zur Annahme oder Verwerfung der Hypothesen dieser Arbeit von grundsätzlicher Bedeutung sind.

2.1 Corporate Governance

„How do the suppliers of finance get managers to return some of the profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest it in bad projects?“ (Shleifer, et al., 1997 S. 737)

„Corporate-Governance Praktiken gehören zu den zentralen Voraussetzungen für die Verbesserung von wirtschaftlicher Effizienz und Wachstum wie auch für die Stärkung des Anlegervertrauens“ (OECD, 2004 S. 11). Naheliegender wäre die Annahme, dass sich in einer optimal funktionierenden Marktwirtschaft der Einfluss des Staates zur Etablierung guter Corporate Governance-Mechanismen einzig auf die Sicherstellung und Durchsetzung von Eigentumsrechten beschränken müsste. Der unter dieser Annahme gewährleistete Wettbewerb würde gewinnorientierte Unternehmen zur Kostenminimierung bewegen. Ein Teil der Kostenfunktion sind die Aufbringungskosten von externem Kapital. Dies führt dazu, dass diejenigen Unternehmen im Kostenvorteil sind, die das Anlegervertrauen erhöhen und dadurch zu geringeren Kosten auf externe Kapitalgeber zurückgreifen können. Die Grenzen der Heranführung geeigneter Mechanismen durch Wettbewerb sind allerdings an dem Punkt, an dem sich die Frage nach dem optimalen Einsatz des investierten Kapitals bzw. der Verwendung des dadurch erwirtschafteten Gewinns stellt (Shleifer, et al., 1997 S. 738).

In entwickelten Volkswirtschaften ist die wissenschaftliche Diskussion über Corporate Governance nach wie vor von hohem Stellenwert. Über die Sinnhaftigkeit an sich

herrscht dort gesellschaftlicher und wissenschaftlicher Konsens – die Debatte wird mehr von der Frage geleitet, wie die bereits implementierten Mechaniken laufend verbessert und den aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen angepasst werden können. Anders stellt sich die Sachlage in Entwicklungsländern oder manchen ehemals planwirtschaftlich organisierten Staaten dar. Diese Länder verfügen oft entweder über gar keine oder nur rudimentär umgesetzte Corporate Governance-Mechanismen. Häufig ist die informelle Willenserklärung bzw. in manchen Fällen auch die gesetzliche Grundlage vorhanden, doch scheitert die Umsetzung oftmals an nicht effizienter Bürokratie oder unterfinanzierten staatlichen Institutionen, die ihre Aufgaben daher nicht erfüllen können (Shleifer, et al., 1997 S. 737f).

Ein Großteil der heute in die nationalen wirtschaftspolitischen Usancen aufgenommenen Grundsätze der Corporate Governance basiert auf der 1998 erstellten sowie der 2004 überarbeiteten Fassung der „OECD-Grundsätze der Corporate Governance“. Diese wurde als umfassendes Sammelwerk der Good-Governance-Praktiken sowohl für internationale Organisationen als auch für private Unternehmen entwickelt und gilt für die Weltbank und den Internationalen Währungsfond als Fundament für die Corporate-Governance-Komponente ihrer Berichte über die Einhaltung von Wirtschaftsstandards (OECD, 2004 S. 9). Diese Empfehlungen richten sich zu gleichen Teilen an die Regierungen und die börsennotierten Unternehmen der Länder. Einerseits um der Politik einen Leitfaden zu geben, die rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen dementsprechend zu adaptieren, so dass eine robuste, auf internationalen Standards basierende Corporate Governance-Grundlage entsteht. Zum Anderen für Unternehmen, diese als Grundlage zu nutzen um unternehmensintern die Verschränkung zwischen Management, Aufsichtsorganen und Aktionären transparent und effizient zu gestalten, um ihre Attraktivität für Kapitalgeber zu erhöhen (OECD, 2004 S. 11f).

In den folgenden Abschnitten wird ein Überblick über die theoretischen Grundlagen von Corporate Governance, die Vorteile für die Akteure sowie die empirischen Erkenntnisse über die Auswirkungen auf die Performance der Unternehmen gegeben. Um den Rahmen dieser Arbeit nicht zu sprengen wird nur auf jene Punkte näher eingegangen, die für die Forschungsfrage von bedeutender Relevanz sind.

2.1.1 Die theoretische Basis der Corporate Governance

Ausgangspunkt der wissenschaftlichen Debatte, die über das Prinzipal-Agent-Problem und den daraus resultierenden Agency-Costs letztendlich zur Entwicklung der Corporate Governance Empfehlungen führte, war der 1937 von Ronald Coase veröffentlichte Aufsatz „The nature of the firm“, in dem er die trivial erscheinende Frage nach dem Sinn einer „Firma“ an sich aufstellte (Shleifer, et al., 1997 S. 740). Coase' Kritik an der damals aktuellen ökonomischen Auffassung, hängte sich am Widerspruch zwischen der angenommenen koordinierenden Funktion des Preismechanismus am Markt und der Existenz der Institution „Unternehmen“, in der dieser Mechanismus nur teilweise wirkt, auf. Die Lösung dieser Diskrepanz begründete Coase damit, dass dieser marktbasierende Preismechanismus Transaktionskosten verursacht, die ein Unternehmen durch Internalisierung dieser Kosten minimieren kann (Coase, 1937 S. 389f). Eine dieser Transaktionskosten entsteht durch die Interaktion der Stakeholder, die oft durch asymmetrische Informationsflüsse gekennzeichnet sind. Betrachtet man das Verhalten der Stakeholder bei Trennung von Eigentum und Kontrolle im Unternehmen, entsteht ein Prinzipal-Agent-Problem, welches das Wechselspiel zwischen den beiden Interessensgruppen, des Managements und des Geldgebers, behandelt. Die Investoren und Finanziere eines Betriebes benötigen das Humankapital bzw. Know-How des Managements um ihre Investments durch das Unternehmen in profitable Erlöse umzuwandeln. Das Management wiederum bedient sich der Finanzkraft des Investors, da der Betrieb nicht genug Eigenfinanzierungsmöglichkeiten besitzt (Shleifer, et al., 1997 S. 740). Aus theoretischer Sicht ist es durchaus möglich, dass zwischen den Stakeholdern eine vertragliche Vereinbarung niedergeschrieben wird, die regelt, wie das Kapital eingesetzt wird und wie die daraus resultierenden Profite aufgeteilt werden (Shleifer, et al., 1997 S. 741). Die Grundfrage die sich stellt ist, wie die Erträge und Kosten zwischen den Stakeholdern einer Organisation aufgeteilt werden. Da diese Fragen zumeist vertraglich vereinbart werden, entscheidet die Natur und die Detailgenauigkeit dieses Vertrages über das individuelle Verhalten der Vertragspartner (Jensen, et al., 1976 S. 1976). Praktisch angewandt stößt dieser Vertrag aber an Grenzen. Es ist technisch nicht möglich alle aktuellen und zukünftigen Situationen in einem Vertragswerk zu erfassen bzw. zu approximieren. Somit bleibt für beide Seiten ein Restrisiko bestehen. Aufgrund asymmetrischer Information zwischen den Stakeholdern einhergehend mit den hohen Transaktionskosten dieser, sowohl die Kontrolle über das Management effektiv auszuüben, als auch die zustehenden Rechte juristisch durchzusetzen, ist der Bereitsteller des Kapitals im Nachteil. Dies ergibt für das Management einen Spielraum, daraus einen persönlichen Vorteil zu lukrieren (Shleifer, et al., 1997 S. 741).

Die Maßnahmen, diesen Spielraum möglichst klein zu halten, werden im nächsten Kapitel unter der Bezeichnung „Good Governance“ beschrieben. Inwieweit diese informellen Regeln empirisch relevant sind wird im Kapitel 2.1.3 behandelt.

2.1.2 Merkmale von „Good Governance“

Jede Verbesserung der Corporate Governance auf Unternehmensebene ist nur soweit erfolgreich, soweit der nationale rechtliche Rahmen es zulässt. Dies bedeutet, dass a priori der Staat in die Pflicht genommen werden muss, um eine vertrauenswürdige Geschäftsumgebung zu schaffen, damit Unternehmen auf diese Basis aufbauen können und dadurch auf ein breiteres Spektrum an Finanzierungsmöglichkeiten zurückgreifen können (Black, et al., 2005 S. 3).

Nachfolgend wird näher auf die einzelnen Punkte der Empfehlungen der OECD eingegangen, wobei die Auswahl der Punkte mit der Schwerpunktsetzung dieser Diplomarbeit einhergeht.

2.1.2.1 Sicherstellung der Grundlagen von Corporate Governance

„Der Corporate-Governance-Rahmen sollte transparente und leistungsfähige Märkte fördern, mit dem Prinzip der Rechtsstaatlichkeit in Einklang stehen und eine klare Trennung der Verantwortlichkeiten der verschiedenen Aufsichts-, Regulierungs- und Vollzugsinstanzen gewährleisten“ (OECD, 2004 S. 19).

Der Adressat der ersten Empfehlung ist der Staat und dessen institutioneller Rahmen an sich. Wie in Punkt 2.1.2 angesprochen sind die Basis der unternehmensinternen Ausrichtung nach Corporate Governance-Aspekten immer der rechtliche Rahmen und die effizient arbeitenden Institutionen des Staates. Dies setzt voraus, dass diese Behörden über ausreichendes Know-How, Autorität, Integrität und letztlich über ausreichende Finanzierung verfügen. Dass das Umsetzen dieser Maßnahmen nicht als Einbahnstraße gilt kann der Tatsache entnommen werden, dass es dem existentiellen Interesse des Staates und seiner Gebietskörperschaften entspricht, die rechtlichen

Grundlagen für ökonomisches Handeln zu legen und durch den dadurch geschaffenen friktionsfreien Wirtschaftskreislauf Arbeitsplätze zu erhalten und Steuern für den Haushalt zu lukrieren (OECD, 2004 S. 19) bzw. (Metten, 2010 S. 20).

Einer der Beweggründe von Aktionären ihr Kapital in ein Unternehmen zu investieren, sind die damit verbundenen Rechte. Dieses Verhältnis entspricht einem Vertrag zwischen den beiden Akteuren, wobei der Investor die Gewissheit haben soll, dass, wenn das Management diesen Vertrag verletzt, es ein gerichtliches Nachspiel haben wird. Eines der augenscheinlichsten Unterscheidungsmerkmale zwischen Corporate Governance-Systemen sind die rechtlichen Unterschiede wie dieser Rechtsfall abgewickelt werden würde (Shleifer, et al., 1997 S. 750).

2.1.2.2 Aktionärsrechte

„Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die Aktionärsrechte schützen und deren Ausübung erleichtern“ (OECD, 2004 S. 20).

Aufbauend auf den vorhergehenden Punkt behandelt diese Empfehlung die rechtlichen Möglichkeiten des Aktionärs an sich. Neben dem Recht auf Anteil am Ergebnis des Betriebes gehört dazu auch ein entsprechender Anteil des Betriebsvermögens im Falle der Auflösung des Unternehmens (Metten, 2010 S. 14f). Darüber hinaus regelt dieser Punkt nicht nur den Informationsfluss rund um die Hauptversammlung, die Beteiligungsstruktur und die Betriebsgebarungen, sondern auch die Möglichkeiten aktiv und ungehindert die Partizipationsmöglichkeiten diesbezüglich wahrzunehmen (OECD, 2004 S. 20ff).

2.1.2.3 Gleichbehandlung der Aktionäre

„Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die Gleichbehandlung aller Aktionäre, einschließlich der Minderheits- und der ausländischen Aktionäre, sicherstellen. Alle Aktionäre sollten bei Verletzung ihrer Rechte Anspruch auf effektive Rechtsmittel haben“ (OECD, 2004 S. 23).

Oftmalige Reibungspunkte bringt die Tatsache einher, dass es zwischen Aktionärsgruppen Zielkonflikte über die Strategie und Unternehmensentwicklung gibt. Das Hauptinteresse von Kleinaktionären gilt häufig der Dividendenausschüttung, wobei Großaktionäre tendenziell den Gewinn reinvestieren und ihren Einfluss im Unternehmen vergrößern wollen. Eine Sonderstellung diesbezüglich nehmen Banken und Investmentfonds ein, da sie oft nicht nur Eigenkapitalgeber sind, sondern auch Kreditbeziehungen mit dem Unternehmen pflegen. Die unterschiedlichen Interessen der Aktionärsgruppen liegen also breit gestreut zwischen möglichst hoher Dividende über langfristige Liquidität, hohem Einfluss im Unternehmen bis hin zu ordnungspolitischen Interessen des Staates im Falle einer öffentlichen Beteiligung (Metten, 2010 S. 15).

Voraussetzung für die Vertrauensbasis der Anteilseigner ist die Umsetzung dieser Empfehlung. Sowohl in Bezug auf das Stimmrecht, die Modalitäten und das Verfahren bei der Hauptversammlung, als auch den Schutz von Minderheitsaktionären, muss gewährleistet sein, dass Aktien derselben Gattung gleichbehandelt werden und das Prinzip „Eine Aktie – eine Stimme“ gilt (OECD, 2004 S. 23).

2.1.2.4 Rollenverteilung der Stakeholder

„Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die gesetzlich verankerten oder einvernehmlich festgelegten Rechte der Unternehmensbeteiligten anerkennen und eine aktive Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und Stakeholdern mit dem Ziel der Schaffung von Wohlstand und Arbeitsplätzen sowie der Erhaltung finanziell gesunder Unternehmen fördern“ (OECD, 2004 S. 24).

Ein nicht zu unterschätzender Abschnitt der Corporate Governance, ist die Betonung auf das nachhaltige und auf die Ziele des Unternehmens ausgerichtete Zusammenspiel der unterschiedlichen Stakeholder. Hierbei wird unterschieden zwischen Externen, wie Lieferanten, Kunden und dem Staat, sowie internen Stakeholdern. Diese sind insbesondere das Management, die Mitarbeiter als auch die Eigentümer. Besonders die Rolle der Mitarbeiter ist ein gewichtiger Faktor. Hand in Hand mit der Arbeitnehmerbeteiligung in entscheidungsfindenden Prozessen, muss ein entsprechend fundierter Arbeitnehmerschutz existieren, um sicherzustellen, dass

Mitarbeiter ohne Konsequenzen ihren Anteil in der innerbetrieblichen Diskussion leisten können. Bei Verletzung dieser Rechte muss allen Beteiligten Zugang zu effektiven Rechtsmitteln zur Verfügung stehen (OECD, 2004 S. 24).

Dass dieser Prozess oftmals zu Konflikten führt, liegt in der Natur der Sache. Interessen der Arbeitnehmer stehen oftmals konträr zu nachhaltiger wirtschaftlicher Entwicklung des Unternehmens. Als Beispiel kann der Konflikt der optimalen Lohnhöhe zwischen einzelnen Stakeholdern und Mitarbeitern gesehen werden, aber auch existenzielle Entscheidungen, wie die Auflassung von Betriebsstätten oder ganzer Produktsparten. Oftmalig wird die Intensität dieser Konflikte allerdings schon alleine dadurch gedämpft, dass die Unternehmenspolitik der aktiven Teilnahme und Mitbestimmung der Arbeitnehmer in Entscheidungsprozessen breiten Raum einräumt und somit „auf gleicher Augenhöhe“ verhandelt wird (Metten, 2010 S. 16f).

2.1.2.5 Transparenz

„Der Corporate-Governance-Rahmen sollte gewährleisten, dass alle wesentlichen Angelegenheiten, die das Unternehmen betreffen, namentlich Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage, Eigentumsverhältnisse und Strukturen der Unternehmensführung, zeitnah und präzise offen gelegt werden“ (OECD, 2004 S. 25).

Ein wesentliches Kriterium, um das Vertrauen des Kapitalmarktes im Allgemeinen, sowie der Anteilseigner im Speziellen zu sichern, ist die regelmäßige, ohne administrative Hürden behaftete und zuverlässige Veröffentlichung der unternehmerischen Aktivitäten und finanziellen Situation. Für Letzteres gilt, dass dies in Form des Jahresabschlusses zugänglich gemacht werden soll, welcher durch unabhängige, externe Wirtschaftsprüfer geprüft und bestätigt wird (OECD, 2004 S. 67f). Dieses Instrument der Transparenz ist eine wirkungsvolle Maßnahme zur Überwachung und folglich Beeinflussung des Unternehmens, sowie zur Gewährleistung des Schutzes der Investoren (OECD, 2004 S. 59f).

2.1.2.6 Funktionierende Aufsichtsorgane

„Der Corporate-Governance-Rahmen sollte die strategische Ausrichtung des Unternehmens, die effektive Überwachung der Geschäftsführung durch das Board und die Rechenschaftspflicht des Board gegenüber dem Unternehmen und seinen Aktionären gewährleisten“ (OECD, 2004 S. 27).

Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsstrukturen der OECD-Länder, geht diese Empfehlung nicht direkt auf die Struktur des Unternehmens ein, sondern beschreibt nur die Aufgaben eines „Aufsichtsorganes“. Diesem Board obliegt die Überwachung der laufenden Geschäftstätigkeit und in Kombination dazu die Sicherstellung des höchstmöglichen Ertrags für die Aktionäre. Es muss garantiert sein, dass das Board objektiv und unabhängig arbeiten kann und nicht nur dem Unternehmen und den Aktionären verpflichtet ist, sondern auch, dass die Geschäftstätigkeit dem höchstmöglichen Interesse aller Stakeholder entspricht. Diese Aufgabe besteht unter anderem auch darin, Konflikte und unterschiedliche Zielformulierungen der Stakeholder auszugleichen und die Einhaltung von Umwelt- und Sozialstandards zu überwachen (OECD, 2004 S. 72f).

2.1.3 Empirische Erkenntnisse zu Corporate Governance

Einhergehend mit der Entwicklung theoretischer Grundkonzepte existieren empirische Untersuchungen, die Hypothesen dieser Lehren überprüfen. Im Falle der Etablierung, der Anwendbarkeit sowie der Auswirkungen der angewandten Corporate Governance-Maßnahmen erfolgt diese auf vielfältigen Ebenen. In weiterer Folge dieses Abschnitts werden zwei Ebenen isoliert genauer betrachtet. Nämlich die Ergebnisse der Fragen, wie sich die Corporate Governance im Rechtsrahmen an sich einfügt, bzw. inwieweit man aufgrund der Anwendung dieser Unterschiede aufgrund der Identität als auch dem Eigentumsanteil des größten Shareholders interpretieren kann.

2.1.3.1 Unterschiede nach Rechtssystem

Eine grundlegende Frage im Vergleich der Wirtschaftspersormance unterschiedlicher Länder, ist die Begründung der verschiedenen Größen der Kapitalmärkte. Woher kommen die Diskrepanzen zwischen riesigen Kapitalmärkten in anglo-amerikanischen

Ländern und jenen wie Frankreich oder Deutschland. Des Weiteren drängt sich die Frage auf, wieso Unternehmen in Ländern wie Russland praktisch keinen effektiven Zugang zu vergleichbaren Finanzierungsformen haben (La Porta, et al., 1997 S. 1131).

Mit der Untersuchung der externen Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen in 49 Staaten fokussiert auf das unterschiedliche Rechtssystem, zeigte ein Artikel von La Porta et al 1997, dass nicht nur alleine die Tatsache, dass ein Land reich ist, die Qualität des Investorenschutzes und der Rechtsdurchsetzung verbessert, sondern, dass mit den unterschiedlichen Rechtsrahmen an sich Möglichkeiten der Finanzierung durch Fremd- und Eigenkapital für Unternehmen einhergehen (La Porta, et al., 1997 S. 1132).

Als grundlegendes Ergebnis dieser Studie sticht die signifikante Unterscheidung zwischen Staaten in denen das angelsächsische Common Law Rechtssystem angewandt wird und denjenigen, in denen das Zivilrecht vorherrscht, heraus. In Common Law Staaten haben Unternehmen besseren Zugang zu Finanzierungen über Börsen. In diesen Ländern haben externe Investoren einen durchschnittlichen Anteil von 60% des Bruttonationalproduktes. Im Vergleich dazu hat Deutschland nur 46% und die skandinavischen Länder gar nur 30%. Des Weiteren befinden sich in Ländern mit Common Law Rechtssystem rund 35 börsennotierte Unternehmen pro Million Einwohner, wiederum in Ländern, die das deutsche Rechtssystem anwenden nur 17 und 27 in den skandinavischen Ländern. Auch die Anzahl der „Initial public offerings“ (IPO) beträgt in diesen Ländern nur einen Bruchteil gegenüber derer in anglo-amerikanischen Ländern (La Porta, et al., 1997 S. 1137).

Die Autoren dieser Untersuchung deuten die Ergebnisse dieser Studie dahingehend, dass die Basis des ungleichen Investorenschutzes im angewandten Rechtssystem gesucht werden muss. Der Grundsatz der direkten Verbindung zwischen hohem Schutz der Eigentumsrechte und ausgebautem Kapitalmarkt ist zwar gültig, aber der Grundlage des Rechtssystems muss in der Debatte große Aufmerksamkeit geschenkt werden (La Porta, et al., 1997 S. 1149). Die Relativierung bzw. Detailbetrachtung dieser Ergebnisse erbrachten die Autoren 13 Jahre später mit der Erkenntnis, dass die Natur des Schutzes des Eigentums, welcher einhergeht mit den Regulierungen des Finanzmarktes, stark mit der Rechtsstruktur und der Art des Rechtssystems

verflochten sei, und daher die Untersuchung dieses Punktes ein besserer Ausgangspunkt sei, um die unterschiedlichen Ausformungen und Durchsetzungen der Corporate Governance-Mechanismen zwischen verschiedenen Staaten zu verstehen, als der schlichte Vergleich zwischen markt- und bankbasierenden Finanzierungssystemen (La Porta, et al., 2000 S. 24).

Die Möglichkeit aus Sicht des Unternehmens, das Fehlen von rechtlicher Grundlange der Corporate Governance zumindest teilweise auszugleichen, zeigt eine Studie der Weltbank 2002. Das unternehmensinterne Level der Corporate Governance fällt bei Ländern mit schlechtem Rechtssystem oder unvollständiger Durchsetzung der bestehenden Gesetze schwerer ins Gewicht. Die Ergebnisse dieser Untersuchung zeigen, dass es eine hohe positive Korrelation zwischen diesem Level und dem Marktwert, gemessen am ROA und Tobins Q gibt. Die Erkenntnis dieses Ergebnisses ist, dass Unternehmen in Staaten mit schlechtem Schutz von Investoren ihre Performance durch „Good Governance“ verbessern können. Nichtsdestotrotz ersetzt dieser Zusammenhang nicht die grundlegende Notwendigkeit, auf staatlicher Ebene eine adäquate gesetzliche Grundlage zu entwickeln. Unternehmen sind nur bis zu einem bestimmten Level imstande, das Fehlen von Aktionärsrechten auszugleichen (Klapper, et al., 2002 S. 21f).

2.1.3.2 Unterschiede nach Aktionärsanteil und Identität

Den Focus auf die Eigentümerstruktur legt eine Untersuchung der 435 größten europäischen Unternehmen durch Thomson und Pedersen im Jahr 2000. Sie zeigen, dass die Eigentümerstruktur bedeutende Auswirkungen auf die Corporate Governance und Performance von Unternehmen hat. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle führt dazu, dass Manager einen Anreiz haben, den Shareholder Value des Unternehmens durch Diversifizierung oder ähnliche Maßnahmen zu verringern. Durch Großaktionäre kann dieses Verhalten gedämpft werden und die Wirtschaftlichkeit des Betriebs gesteigert werden. Nicht nur das Verhältnis zwischen Eigentümern und Management ist wichtig, sondern auch die Identität der Eigentümer an sich. Wenngleich die Eigentümerkonzentration die Macht gegenüber dem Management misst, zeigt die Identität die Beweggründe für Entscheidungen und Strategien im Unternehmen (Thomsen, et al., 2000 S. 689).

Ihre Ergebnisse legen nahe, dass es einen nicht-linearen Zusammenhang zwischen Eigentümerkonzentration und Performance gibt. Dies bedeutet in weiterer Folge, dass es ab einem bestimmten Maß der Konzentration zu negativen Effekten im Marktwert kommt. Dieser Effekt, dargestellt durch den Unternehmensanteil des größten Aktionärs in Relation zum Market-to-book Wert zeigt, dass das Maximum bei 83% liegt. Die interpolierte Darstellung (vgl. Abbildung 2-1) beschreibt, dass der Graph bis zur Mehrheitskontrolle bei 51% ansteigt, aber ab diesem Punkt wieder abflacht (Thomsen, et al., 2000 S. 699).

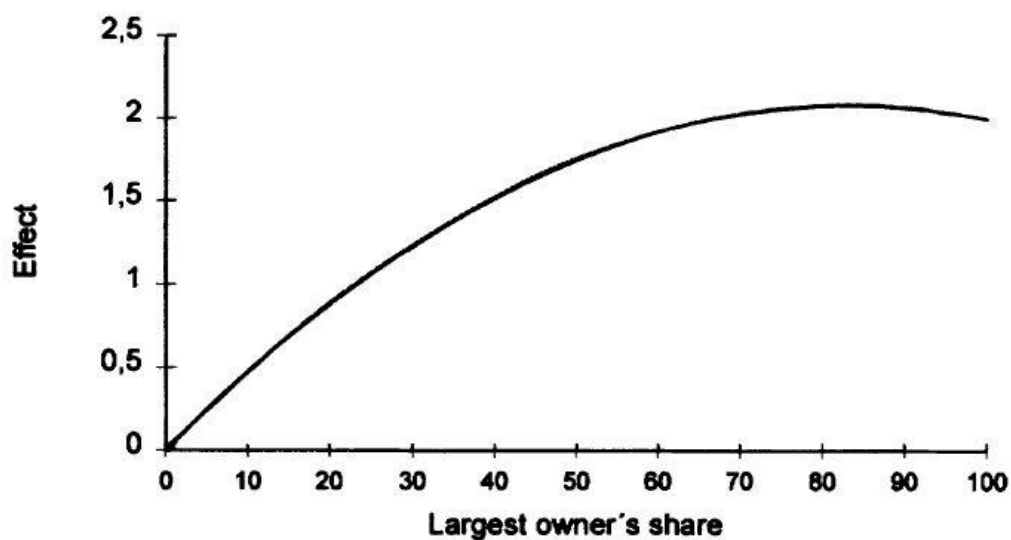


Abbildung 2-1: Market-to-book Wert zum Anteil des größten Aktionärs¹

Weiters zeigt die Studie die Wichtigkeit der Identität des größten Aktionärs (Thomsen, et al., 2000 S. 690). Diese wirkt sich dahingehend aus, dass im Falle, dass der größte Anteilseigner eine Familie, Einzelperson oder der Staat ist, dieser einen negativen Einfluss auf den Market-to-book Wert hat. Besonders stark ist dieser Effekt, wenn der Hauptaktionär der Staat ist (Thomsen, et al., 2000 S. 699).

Im Gegensatz zu den sehr häufig analysierten Unternehmen im anglo-amerikanischen Raum untersuchten Lehmann und Weigand 2000 361 deutsche Betriebe in Deutschland und zeigten, dass dort hohe Eigentümerkonzentration einen negativen Effekt auf die Profitabilität hat (Lehmann, et al., 2000 S. 157).

¹ (Thomsen, et al., 2000 S. 699)

Während die Länder mit Common Law durch geringe Eigentümerkonzentration gekennzeichnet sind, befinden sich in Deutschland der Großteil der Klein- und Mittelbetriebe in der Hand von Einzelpersonen und Familien, die jeweils hohe Anteile innehaben. Dieser Gegensatz manifestiert sich in der Tatsache, dass sich entgegen den kurzfristig agierenden Akteuren des Kapitalmarktes in anglo-amerikanischen Ländern, die deutschen Eigentümerstrukturen nur geringfügig über längere Zeit ändern. Die Fluktuation der Aktionäre ist geringer, da große Anteilseigner ihre Anteile auch in wirtschaftlich schlechten Zeiten behalten. Der deutsche Wertpapiermarkt ist im Vergleich mit anderen Ländern gemessen an der Marktkapitalisierung klein. Im Jahr 1998 betrug der Anteil der Marktkapitalisierung der inländischen Unternehmen am BIP nur 48%, wobei im Gegensatz dazu der Anteil an der Londoner Stock Exchange 182% und an der New Yorker Börse 105% betrug. Der Grund hierfür ist die traditionell enge Verbindung zwischen dem industriellen und dem Bankensektor, die den Zugang zu Kreditfinanzierung erleichtert und dadurch die Notwendigkeit der Finanzierung über den Kapitalmarkt verringert (Lehmann, et al., 2000 S. 158).

Das Ergebnis der Untersuchung zeigt, dass es kurzfristig negative Effekte für die Eigentümerkonzentration in deutschen Unternehmen gibt, wenn der größte Eigentümer eine Familie oder eine Einzelperson, und positive, wenn dieser eine Bank ist. Über längere Zeit steigert die höhere Eigentümerkonzentration die Performance, unabhängig von der Identität des Hauptaktionärs. Insgesamt überwiegt allerdings die negative Beeinflussung der großen Anteile auf das Firmenergebnis (Lehmann, et al., 2000 S. 189ff).

2.1.4 Zusammenfassung Corporate Governance

Im vorangegangenen Kapitel wurde näher auf die theoretische Grundlage des Corporate Governance-Konzepts eingegangen. Ausgehend von Robert Coase' Überlegungen zu Transaktionskosten wurde dieses Regelwerk für Unternehmen im Laufe der Jahrzehnte ein fundamentaler Faktor, um die Interaktion der Stakeholder bei asymmetrischer Information und unvollständigen Verträgen zu gewährleisten. Die in den 1990er Jahren zusammengestellten Empfehlungen der OECD für „Good Governance“ bilden heute nach wie vor den Leitfaden für die Umsetzung, sowohl auf Unternehmens- als auch auf staatlicher Ebene. Für Letztere ist der wichtigste Punkt

dieses Regelwerks die umfassende Sicherstellung eines effizienten rechtlichen Rahmens auf Staatsebene, der Eigentumsrechte absichert sowie deren reibungslose Durchsetzung durch die Justiz. Für die Unternehmensebene gelten als wichtigste Empfehlungen die Gleichbehandlung der Aktionäre, weitgehende Transparenz nach außen und funktionsfähige Aufsichtsorgane.

Die Frage nach der empirischen Relevanz dieser Maßnahmen wurde in Abschnitt 2.1.3 behandelt. Zwei Erkenntnisse werden in einer Vielzahl der Untersuchungen bestätigt. Zum Einen, dass Länder, in denen das angelsächsische „Common Law“-Rechtssystem vorherrscht, Corporate Governance im Allgemeinen besser ausgebaut ist, als in Ländern mit anderen Rechtssystemen. Diese Beobachtung kommt daher, dass im anglo-amerikanischen Raum der Kapitalmarkt zur Unternehmensfinanzierung aus historischen Gründen wichtiger ist, als beispielsweise in den mitteleuropäischen Ländern, in denen das Bank-basierende Finanzierungssystem dem des Markt-basierenden vorgezogen wird. Zum Anderen, zeigen die Untersuchungen, dass es zwei Eigenschaften gibt, die die Performance beeinflussen. Sowohl der Anteil des größten Aktionärs, als auch dessen Identität spielen eine große Rolle in der Unternehmensstrategie und beim Unternehmenserfolg. Ab einem Eigentumsanteil von über 50% kann man einen negativen Einfluss in der Performance feststellen. Dieser Effekt wird noch verstärkt, falls die Identität des größten Anteilsinhabers eine Familie oder eine Einzelperson ist.

Das nächste Kapitel beleuchtet die Transformation Russlands nach dem Ende der Sowjetunion. Um die in diesem Abschnitt angesprochene Identität und deren Anteil des Hauptaktionärs aus der historischen Entwicklung erklären zu können, wird in dieser Diplomarbeit besonderes Augenmerk auf die Aspekte der Privatisierungen in Russland während der Wandlung von Plan- zu Marktwirtschaft gelegt.

2.2 Privatisierungen in Russland nach dem Ende der UDSSR

Die Ereignisse der Wende um das Jahr 1990 waren ein fundamentaler Schnitt in der Wirtschaftsentwicklung Russlands. Als einer der prägendsten Aspekte für die Volkswirtschaft galten die groß angelegten Massenprivatisierungen. Viele Eigenheiten und Eigenschaften der heutigen russischen Geschäftslandschaft muss man im Kontext

der Vorgänge, aber auch der Fehler der „radikalen Modernisierung“ nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion betrachten.

Die folgenden Kapitel geben Überblick über die grundsätzlichen Fragen der Privatisierungen und spannen den Bogen weiter zur Methode und Durchführung dieser in Russland.

2.2.1 Warum Privatisieren?

Der Hauptgedanke hinter dem Privatisieren von staatlichen Betrieben ist die Entpolitisierung des Unternehmens und somit die Überführung der Kontrolle an sich, als auch des Zugriffs auf die laufenden Cash-Flows in die Hände der Manager sowie externer Investoren (Estrin, et al., 1999 S. 405). Aus ökonomischer Sicht herrschte Konsens über die mit der Privatisierung einhergehenden notwendigen Strukturreformen der Staatsbetriebe, und auch darüber, dass die dafür nötige Fachkompetenz, diese Reformen durchzuführen, nicht betriebsintern gefunden werden kann. Ein weiterer Punkt für die Notwendigkeit von externen Einflüssen ist die oftmals für den Betrieb überlebensnotwendige Umstrukturierung und in letzter Konsequenz Stilllegung einzelner Unternehmensbereiche. Diese notwendigen Maßnahmen stehen diametral zu Manager- und Mitarbeiterinteressen im Betrieb und werden daher nicht durchgeführt. Das Hauptargument allerdings ist die Unfähigkeit des Staatsbetriebes, die für alle vorangegangenen Restrukturierungs-Punkte benötigten finanziellen Mittel am Kapitalmarkt aufzunehmen. Ohne den Zugang zu Finanzierungsquellen und Fachkompetenz ist die Möglichkeit der strategischen Neuausrichtung bzw. Modernisierung des Unternehmens stark eingeschränkt (Aghion, et al., 1998 S. 88).

Eine der größten Hürden auf diesem Weg dahin ist alleine schon die oben angesprochene Grundidee von Privatisierungen. Staatsbetriebe sind unter der Kontrolle von politischen Entscheidungsträgern. Diese müssen grundsätzlich positiv gegenüber dem Prozess der Entpolitisierung eingestellt sein, da sie einen erheblichen Einflussfaktor verlieren. Öffentliche Betriebe können im Idealfall nach Vollendung des Prozesses nicht mehr für politische Zwecke benutzt werden. Dieser Aspekt führt im Weiteren dazu, dass die politischen Akteure stark im Privatisierungsprozess eingebunden sind. Ein weiteres Hemmnis am Weg zum privat kontrollierten

Unternehmen, ist die Tatsache, dass der zukünftige Eigentümer ein hohes Maß an Rücksicht auf die ursprünglichen Verhältnisse des Betriebs nehmen muss. Traditionell besitzen Mitarbeiter von Staatsbetrieben Vorteile wie Kündigungsschutz oder eigene Rentenkassen gegenüber Mitarbeitern im privaten Sektor. Diese Privilegien müssen sowohl mitübernommen werden, als auch über einen gewissen Zeitraum erhalten bleiben, da sonst die Politik im Großteil der Fälle aus wahltaktischen Gründen der Privatisierungsentscheidung nicht zustimmen würde. Diese Situation ist oftmals auch ein Hindernis für potentielle Investoren, da sie eine überproportional lange Übergangszeit befürchten bis die Mitarbeiterzahl auf ein betriebswirtschaftlich vernünftiges Maß reduziert werden kann (Estrin, et al., 1999 S. 407). Als politische Bremse gilt allerdings der Kampf der „Reformer“ gegen die „Populisten“. Populisten bedienen sich in der Regel der oben angeführten Argumentation und verstärken diese durch abstrakte Argumentationslinien, deren Ziel es ist, in der Bevölkerung oftmals irrationale Ängste zu schüren. Letztlich entscheidet dieser Konflikt häufig über die Durchführung des Privatisierungsprozesses (Boycko, et al., 1997 S. 69).

2.2.2 Wirtschaftspolitischer Ausgangspunkt

Als roter Faden der Reformen vom sozialistischen zum kapitalistischen System der ehemaligen Sowjetrepubliken werden die weitreichenden Privatisierungen gesehen. Der Antrieb dieser Wandlung von Staatsbetrieben zu privaten Unternehmungen war die latente Ineffizienz und das Nichtvorhandensein einer Ausrichtung auf die Erfordernisse des aufkommenden freien Marktes, und die damit einhergehende Gefahr, dass große Teile der Betriebe mittelfristig insolvent geworden wären (Bennett, et al., 2003 S. 3). Dies hätte nicht nur katastrophale Folgen für die Staaten gehabt, sondern hätte auch den Handlungsspielraum für politische Reformen stark eingeengt.

Das Hauptaugenmerk der Transmission der sich aufgelösten Sowjetunion genoss in wissenschaftlichen Untersuchungen größtenteils Russland, wobei die restlichen Nachfolgerepubliken vernachlässigt wurden. Russland kann allerdings nicht als Lehrbeispiel erhalten da es von Republik zu Republik unterschiedliche Methoden und dementsprechend auch unterschiedliche Entwicklungen während des Privatisierungsprozesses gab. 1999 konnten die ehemals planwirtschaftlich organisierten Staaten Osteuropas und Zentralasiens grob in zwei Gruppen aufgeteilt werden. Die erste Gruppe von Staaten, die hauptsächlich in Osteuropa liegt, hatten ein

stabiles BIP, positive Wachstumsraten, die Inflation mehr oder weniger unter Kontrolle und einen durch Privatisierung und neu gegründete Unternehmen gut entwickelten privaten Sektor, der durch die Restrukturierung der Handelsbeziehungen mit dem Westen (hauptsächlich mit der EU) eine solide Existenzgrundlage hatte. Dem gegenüber befand sich die zweite Gruppe, die hauptsächlich die ehemaligen Sowjetrepubliken beinhaltet. Diese hatte bis 1999 nach wie vor die Transmission zur Marktwirtschaft nicht nachhaltig vollzogen und kämpfte noch immer mit unkontrollierten Fluktuationen der Wirtschaftswachstums- und Inflationsraten. Sowohl die Restrukturierung ihrer Wirtschaft als auch der Handelsbeziehungen war noch nicht nachhaltig erfolgt (Estrin, et al., 1999 S. 398f).

Während „Management Buy-Outs“ (MEBO) bis 1989 in der Sowjetunion noch die dominante Methode der Privatisierung war, änderte sich dies nach der Unabhängigkeit der Teilrepubliken. Jedes Land wählte seine bevorzugte Methode und setzte wie in Tabelle 2-I zu sehen die Transformation zur Marktwirtschaft mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten fort. Als einzige ehemalige Sowjet-Teilrepublik bevorzugte Estland den direkten Verkauf der Staatsbetriebe an externe Investoren. Damit geht Estland konform mit den ehemaligen Ostblockländern Zentraleuropas, wo direkte Verkäufe und Coupon-Privatisierungen dominierend waren (Estrin, et al., 1999 S. 400).

Land	Hauptmethode			Alternativmethode		
	Direkter Verkauf	MEBO	Coupon	Direkter Verkauf	MEBO	Coupon
Armenien			X		X	
Aserbaidshan			X	X		
Weißrussland		X				X
Estland	X					X
Georgien			X	X		
Kasachstan			X	X		
Kirgistan			X		X	
Lettland			X	X		
Litauen			X	X		
Moldawien			X	X		
Russland			X	X		
Tadschikistan		X				X
Turkmenistan		X		X		

Ukraine	X	X
Usbekistan	X	X

Tabelle 2-I: Privatisierungsmethoden in den UDSSR-Nachfolgestaaten²

Die gesamte Entwicklung der Privatisierung und somit forcierten Verdrängung des Staates aus möglichst vielen Wirtschaftsbereichen in Russland rund um 1991 muss man im Kontext der historischen Entwicklung dieser Zeit betrachten. Mit dem Zerfall der Sowjetunion und der Öffnung des Eisernen Vorhanges war das Ende des realsozialistischen Systems eingeläutet. Die Planwirtschaft zerfiel und eine neue Ära in Politik und Wirtschaft begann. Die ehemalige Industrie der Sowjetunion, deren katastrophaler Zustand als einer der Hauptgründe für den wirtschaftlichen Niedergang der UDSSR ab Anfang der 1980er-Jahre verantwortlich gemacht wurde, war der Motor der Liberalisierung der russischen Wirtschaft (Wagensohn, 2001 S. 21ff). Als ein wichtiger Aspekt für einen erfolgreichen Wandel hin zur Marktwirtschaft wurden ausländische Direktinvestitionen gesehen, die Zugang zu Know-How und Technologien eröffnen hätten sollen (Estrin, et al., 1999 S. 402).

Hauptakteure des vom damaligen Präsidenten Boris Jelzin ausgerufenen „Weg zur radikalen Modernisierung“, waren die Reformer Gaidar und Kosyrew. Unter dem Eindruck westlicher demokratischer Systeme und der Maxime „Befreiung aller Lebensbereiche vom Kommunismus“ galt nun nicht länger das Kollektiv, sondern das Individuum als Zentrum der Politik, basierend auf Demokratie und Marktwirtschaft (Wagensohn, 2001 S. 20). Im Oktober 1991 initiierte Jelzin einen weitreichenden Plan zur Umwandlung der sozialistischen Planwirtschaft in eine Marktwirtschaft. Der Plan versuchte, auf Grundlage privaten Eigentums die Wirtschaft zu reformieren. Unübersehbar bei diesem Vorhaben war, dass Ideen und Vorschläge des Internationalen Währungsfonds (IWF) berücksichtigt wurden (Wagensohn, 2001 S. 21).

2.2.3 Privatisierungsmethoden und -verlauf in Russland

Nach der politischen Grundsatzentscheidung ob Privatisierungen von Staatsbetrieben durchgeführt werden sollen, stellt sich die Frage nach der Methode der Privatisierung. Die drei Varianten, auf die in dieser Diplomarbeit näher eingegangen wird, sind die des

² (Estrin, et al., 1999 S. 400)

direkten Verkaufs, die der sogenannten Massen- bzw. Coupon-Privatisierung und die der Methode im Zuge des „Loans-for-Shares“-Programmes.

2.2.3.1 Direkter Verkauf

Ein Staatsbetrieb, der im Zuge des „direkten Verkaufs“ privatisiert wird, wird entweder direkt an den Höchstbieter verkauft oder die Anteile werden als „public offering“ am Markt angeboten. Basierend auf dem Grundgedanken des direkten Verkaufs an den Höchstbieter, gilt diese Methode an sich als ökonomisch effizient, da das Unternehmen zum aktuellen Marktwert den Besitzer wechselt, und der Staat dementsprechend Einnahmen lukrieren kann. Ein nicht zu unterschätzender Punkt dieser Privatisierungsart ist außerdem der Aspekt, dass ein effizient agierender, neuer Eigentümer sofort den Umbau des Managements in Angriff nimmt und damit die Corporate Governance und die Kapitalstruktur verbessert, um sein Investment zum schnellstmöglichen Zeitpunkt rentabel zu machen. Die Zielkonflikte zwischen den persönlichen Interessen der Manager und der Anteilseigner werden dadurch in einem effizienteren Rahmen geführt (Boycko, et al., 1997 S. 70). Obgleich dieser Vorteile aus Sicht der ökonomischen Effizienz, ist einer der gravierendsten Nachteile an sich die Zeit- und Kostenkomponente.

Jeder einzelne Betrieb muss vor dem Verkaufsprozess analysiert, dessen Wert geschätzt und in einigen Fällen auch umstrukturiert werden. Diese Vorgänge müssen angesichts der anstehenden öffentlichen Ausschreibung idealerweise von externen Unternehmensberatern transparent und nachvollziehbar durchgeführt werden, da andernfalls der Wert der zu Verkauf stehenden Unternehmung angezweifelt wird. Diese Vorgänge nehmen nicht nur Zeit in Anspruch, sondern sind ein nicht zu vernachlässigender Kostenfaktor für die öffentliche Hand. Im Falle von einzelnen Privatisierungen wie zum Beispiel in Ländern der Europäischen Union fällt dieser Punkt nicht ins Gewicht. Vergleichbare Situationen haben in Mexiko und Chile gezeigt, dass durch die Wahl dieser Privatisierungsmethode höchstens einige hundert Unternehmen pro Jahr entstaatlicht werden können. Anders stellte sich die Situation bei Massenprivatisierungen wie denen in den ehemaligen kommunistischen Ländern Osteuropas dar. Dort wäre dieser Prozess schlicht zu zeit- und kostenintensiv gewesen. Nach der Öffnung und dem Einzug des Kapitalismus in Russland standen 25.000 Unternehmen zur Privatisierung. Der direkte Verkauf dieser Unternehmen hätte

nicht nur Jahrzehnte gedauert, sondern auch nicht zu bewältigende Kosten und bürokratischen Aufwand für das junge Russland bedeutet (Boycko, et al., 1997 S. 71).

Eine weitere gewichtige Bremse des „direkten Verkaufs“ war die politische Komponente. Um den Verkauf politisch durchsetzbar zu machen, hätten signifikante Anteile des Unternehmens an Insider zu stark reduzierten Preisen verkauft und nur der verbleibende Rest direkt am Markt angeboten werden können (Boycko, et al., 1997 S. 72). Dieses Vorgehen ist allerdings gegenüber der Bevölkerung einerseits nur schwer durchsetzbar und andererseits befürchteten die damaligen politischen Entscheidungsträger, dass die privatisierten Unternehmen sofort von Mafia oder ehemaligen Parteikadern der UDSSR übernommen worden wären (Wagensohn, 2001 S. 20f).

Aus diesen oben angesprochenen Gründen entschied sich die russische Regierung für andere Wege, die marode Staatsindustrie in den privaten Sektor zu überführen. Als Initialakt der Massenprivatisierung gilt das vom Präsidenten Boris Jelzin 1992 unterzeichnete „Corporatization Decret“, das die Wandlung eines Großteils der Staatsunternehmen in Aktiengesellschaften, welche sich zu 100% im Eigentum des Staates befanden, anordnete (Boycko, et al., 1997 S. 85).

2.2.3.2 Erste Phase: Coupon-Privatisierung 1992-1994

Diese Phase, die auch unter der Bezeichnung „Schocktherapie“ in die wissenschaftliche Literatur einging, ist heute nach wie vor ein umstrittenes Kapitel der neueren russischen Geschichte. Wenngleich Andrei Shleifer, einer der wichtigsten westlichen Berater während der russischen Privatisierung in der Wahl der Coupon-Methode die wichtigste wirtschaftspolitische Entscheidung im Zuge der Transformation sieht, sehen Black, Kraakman und Tarassova diese Entscheidung eher als Ergebnis des Drucks des Westens auf die schwache russische Regierung, die Transformation mit Höchstgeschwindigkeit durchzuführen (Black, et al., 2000 S. 1739). Es galt die Prämisse, dass das Staatseigentum kostenlos oder nur zum Nominalwert unter der Bevölkerung aufgeteilt werden sollte. Grund dafür war, dass die komplette Prozedur sowohl einfach als auch transparent ablaufen sollte, damit keinesfalls der Eindruck entstünde, dass die Regierung die Massenprivatisierung dazu verwende,

regierungsfreundliche Personen zu bereichern (Boycko, et al., 1997 S. 81). In der Praxis erwies sich dieses Vorhaben als nicht durchführbar, da die Manager der Staatsbetriebe unwillig waren, die Privatisierungen zu unterstützen. Da der Regierung die Macht und der Einfluss fehlte, die Managementebenen auf argumentativem Weg umzustimmen, wurde oftmals mit vergünstigten Anteilen an den Unternehmen bestochen, um den Widerstand aufzubrechen. Den Mitarbeitern dieser Betriebe wurden ebenfalls, in der kommunistischen Tradition, dass die Arbeiter die Eigentümer der Produktionsmittel sind, eine große Anzahl günstiger Aktien übergeben (Black, et al., 2000 S. 1740).

Ein Coupon ist im Grunde ein bestätigtes Stück Papier, dass gegen Aktien des privatisierten Unternehmens in Auktionen getauscht werden kann (Boycko, et al., 1997 S. 85). Nach Beschluss dieser Privatisierungsmethode standen mehrere grundsätzliche Fragen an, die sowohl das Design als auch die Art der Verteilung dieser Coupons betraf. Betreffend das Design der Coupons gab es entweder die Möglichkeit, den Handel damit zu verbieten oder zu erlauben. Die Erfahrung der vorangegangenen Coupon-Privatisierungen in der Mongolei zeigte, dass es wenig Sinn hat den Coupon-Handel zu verbieten, da sich mit dem Verbot gleichzeitig ein Schwarzmarkt dafür öffnet, in dem aufgrund des illiquiden Marktes die Preise sehr schlecht sind und das Vertrauen auf den Wert der gehandelten Papiere stark abnimmt. Ein politischer Aspekt der Freigabe des Handels war die damit einhergehende Möglichkeit, dass ärmere Teile der Bevölkerung diese Coupons verkaufen konnten. Die Regierung wollte sichergehen, dass niemand dazu gezwungen wird, „Eigentümer“ zu werden (Boycko, et al., 1997 S. 87). Aufgrund der fehlenden Tradition des freien Marktes, der schlechten Informationspolitik und der verheerenden Versorgungslage der Bevölkerung, dauerte es nur kurze Zeit, bis ein Großteil der Coupons vom Management gekauft wurde und sich somit 60-65% der Unternehmensanteile in deren Händen befand (Black, et al., 2000 S. 1740).

Auch die Auktionen, bei denen die Coupons in Unternehmensanteile getauscht wurden, fanden im Schatten von Unregelmäßigkeiten statt. Da die Gesetzeslage vorsah, dass, falls weniger Coupons für ein Unternehmen geboten werden, mehr Aktien pro Coupon verteilt wurden, kam es vor, dass mögliche Bieter von den Auktionen ferngehalten wurden. Die Palette der Beeinflussung der Auktionen reichte von Verlegung der Auktion in entlegene Dörfer, Unterbindung jeglicher telefonischer

Verbindung dorthin, bis hin zu Waffengewalt. Letztlich profitierte in dieser ersten Phase der Privatisierung russischer Staatsunternehmen, großteils das Management dieser Betriebe. Sie waren es, die die neuen Mehrheitseigentümer wurden. Aus Sicht des Westens war diese Situation der politische Preis der „Schocktherapie“, und wie einige Kommentatoren meinten, seien schlechte Privateigentümer trotzdem besser als Staatsbesitz (Black, et al., 2000 S. 1740f). Das Resultat der Coupon-Privatisierung war trotz allen angesprochenen Widrigkeiten beeindruckend. Mit Ende 1994 waren rund 13.000 ehemalige Staatsunternehmen privatisiert. Diese Unternehmen beschäftigten 76% der Arbeiter und Angestellten im industriellen Sektor (Filatotchev, et al., 1999 S. 483).

Im Jahr 1994 änderte sich der Schwerpunkt der Massenprivatisierungsstrategien weg von der Coupon-Privatisierung, hin zu einer für den Staat, der immer größere Probleme im fiskalen Bereich hatte, neuen Methode – dem „Loans-for-Shares“-Programm. Auf diese Strategie, deren Durchführung und den daraus resultierenden Folgen wird im nächsten Kapitel eingegangen.

2.2.3.3 Zweite Phase: „Loans-for-Shares“-Programm ab 1994

Das „Loans-for-Shares“-Programm (LFS) wird heute noch vom Großteil der russischen Bevölkerung und der ausländischen Beobachter als das skandalöse Kapitel der Privatisierungen der 1990er-Jahre gesehen. Dieses Programm gilt als Geburtsstunde der russischen „Oligarchen“³ (Guriev, et al., 2004 S. 3). Nachfolgende Tabelle 2-II zeigt eine Auswahl der russischen Geschäftsleute, die durch das „Loans-for-Shares“-Programm den Grundstein ihres Milliardenvermögens gelegt haben (Guriev, et al., 2004 S. 9).

³ Die Bezeichnung „Oligarch“ ist nicht eindeutig definiert. Die allgemein anerkannte Bedeutung für Russland, nach der sich auch diese Arbeit richtet, ist die eines Geschäftsmannes, der ausreichend Ressourcen kontrolliert, um die nationale Politik zu beeinflussen (Guriev, et al., 2005 S. 132).

Name	Loans for shares	Asset	Remark
Deripaska	No		
Abramovich	Yes	Sibneft	Classical LFS scenario
Kadannikov	No		
Mordashov	No		
Potinin	Yes	Norilsk nickel	Classical LFS scenario
Alekperov	Yes	Lukoil	LFS stake was much smaller than in other cases.
Abramov	No		
MDM	No		
Makhmudov	No		In Norilsk Nickel LFS, rumored to offer a bid 3 times as high as the winning bid by Potinin
Bogdanov	Yes	Surgutneftegaz	LFS stake was bought by Surgut insiders (Bogdanov)
Khodorkovsky	Yes	Yukos	Classical LFS scenario
Lisin	No	NLMK	LFS stake was bought by Potinin but Lisin eventually took over
Zuzin	No	MECHEL Beloretsk	Acquired in 2000-01
IlimPulp	No		
Rashnikov	No		
Vekselberg	No	SIDANKO	SIDANKO LFS stake was initially purchased by Potinin but then resold to TNK(now jointly controlled by BP, Vekselberg, Blavatnik and Fridman)
Blavatnik	No	SIDANKO	
Bendukidze	No		
Fridman	No	SIDANKO	See above
Metalloinvest	No		(An affiliated Roskredit bank was excluded from several LFS auctions)
Tahaudinov	No		

Tabelle 2-II: Oligarchen nach LFS-Programm⁴

Mit dem LFS-Programm wurden die größten russischen Unternehmen zu einem Bruchteil des wahren Wertes verkauft. Der russische Staat brauchte aufgrund der immer maroder werdenden Staatsfinanzen dringend Geldmittel. Die Tatsache, dass die nun angebotenen Unternehmen bei der Coupon-Privatisierung ausgenommen waren, machte es politisch nur sehr schwer durchsetzbar, sie nun direkt zu verkaufen, da man den Eindruck nicht erwecken wollte, dass man die besten Unternehmen dem „Volk“ vorenthalten hatte (Black, et al., 2000 S. 1744). Darüber hinaus war die Jelzin-Administration bei Umfragen chancenlos für den bevorstehenden Wahlkampf 1996 und benötigte neben Geldmittel auch die Unterstützung der Banken und wichtiger Wirtschaftsmagnaten, die die Medien kontrollierten (Guriev, et al., 2004 S. 11).

⁴ (Guriev, et al., 2004 S. 9)

Das Design dieser Privatisierungsform wurde von den Direktoren der größten neu entstandenen Banken Russlands unter der Federführung von Vladimir Potanin geschaffen. Die Idee dahinter war, dass die Banken dem russischen Staat Geld für mehrere Jahre leihen und als Sicherstellung die Kontrollmehrheit der Unternehmen erhalten. Zu diesem Zeitpunkt war es für alle Beteiligten ein offenes Geheimnis, dass der russische Staat diese Kredite niemals zurückzahlen wird und somit die Mehrheitsanteile bei den Kreditgebern verbleiben. Die Durchführung dieser Kreditvergaben erfolgte durch Auktionen, die als Voraussetzung hatten, dass mindestens zwei Bieter daran teilnahmen. Bei diesen Auktionen bot die Regierung die Anteile der größten Rohöl- und Erdgas-, metallurgischen und Telekommunikationsunternehmen an. Derjenige, der das höchste Kreditangebot stellte, bekam den Zuschlag und die Mehrheitsanteile.

Das Recht diese Auktionen durchzuführen war innerhalb der Banken aufgeteilt worden. Diese manipulierten die Auktionen derart, dass die angebotenen Betriebe zu unrealistisch niedrigen Preisen in ihren Besitz übergingen. Diese Manipulationen manifestierten sich in unterschiedlichster Weise (Black, et al., 2000 S. 1744f):

- Da wie bereits angesprochen mindestens zwei Bieter notwendig waren, setzten die Banken oder befreundete Personen Strohmänner ein, um die formellen Kriterien zu erfüllen. Dies führte dazu, dass das Höchstgebot meistens nur leicht über dem Ausrufungspreis abgegeben wurde und sichergestellt wurde, dass das Unternehmen an die gewünschte Person ging.
- Ausländische Bieter waren entweder nicht zugelassen oder ihnen wurde die Teilnahme auf bürokratischem Wege unmöglich gemacht.
- Falls wider Erwarten ein nicht geplanter Bieter den Zuschlag erhielt, wurden in den meisten Fällen nachträglich „Unregelmäßigkeiten“ festgestellt und die Auktion aufgehoben.

Abseits der Unregelmäßigkeiten während der Auktionen verursachten weitere Begleiterscheinungen der Privatisierungen starke Vertrauensverluste des Auslands in die russische Wirtschaft.

Eine dieser Strategien war, dass bei einigen Auktionen als Voraussetzung für das Mitbieten die Garantie gelegt werden musste, dass bei Gewinn der Auktion beträchtliche Summen in das Unternehmen investiert werden mussten. Dies schreckte nicht nur ausländische, sondern auch ehrliche russische Bieter ab. Wenn die Höchstbieter "gewollt" waren, wurden diese Investitionen nie eingefordert.

Ebenfalls eine übliche Taktik war, dass Managern von Staatsunternehmen angeboten wurde, 30% der Anteile sehr günstig zu erwerben, falls sie verhinderten, dass das Unternehmen innerhalb eines Jahres zahlungsunfähig ist. Da die Prüfung der finanziellen Lage den Managern oblag, war dies eine willkommene Möglichkeit sehr günstig einen beträchtlichen Anteil am Unternehmen zu erlangen (Black, et al., 2000 S. 1746).

2.2.4 Zusammenfassung der Privatisierungen in Russland

Die Entstaatlichung der russischen Unternehmen war kein homogener Prozess. Aufgrund der fehlenden Erfahrung für die umfassende Transformation einer derart großen Volkswirtschaft bzw. teilweise nichtexistierender rechtlicher Rahmenbedingungen sowie der fehlenden juristischen Durchsetzung der bestehenden Gesetze, lief die Privatisierung der russischen Staatsbetriebe sub-optimal ab. Da für die große Menge der zu privatisierenden Betriebe der direkte Verkauf für den russischen Staat nicht finanzier- und administrierbar war, erfolgte die erste Welle der Privatisierungen mittels Coupon-Verfahren. Dies führte dazu, dass die Mehrheitsanteile der Unternehmen in die Hände des bestehenden Managements fielen. Das ab 1994 angewandte Verfahren „Loans-for-Shares“ verbesserte die Entwicklung ebenfalls nicht, sondern erschuf eine neue wirtschaftspolitisch einflussreiche „Kaste“ – die der russischen Oligarchen.

Im nächsten Kapitel wird darauf eingegangen, welche unmittelbaren Folgen die beiden Privatisierungsschritte für die Geschäftslandschaft Russlands hatte, bzw. wie sich die neue Struktur auf das Corporate Governance der Unternehmen auswirkte.

2.3 Folgen der russischen Privatisierungen aus Corporate Governance-Sicht

Die Situation, die sich für die russische Wirtschaft während und nach der Phase der Massenprivatisierung und dem „Loans-for-Shares“-Programm Ende der 1990er Jahre auftrat, wird oftmals als „Kleptokratie“ bezeichnet (Black, et al., 2000 S. 1746ff). Eine der offensichtlichsten Tatsachen dieser Situation ist, dass russische Unternehmen gegenüber gleichartigen westlichen Unternehmen unterbewertet sind. Das am häufigsten genannte Beispiel um diese Diskrepanz zu veranschaulichen, ist Gazprom. Obwohl Gazprom das weltweit größte erdöl- und gasfördernde Unternehmen ist, war die Marktkapitalisierung gemessen an den Reserven im Oktober 2005 nur ein Bruchteil im Vergleich mit westlichen erdölfördernden Unternehmen. Während vergleichbare nicht-russische Unternehmen, wie Exxon Mobile oder Royal Dutch Shell, eine Marktkapitalisierung von 18 USD aufbringen, ist dies bei Gazprom nur 1 USD pro Barrel bestätigter Rohölreserven. Teile dieser Diskrepanz können auf Energiepreiskontrollen am russischen Markt sowie auf ein gewisses politisches Risiko zurückgeführt werden, allerdings entspringt der Großteil dieser Bewertungsunterschiede der fehlenden oder unzureichenden Umsetzung von Corporate Governance-Mechanismen auf Unternehmensebene (Black, et al., 2005 S. 1f). Nur Moldawien zeigte neben Russland im Zeitraum von 1994 bis 1998 keinerlei Verbesserung ihrer Corporate Governance (Estrin, et al., 1999 S. 403).

Speziell in den Punkten

- Rechtliche Rahmenbedingungen auf staatlicher und institutioneller Ebene
- Eigentümerkonzentration
- Insider

gibt es nach wie vor starke Versäumnisse. In den folgenden Kapiteln wird im Detail auf diese Punkte eingegangen. Diese Aufzählung hat nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Um den Umfang dieser Arbeit nicht zu sprengen wird nur auf diese Punkte genauer eingegangen, da sie direkt im nachfolgenden empirischen Teil behandelt werden.

2.3.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

Auch wenn Russland im Bereich des Unternehmens- bzw. Insolvenzrechts relativ schnell an westliche Standards aufgeschlossen hat, ist die Rechtsdurchsetzung nach wie vor sehr mangelhaft. Der Grund für diese Divergenz liegt an der weitreichenden Korruption innerhalb des juristischen Apparats, die dem Land einen Platz im letzten Drittel der korruptesten Länder beschert. Da in dieser Situation die Eigentümerrechte nur sehr mangelhaft durchgesetzt werden können, wird die Frage nach der Kontrolle eines Unternehmens immens wichtig (Lazareva, et al., 2007 S. 12f). Die daraus resultierenden hohen Eigentümerkonzentrationen werden im anschließenden Kapitel behandelt. Abseits der schlechten rechtlichen Rahmenbedingungen für Anteilseigner in Russland, tut sich ein weiterer wichtiger negativer Aspekt der Interaktion zwischen Staat und Wirtschaft auf. Nämlich der, der latenten Beeinflussung privatwirtschaftlicher Unternehmen, die bis zur „Re-Verstaatlichung“ von strategisch wichtigen Industriezweigen geht, um den Einflussbereich der Regierung auszubauen, welcher die Betriebe vor ausländischer Übernahme schützen soll (Black, et al., 2005 S. 4). Die Probleme mit der russischen Justiz und der darauf folgende Niedergang des erdölfördernden Unternehmens YUKOS geht größtenteils auf den Plan des Besitzers Michail Chodorkowski zurück, YUKOS an den US-amerikanischen Ölkonzern Chevron zu verkaufen. Auch das Vorhaben des deutschen Siemens-Konzerns, den auf Kraftwerke spezialisierten Maschinenbauer „Power Machines“ zu akquirieren, scheiterte am Widerstand des russischen Staates (Lazareva, et al., 2007 S. 26).

2.3.2 Eigentümerkonzentration

Hohe Eigentümerkonzentration gibt den Shareholdern die Möglichkeit, trotz fehlender oder schlecht institutionalisierter Durchsetzung von Eigentumsrechten, die Kontrolle über ein Unternehmen zu erlangen, bzw. zu halten. Umso höher der Anteil am Unternehmen ist, umso mehr Entscheidungsmacht wird dem Anteil eingeräumt. Dieses Verhalten widerspricht dem Corporate Governance-Gedanken (vgl. Kapitel 2.1.2.6. dieser Arbeit), da dadurch die Splittung von Eigentümer und Kontrolle umgangen wird. Letztlich ist es aber eine naheliegende Möglichkeit, bei mangelhaft geschützten Eigentumsrechten den Betrieb zu observieren.

Diese große Kontrollmacht hat hauptsächlich zwei Konsequenzen. Erstens werden durch das Verhalten des Hauptaktionärs Kleinaktionäre aus dem Unternehmen

gedrängt, was sich negativ auf die Liquidität des Unternehmens aufgrund höherer Kapitalerhebungskosten auswirkt. Zweitens sinken die Anreize der Manager, da die Kontrolle „private Vorteile“ im Entscheidungsfindungsprozess des Unternehmens verhindert (Lazareva, et al., 2007 S. 14). Diese Situation ist historisch bedingt und hängt eng mit dem Prozedere der Privatisierungen in den 1990er-Jahren zusammen. Wie in Abschnitt 2.2.3.2 gezeigt wird, haben Manager oft die Anteile der Mitarbeiter aufgekauft, damit die Gefahr einer Übernahme durch externe Investoren verringert wird. Dieses Vorgehen führte dazu, dass es nach kurzer Zeit nur wenige Shareholder gab. Das Übernahmerisiko war sehr gering, da aufgrund des schlecht ausgebauten Anteilshandels, dies nur schwer möglich war und außerdem der ineffiziente Kapitalmarkt verhinderte, dass jemand das Kapital zur Stellung eines Kaufangebotes aufnehmen konnte (Estrin, et al., 1999 S. 408). Das der Coupon-Privatisierung folgende „Loans-for-Shares“-Programm setzte diese Entwicklung beschleunigt fort und führte dazu, dass die Geschäftswelt in Russland ab Mitte der 1990er-Jahre durch hohe Eigentümerkonzentrationen in den Händen einiger weniger Insider, Oligarchen oder des Staates geprägt war. Shleifer und Vishny zeigten 1997 außerdem, dass für Russland der Grundsatz gilt, dass ein ausländischer Investor 75% der Anteile besitzen muss, um das Unternehmen voll zu kontrollieren. Einem Investor aus Russland reichen hingegen lediglich 25% zur vollständigen Kontrolle (Shleifer, et al., 1997 S. 755). Dies entspricht bei weitem nicht dem üblichen Rahmen der Machtverteilung nach Anteilen, den man in westlichen Volkswirtschaften vorfindet. Dort geht man davon aus, dass bei einem Unternehmensanteil zwischen 10 und 20%, der Aktionär lediglich den Anreiz hat, das Management genauer zu überwachen und mit seinem Stimmgewicht bei Verfehlungen Druck auszuüben. Aber erst ab einem Anteil größer 50% reicht die Kontrolle des Anteilseigners soweit aus, um sein Interesse an Gewinnmaximierung auch durch sein Stimmgewicht zu gewährleisten (Shleifer, et al., 1997 S. 754).

Aufgrund der nach wie vor rudimentär ausgebildeten rechtlichen Rahmenbedingungen bzw. des mangelhaften Kapitalmarkts, führt diese Situation zu beträchtlichen Vorteilen für große Shareholder. Im Gegensatz zum Konflikt zwischen Management und vielen kleinen Anteilseignern, der in Ländern der EU oder den USA primär ausgetragen wird, fokussiert sich die Corporate Governance-Debatte in Russland hauptsächlich auf Konflikte zwischen großen und kleinen Shareholdern (Black, et al., 2005 S. 4). Eine Untersuchung aus dem Jahr 2003 belegt, dass die 23 Oligarchen Russlands, 38% der Beschäftigten sowie 36% des Umsatzes kontrollieren (basierend auf einer Untersuchung mit 1300 Unternehmen). Wie Tabelle 2-II zeigt, ist dieser Anteil größer

als die Summe der restlichen Privatbesitzer inkl. ausländischer Eigentümer. Des Weiteren übersteigt dieser auch den Anteil der öffentlichen Hand.

	<i>Employment</i>	<i>Sales, R000</i>
Largest 23 private owners	1 437 280	1 721 966 123
Foreign	136 014	383 719 616
Other private domestic	835 576	639 443 503
Regions	262 011	291 454 245
Federal	687 707	1 365 000 000
No data	443 183	391 447 655
Total	3 801 771	4 793 031 142

Tabelle 2-III: Eigentümerstruktur Russlands 2003⁵

Diejenigen Wirtschaftssektoren, die von Oligarchen kontrolliert werden, weisen eine sehr hohe Eigentümerkonzentration auf (Guriev, et al., 2005 S. 136). Der Schwerpunkt dieser Unternehmen (vgl. Abbildung 2-2) liegt am Rohstoff- und Energiesektor, wohingegen Konsumgüter und die herstellende Industrie hauptsächlich von kleineren russischen bzw. ausländischen Firmen kontrolliert werden (Guriev, et al., 2004 S. 19).

⁵ (Guriev, et al., 2004 S. 11)

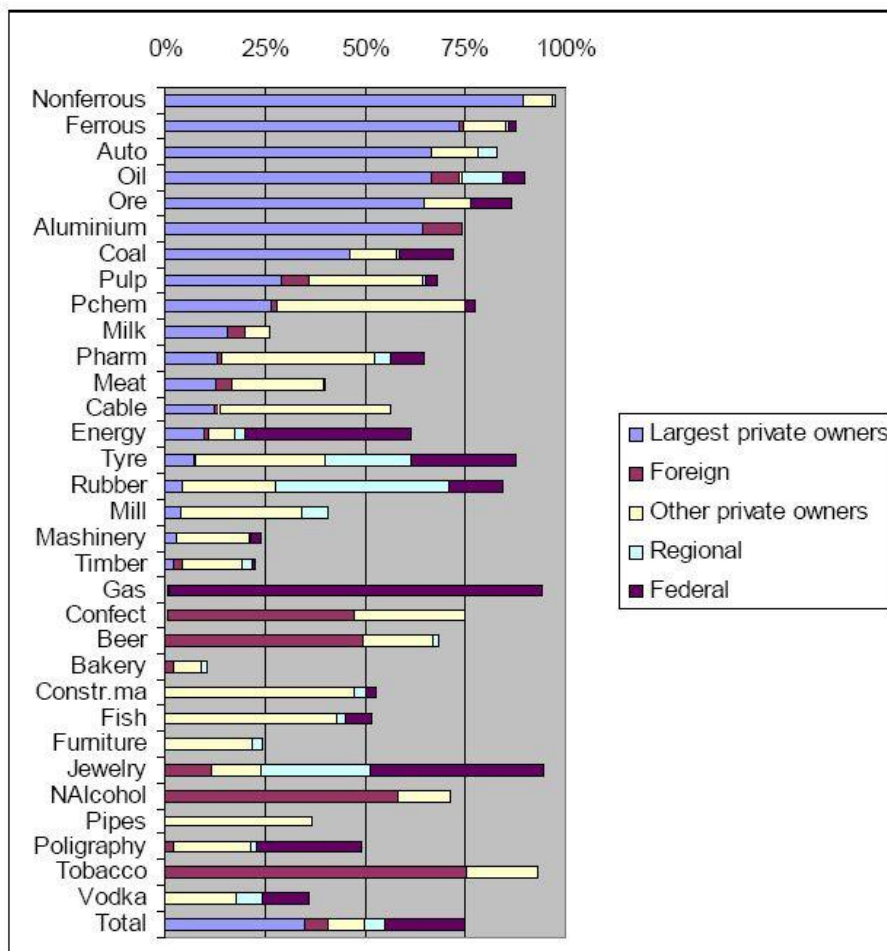


Abbildung 2-2: Umsatzanteile nach Branchen⁶

Das „Loans-for-Shares“-Programm etablierte zwar einige Oligarchen, aber bei Weitem nicht alle. Einige gewichtige Geschäftsleute boten zwar mit, wurden aber trotz besserem Gebot von der Auktion ausgeschlossen, da sie nicht „vorgesehen“ waren. Die Liste der russischen Oligarchen kann grob in zwei Gruppen geteilt werden. Zum Einen diejenigen, die bereits in staatlichen Unternehmen gearbeitet bzw. diese geleitet haben und im Zuge der Privatisierung ihre Posten beibehalten konnten. Zum Anderen diejenigen, die im Laufe der beginnenden Liberalisierung unter Gorbatschow ab Mitte der 1980er-Jahre Kleinunternehmen gründeten und die Diskrepanz zwischen regulierten Preisen und den neu eingeführten Quasi-Marktpreisen für hohe Arbitrage-Gewinne nutzen konnten. Als Anfang der 1990er-Jahre die Preise vollständig liberalisiert wurden, war diese Gruppe bereits ein einflussreicher Faktor im Handels-, Bank und Investmentsektor. Dadurch war diese Personengruppe eine der wenigen, die liquide genug war, um während der Coupon-Privatisierung weitflächig Anteile aufzukaufen. Trotz allem dominieren heute diejenigen Oligarchen die russische

⁶ (Guriey, et al., 2004 S. 19)

Wirtschaft, die über das „Loans-for-Shares“-Programm zu ihrem Reichtum gekommen sind (Guriev, et al., 2005 S. 138f).

Konträr zu den am Beginn dieses Kapitels angesprochenen Gründen, gibt es auch Punkte, die auf einen positiven Einfluss von hoher Eigentümerkonzentration von Oligarchen auf die Unternehmensperformance hindeuten.

- Oligarchen haben die Trennung von Eigentum und Kontrolle überwunden. In diesem Sinne besteht ein großes persönliches Interesse, die Firma dahingehend zu optimieren, um den Wert der eigenen Anteile zu erhöhen.
- In einem schlecht entwickelten Kapitalmarkt verhindern die fehlenden Finanzierungsmethoden den Markteintritt kleiner und mittlerer Betriebe. Große, von Oligarchen geführte Unternehmen haben Zugang zum internationalen Kapitalmarkt und können dadurch neben einfacher Finanzierung auch die Angebotslücke der Klein- und Mittelbetriebe schließen.
- In der Situation von schlechten rechtlichen Rahmenbedingungen können große Unternehmenskonglomerate durch effiziente Lobbyarbeit ihre Interessen besser durchsetzen. Außerdem werden sie durch ihre Größe und ihren Einfluss vor „State Capture“ geschützt.

Diese Punkte lassen den Eindruck zu, dass Oligarchen ihre Firmen effizienter führen, als andere russische Eigentümer (Guriev, et al., 2005 S. 141ff).

Einerseits sollten Oligarchen in ihrer Rolle als Anteilseigner, Interesse an einem ausgebauten Rechtssystem haben, um ihre Eigentumsrechte zu schützen. Andererseits können sie durch den Status Quo ihren Einfluss in Politik und Justiz besser ausüben. Die Oligarchen nutzen diese Möglichkeit natürlich – es besteht kein Interesse an neuen Konkurrenten, die aufgrund verbesserter rechtlicher Rahmenbedingungen entstehen könnten (Guriev, et al., 2005 S. 145).

Innerhalb der russischen Wirtschaft sind somit Oligarchen die einflussreichste Interessensgruppe – international spielen sie aber noch eine unbedeutende Rolle (Gurieva, et al., 2005 S. 148).

2.3.3 Insider

Einhergehend mit der im vorangegangenen Abschnitt behandelten Eigentümerkonzentration, ist das Problem der Insider in Unternehmen. Insider versuchen sich gegenüber externem Einfluss abzuschotten. Manager und Arbeitnehmer spielen im post-planwirtschaftlichen Russland effektiv zusammen, um betriebsexterne Eigentümer zu verhindern und somit die Möglichkeit der externen Kontrolle zu minimieren (Filatotchev, et al., 1999 S. 483). Durch die Massenprivatisierungen hat sich die Situation gebildet, dass Russland im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften den größten Anteil an Insider-kontrollierten Unternehmen hervorgebracht hat. Es gibt klare Anzeichen dafür, dass die Führungsebenen sofort nach der Privatisierung begonnen haben, ihre Kontrolle im Unternehmen auszubauen, um externe Anteilseigner erst gar nicht über den Status des Minderheitsaktionärs hinauskommen zu lassen (Filatotchev, et al., 1999 S. 491ff).

Wie bereits angesprochen war einer der Hauptgründe der Privatisierungen, die Verbindung zwischen Unternehmensmanagement und Politik zu durchtrennen. Sowohl die Bürokratie des Staates, als auch die der regionalen Körperschaften wurden als Haupthindernis für die Entwicklung eines freien Marktes gesehen. Zu Beginn der Transformation des Wirtschaftssystems waren die politischen Entscheidungsträger davon ausgegangen, dass das gewählte Privatisierungsverfahren, das der Coupon-Privatisierung, sicherstellt, dass der Transfer von Kontrollrechten der ursprünglichen Besitzer zu externen Shareholdern, gesichert wird, selbst wenn Insider, wie Manager oder Belegschaft, eine Mehrheitsbeteiligung anstreben. Die Erwartung war, dass der freie Handel mit den Coupons dazu führt, dass Russland ein westliches Corporate Governance-System entwickelt (Filatotchev, et al., 1999 S. 482). Getragen wurden die Erwartungen von den Ergebnissen der tschechischen Coupon-Privatisierung, die im Ablauf vergleichbar mit der Russischen war. Deren Durchführung führte dazu, dass 70% der Coupons an externe Investoren, insbesondere an Investment Fonds und Banken gingen (Filatotchev, et al., 1999 S. 483). Parallel dazu war auch die Erwartung, dass das gewählte Prozedere, die Führungsebene der ehemaligen Staatsbetriebe von

alteingesessener „roter Nomenklatura“ säubert. Letztlich änderte sich zwar häufig die Eigentümerstruktur, die Managementetage aber nur in den seltensten Fällen (Filatotchev, et al., 1999 S. 487). Auch der Plan, über die Massenprivatisierungen den Corporate Governance-Level zu erhöhen, scheiterte. Viele Studien, basierend auf Untersuchungen einer großen Anzahl russischer Unternehmen sowie externer Investoren, haben ergeben, dass der Restrukturierungsprozess in ehemaligen staatlichen Betrieben und die Entwicklung eines international vergleichbaren Corporate Governance-Systems, nur sehr schleppend vorankommen und dass man davon ausgehen kann, dass die Dominanz von Insidern in der Eigentümerstruktur über längere Zeit bestehen bleibt (Filatotchev, et al., 1999 S. 482 bzw. 500).

Die Mehrheit der empirischen Untersuchungen zu diesem Thema belegt, dass sich das Auftreten von externen Investoren positiv auf die Performance sowie auf Geschwindigkeit und Effizienz der Restrukturierung an sich auswirkt. Begründet wird dieser Effekt mit der Verbesserung der Kontrollmöglichkeiten sowie dem Zugang zu neuem Kapital (Estrin, et al., 1999 S. 408). Die neuen Eigentümer sind direkt mit Erfolg und Misserfolg des Unternehmens verknüpft und versuchen daher die Effektivität des Unternehmens zu steigern. Durch die striktere Budgetgerade werden die Unternehmensziele mehr und mehr auf die profitmaximierenden Eigenschaften gelenkt (Estrin, et al., 1999 S. 406).

Die Situation, dass Insider die Kontrolle über ein Unternehmen erlangen, wirkt im Gegensatz dazu zwar konflikthemmend in Bezug auf Entscheidungsfindungsprozesse innerhalb des Betriebs, aber während Entscheidungen im Sinne der Arbeitnehmer zwar in der Belegschaft wohlwollend aufgenommen werden, stellt sich die Frage ob dies auch dem Gesamtwohl im kaufmännischen Sinne dient. Aus unternehmerischer Sicht tendiert diese Art der Entscheidungsfindung oft dahin, dass notwendige, aber schmerzliche Maßnahmen aus Schutz des Arbeitsplatzes oder kurzfristiger Profite nicht getroffen werden. Insider-Kontrolle führt häufig dazu, dass Projekte favorisiert werden, deren Erlöse direkt den Arbeitnehmern und dem Management zugutekommen, die Risiken und Verluste aber auf die Kapitalgeber abgewälzt werden (Filatotchev, et al., 1999 S. 484).

Um diese asymmetrische Information auszugleichen streben externe Shareholder nach Verbesserung der Kontrollinstrumente innerhalb des Unternehmens. Eines der Mittel hierfür ist die Steigerung des Unternehmensanteils, um über die Nutzung ihrer Stimmrechte das Verhalten der Manager nachhaltig zu beeinflussen. Dies setzt allerdings voraus, dass eine starke rechtliche Basis vorhanden ist, die diese Stimmrechte schützt (Estrin, et al., 1999 S. 407). Dieses Wechselspiel zwischen Insidern und externer Investoren führt dazu, dass unter der Prämisse der unvollständigen Durchsetzung von Eigentumsrechten Insider-dominierte Unternehmen in Bezug auf Corporate Governance die kostspieligsten sind (Filatotchev, et al., 1999 S. 485).

Eine Untersuchung von La Porta 1997 in 49 entwickelten Ländern sowie Entwicklungsländern zeigt, dass diejenigen Länder mit schlechterem Schutz für Investoren, schwächere und unterentwickeltere Kapitalmärkte haben. Dieser unzureichende Schutz kann entweder durch das Fehlen entsprechender Gesetze begründet werden, oder dadurch, dass diese nicht genügend bzw. gar nicht umgesetzt werden (Filatotchev, et al., 1999 S. 502).

Ein alternativer Ansatz, das Verhalten der Arbeitnehmer und Manager zu argumentieren, ist die „Versicherungs“-Überlegung. Das Horten der Anteile des Unternehmens dient als Absicherung gegenüber Arbeitslosigkeit und dem Erhalt von sozialen Vorteilen. Russische Staatsunternehmen stellten nicht nur den Arbeitsplatz zur Verfügung, sondern auch Unterkunft, Gesundheitsdienste, Bildung und Ähnliches. So gesehen wird den Anteilen von Insidern mehr Wert beigemessen als von Externen (Filatotchev, et al., 1999 S. 484).

Aufgrund der vorangegangenen Argumente werden dringend benötigte Kapitalgeber abgeschreckt, bzw. die Möglichkeit der Finanzierung des Betriebs stark eingeschränkt. Hinzu kommt das Manko des russischen Kapitalmarkts bis zum Beginn der 2000er-Jahre, dass die offiziellen Aktienkurse aufgrund der unterentwickelten Börsenstruktur nur in Ausnahmefällen den wahren Wert der Anteile widerspiegeln. Die Kombination dieser Argumente erklärt, wieso die Marktdynamiken nach der Massenprivatisierungswelle nicht dazu führten, eine mit dem Westen vergleichbare

Aktionärsstruktur zu erschaffen, sondern in einer Konzentration von Insidern in der Eigentümerstruktur verweilte (Filatotchev, et al., 1999 S. 485).

2.3.4 Zusammenfassung der Folgen der Privatisierungen

Die in Kapitel 2.2 beschriebene Privatisierung der Staatsbetriebe der Sowjetunion in den 1990er-Jahren hatte tiefgreifende Folgen für das wirtschaftliche Umfeld Russlands. Die in den vorangegangenen Abschnitten beschriebenen Probleme des rudimentär ausgebildeten rechtlichen Umfelds in Russland, der hohen Eigentümerkonzentrationen und Vorherrschaft von Insidern in den privatisierten Unternehmen, stellt nur einen Auszug der Versäumnisse in Bezug auf effiziente Corporate Governance-Maßnahmen dar. Das Auftreten der letzten beiden Punkte kann direkt mit den Fehlern in der Zeit der Privatisierungen in Zusammenhang gebracht werden. Beide Punkte stellen ein großes Hemmnis für die russische Wirtschaft dar, da sie abschreckend für externe Investoren wirken und somit die Möglichkeit zur externen Finanzierung durch den Wertpapiermarkt behindern.

Als letztes Kapitel des theoretischen Teils widmet sich diese Diplomarbeit der Geschichte der Entwicklung und der Darstellung des russischen Wertpapiermarktes im Allgemeinen und der des wichtigsten russischen Leitindex RTSI im Speziellen.

2.4 Der russische Wertpapiermarkt

Wie im Kapitel 2.1 bereits beschrieben, richten sich die Empfehlungen und Maßnahmen der Corporate Governance hauptsächlich an börsennotierte Unternehmen. Deren grundlegende Möglichkeit zur Finanzierung über den Wertpapiermarkt wird einerseits durch interne Maßnahmen wie in Abschnitt 2.1.2.3 bis 2.1.2.6 beschrieben, verbessert, welche in Abschnitt 2.1.3 empirisch belegt wurden, andererseits ist es von fundamentaler Bedeutung, dass der Wertpapiermarkt an sich die reibungslose Abwicklung und Interaktion mit den Stakeholdern zulässt. In Kapitel 2.1.3.1 wurde bereits angesprochen, dass Unternehmen bis zu einem bestimmten Grad den unvollständigen rechtlichen und institutionellen Rahmen im Kapitalmarkt ausgleichen können (Klapper, et al., 2002 S. 21). Dieser Abschnitt stellt den in dieser Diplomarbeit behandelten russischen Wertpapiermarkt sowohl auf Basis der

historischen Entwicklung und Relevanz, als auch die bekannten Probleme innerhalb dieses, dar.

2.4.1 Entwicklung des Russian Trading System

Zeitnah mit der Massenprivatisierung 1994 begann in Russland ein Wertpapiermarkt zu entstehen. Der Großteil des Handels fand außerbörslich organisiert statt. Bis Ende 1995 etablierte sich mit dem „Russian Trading System“ (RTS), zu Beginn nur als Informationssystem, die erste zentralisierte Wertpapierbörse Russlands mit Parketthandel. Der darauffolgende Start des „Russian Trading System Index“ (RTSI) rückte den russischen Aktienmarkt endgültig in das Bewusstsein der nationalen und besonders der internationalen Investoren, die als Hauptzielgruppe des RTS gesehen wurden (Novikova, 2005 S. 43). Der russische Wertpapiermarkt ist sehr stark auf die Hauptstadt konzentriert. In Moskau finden nahezu 90% aller Wertpapiergeschäfte statt (Novikova, 2005 S. 40). In der Zeitperiode von Gründung bis 2005 wuchs der russische Wertpapiermarkt auf einen der größten der Schwellenländer an. Im Jahr 2005 betrug die Marktkapitalisierung rund 600 Mrd. USD. Dies entspricht 80% des Bruttoinlandsproduktes von Russland. Die Entwicklung im Laufe dieser Zeit ging eng mit den Kapitalmärkten der restlichen Schwellenländer sowie makroökonomischer Faktoren, wie Rohstoffpreise oder Währungsschwankungen, einher. Diese schlugen sich stark auf die Kurse nieder (Goriaev, et al., 2006 S. 3f).

Der RTSI ist der wichtigste Index des russischen Aktienmarktes (Goriaev, et al., 2006 S. 6). Die nachfolgende Grafik (Abbildung 2-3) verdeutlicht den Einfluss wichtiger politischer und wirtschaftlicher Schlüsselereignisse auf die Performance des RTSI.



Abbildung 2-3: Wichtige Einflussfaktoren im RTSI 1995-2006⁷

Das erste dieser politischen Schlüsselereignisse war die Wiederwahl Boris Jelzins zum russischen Präsidenten im Jahr 1994. Diese hatte zweifelsohne eine positive Auswirkung auf den RTSI der großteils von internationalen Investoren geprägt wurde, die in der Wiederwahl Jelzins die endgültige Bestätigung für die Transformation Russlands zu einer westlich orientierten Marktwirtschaft sahen. 1998 wurden diese Annahmen durch die Russland-Krise jäh beendet. Der RTSI verlor in Folge dieser 93% gegenüber dem Vorkrisenniveau (Goriaev, et al., 2006 S. 8). Die Wahl Wladimir Putins zum neuen russischen Präsidenten im Jahr 2000 löste infolge der mit seiner Präsidentschaft einhergehenden internen Faktoren, wie makroökonomische Stabilität und einer fundierten Fiskalpolitik, ausgelöst durch radikale Steuerreformen und der Einführung einer Flat-Tax auf Einkommen von 13%, sowie des externen Faktors, dem Anstieg des Öl-Preises ab Mitte 2000, eine spektakuläre Kursrally des RTSI aus. Zwischen Oktober 2001 und April 2004 stieg der Index um 334% (Goriaev, et al., 2006 S. 9f). Trotz allem bleibt der russische Kapitalmarkt nach wie vor unterentwickelt. Der Wertpapiermarkt ist nach wie vor klein, illiquide und ist gezeichnet von Informations-Asymmetrien, was sich auf die Kosten für externe Finanzierung niederschlägt (Lazareva, et al., 2007 S. 7).

⁷ (Goriaev, et al., 2006 S. 21)

2.4.2 Probleme des russischen Kapitalmarktes

- Faktoren wie politische Entscheidungen, makroökonomische Entwicklungen oder Corporate Governance-Skandale wirken sich mit hoher Empfindlichkeit auf den Kursverlauf an russischen Börsen aus (Goriaev, et al., 2006 S. 15).
- Aufgrund des vorangegangenen Punktes präferieren viele russische Unternehmen ihre IPO in stabileren Kapitalmärkten durchzuführen (z.B.: an der Londoner Stock Exchange (LSE)). Um dieser Entwicklung Einhalt zu gebieten, beschloss die russische Finanzmarktaufsicht ein Gesetz, welches besagt, dass mindestens 30% neu aufgelegter Wertpapiere an russischen Börsen platziert werden müssen (Lazareva, et al., 2007 S. 7).
- Der russische Wertpapiermarkt ist vom Rohstoffsektor dominiert, welcher die Mehrheit der Marktkapitalisierung ausmacht. Die Konzentration der Marktkapitalisierung auf einige Wenige zeigt sich in der nachfolgenden Grafik (Abbildung 2-4). Es ist zu beachten, dass 33% der in der Abbildung gezeigten Kapitalisierung vom staatlichen Erdgasmonopolisten Gazprom ausgehen (Lazareva, et al., 2007 S. 8).

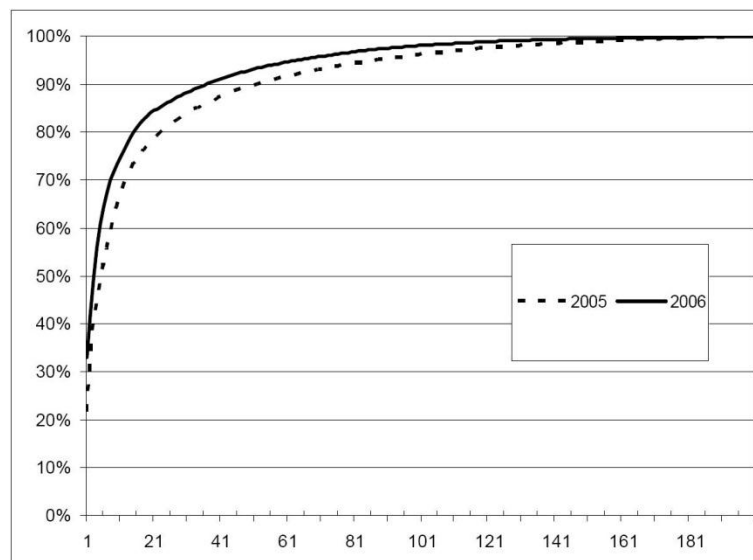


Abbildung 2-4: Marktkapitalisierung der 200 größten Unternehmen im RTS 2006⁸

⁸ (Lazareva, et al., 2007 S. 8)

- Erst wenn die oben beschriebenen Faktoren nicht auf den Kurs des Wertpapiers einwirken, bekommen traditionelle Risikofaktoren Bedeutung, um Kursschwankungen zu erklären (Goriaev, et al., 2006 S. 15).

2.4.3 Bedeutung des RTSI

Dieser Abschnitt stellt den RTSI im Vergleich mit zwei wichtigen europäischen Aktienindizes dar, welche im empirischen Teil ebenfalls als Gegenüberstellungen verwendet werden. Zum Einen den für die Londoner Börse wichtigen FTSE100-Index und zum Anderen den deutschen Leitindex DAX (vgl. Tabelle 2-IV).

Index	Standort	Anzahl der Wertpapiere	Marktkapitalisierung 2010 (Mio. USD)
RTSI	RTS Börse, Moskau	50	789.829
DAX	Deutsche Börse, Frankfurt	30	987.932
FTSE 100	London Stock Exchange, London	100	2.560.056

Tabelle 2-IV: Indizes-Eigenschaften⁹

Der erste Vergleichswert, der die Bedeutung der Indizes für die Volkswirtschaft darstellt, ist die in Abbildung 2-5 dargestellte Marktkapitalisierung im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt für das Jahr 2010.

⁹ Quelle: Bloomberg

¹⁰ Quelle: Bloomberg

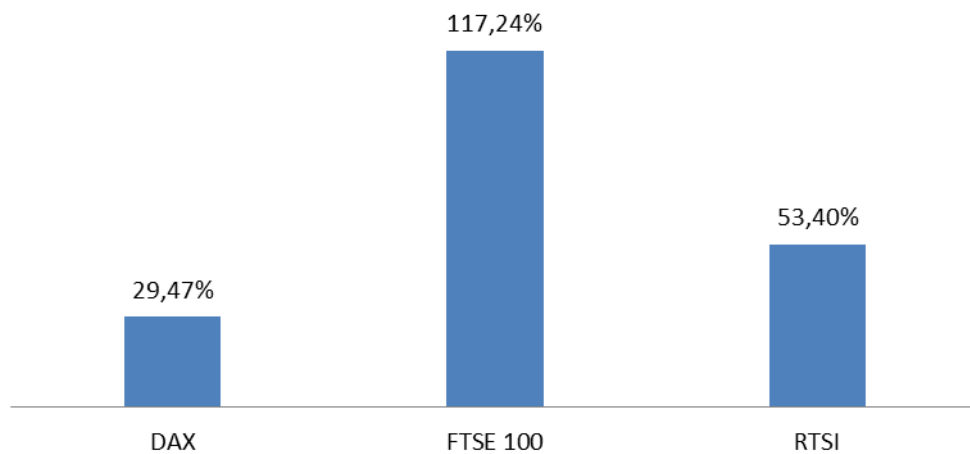


Abbildung 2-5: Marktkapitalisierung gemessen am BIP¹⁰

Aus der Abbildung geht deutlich die Dominanz des Londoner Finanzplatzes hervor, aber auch die relativ geringere Bedeutung des Kapitalmarkts in Deutschland, der wie in Kapitel 2.1.3.2 den Schwerpunkt für Finanzierung im Bank-basierenden System hat. Die Marktkapitalisierung liegt zwar in absoluten Zahlen vor jener Russlands, doch drückt die Stärke der deutschen Volkswirtschaft das Verhältnis unter den Anteil des russischen RTSI, der mit rund 53% des Bruttoinlandsproduktes über dem Deutschlands, aber deutlich unter dem Gewicht des britischen Leitindex liegt (vgl. Abbildung 2-5).

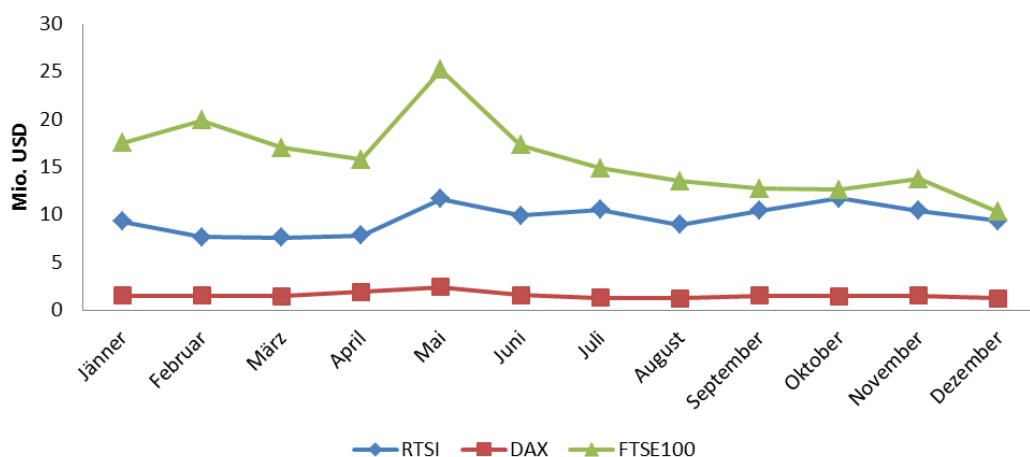


Abbildung 2-6: Durchschnittliches Handelsvolumen Pro Wertpapier¹¹

¹⁰ Quelle: Bloomberg

¹¹ Quelle: Bloomberg, Amadeus

Auch für den Vergleich des durchschnittlichen Handelsvolumens in USD pro Monat und Wertpapier des jeweiligen Index setzten sich diese Beobachtungen fort. Wenn auch der RTSI in diesem Falle wie in Abbildung 2-6 dargestellt zum FTSE100 teilweise aufschließt.

2.4.4 Zusammenfassung des russischen Wertpapiermarktes

Wenngleich jung, ist der russische Wertpapiermarkt 15 Jahre nach dessen institutioneller Schaffung durch die Gründung des Russian Trading System heute ein einflussreicher Faktor für die russische Wirtschaft gemessen am Bruttoinlandsprodukt. Insbesondere der RTS-Index ist gemessen an seiner Marktkapitalisierung ein ernstzunehmender Faktor der europäischen Börsenlandschaft geworden. Trotz allem leidet dieser Markt nach wie vor an „Kinderkrankheiten“ und ist überdurchschnittlich anfällig für externe Einflüsse.

3 Empirische Untersuchung

Nach Absteckung der theoretischen Rahmenbedingungen beschäftigt sich dieser Teil der vorliegenden Arbeit mit der empirischen Darstellung und Überprüfung der aufgestellten Thesen für den RTSI im Jahr 2010. Der nachfolgende empirische Teil ist einhergehend mit den aufgestellten Hypothesen, nach einem Abschnitt der die verwendeten Termini definiert, zweigeteilt. Zu Beginn erfolgt eine qualitative Darstellung der Eigentümerstruktur des RTSI, gefolgt von der quantitativen Analyse mit drei ausgewählten betriebswirtschaftlichen Kennzahlen.

3.1 Einführung und Thesen

Die zwei nachfolgenden Thesen dieser Diplomarbeit sind thematisch an die aufgezeigten Probleme in Kapitel 2.3 angelehnt. Die erste Fragestellung, „Eigentümerstruktur“, geht auf die grundsätzlichen Eigenschaften der Eigentümerstruktur, Eigentümerkonzentration bzw. der Auslagerung der Muttergesellschaften in Form von Investmentgesellschaften in ein Steuerparadies ein. These 2 benutzt die vorangegangenen Ergebnisse, um Unterschiede in der Performance daraus zu interpretieren, sowie den Vergleich mit anderen Leitindizes herzustellen.

3.1.1 These 1: Eigentümerstruktur

Wie bereits Guriev et al. 2004 gezeigt hat, befindet sich ein Großteil der russischen Unternehmen im Mehrheitsbesitz von großen privaten Investoren¹². Diese Diplomarbeit geht davon aus, dass diese Situation auch für jene Unternehmen gilt, welche 2010 im wichtigsten russischen Leitindex RTSI vertreten waren. In Anbetracht dessen, dass der RTSI im Jahr 2010 eine Marktkapitalisierung von rund 54% des Bruttoinlandsprodukts Russlands hatte, zeigt sich bei Annahme dieser Behauptung, dass Oligarchen der wichtigste private Einflussfaktor im russischen Kapitalmarkt sind und in weiterer Folge einen nicht zu vernachlässigenden Faktor der russischen Volkswirtschaft darstellen. Als Detailspekte dieser These wird spezielles Augenmerk auf die Frage der besonders betroffenen Branchen sowie der Art der Beteiligung gelegt.

Zur Untersuchung dieses Punktes wird folgendermaßen vorgegangen:

¹² Vgl. Abschnitt 2.3.2

- Darstellung aller Unternehmen die im Russian Trade System Index im Jahr 2010 vertreten waren, bzw. vorübergehend vertreten waren.
- Isolierung und Kategorisierung des „General Ultimate Owners“ (GUO) dieser Betriebe.
- Vergleich der GUO-Kategorien insgesamt und nach Wirtschaftsbereichen auf Basis der Marktkapitalisierung bzw. Hervorhebung der Herkunft der Unternehmen, über die die Beteiligung ausgeübt wird.

3.1.2 These 2: Unterschiede der Performance

Diese Behauptung baut auf These 1 auf. Es wird unterstellt, dass sich die Performance der wichtigsten Aktiengesellschaften je nach Eigentümerart unterscheidet. Aufgrund der Tatsache, dass lediglich zwei Unternehmen im RTSI 2010 keinen russischen Eigentümer hatten, wird das Ausprägungsmerkmal „Herkunft“ in dieser Arbeit vernachlässigt. Näher eingegangen wird auf das Merkmal „Eigentümerart“, deren Basiswerte aus den vorangegangenen Ergebnissen dieser Arbeit stammen¹³. Die These behauptet, dass man auf Basis dieses Ausprägungsmerkmals als auch der Wirtschaftsbereiche, Rückschlüsse auf unterschiedliche Performance der untersuchten Unternehmen ziehen kann. Zum internationalen Vergleich erfolgt eine Gegenüberstellung mit den Unternehmen des deutschen DAX-Index und des britischen FTSE 100-Index.

¹³ Vgl. Abbildung 3-1

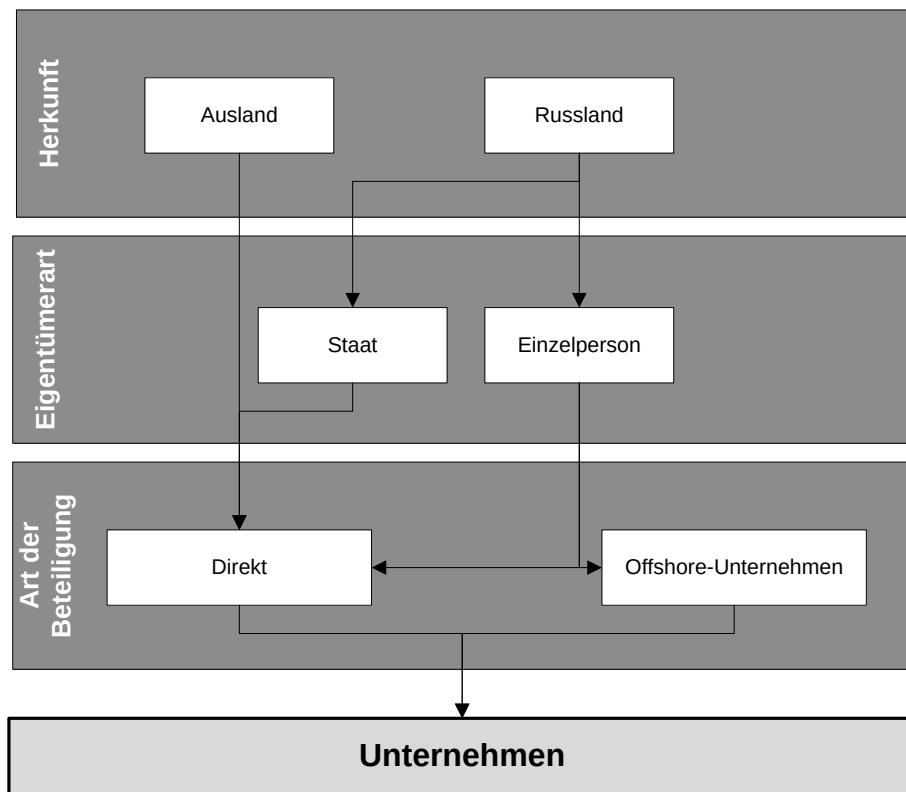


Abbildung 3-1: Bestimmungsmerkmale des GUO

3.1.3 Definition für Eigentümerstruktur

Der in dieser Arbeit verwendete Terminus „GUO – General Ultimate Owner“ wird in der Form verwendet, als dass „GUO“ als derjenige Eigentümer bezeichnet wird, bei dem das Eigentum als natürliche Person wahrgenommen wird. Der Fall, dass der GUO keine natürliche Person ist bzw. der Streubesitz als größter Anteilseigner (und somit kein letzthcher „Besitzer“ ausgemacht werden kann) aufscheint, kommt im untersuchten Sample nicht vor. Ein Sonderfall des GUO ist die öffentliche Hand. Dieser wird in Folge als GUO „Staat“ bezeichnet. Des Weiteren wird auf die beiden Unternehmen „OGK-4“ und „WBD-Foods“ in der folgenden Analyse nicht weiter eingegangen, da deren GUOs zur Untersuchungsperiode ausländische Unternehmen waren.¹⁴

¹⁴ OGK-4 ist im Mehrheitsbesitz von E.ON und WBD-Foods im Mehrheitsbesitz der Deutschen Bank.

In der nachfolgenden Aufstellung kommen drei Typen von „General Ultimate Owner“ vor:

3.1.3.1 Direkter Besitz

Im Falle des „Direkten Besitzes“ ist das Verhältnis des GUO zum Unternehmen ein direktes Besitzverhältnis, wobei der GUO persönlich als größter Anteilseigner auftritt.

Beispiel Mechel¹⁵:

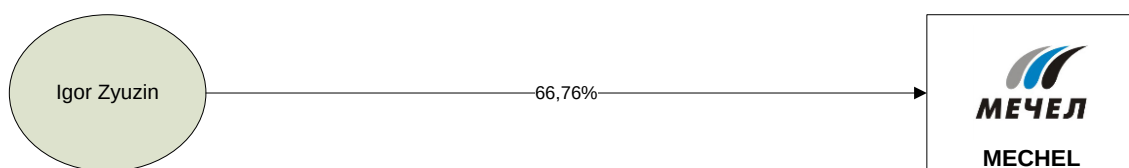


Abbildung 3-2: Beispiel „Direkter Besitz“

3.1.3.2 Indirekter Besitz

„Indirekter Besitz“ bezeichnet ein Besitzverhältnis, das über mehrere Stufen (Mutter- / Tochterunternehmen) erfolgt. Jede Stufe ist dadurch gekennzeichnet, dass sie der Mehrheitseigentümer der darunterliegenden Stufe ist. Die oberste Stufe geht einher mit dem Typ „Direkter Besitz“.

Beispiel Ufaneftekhim¹⁶:

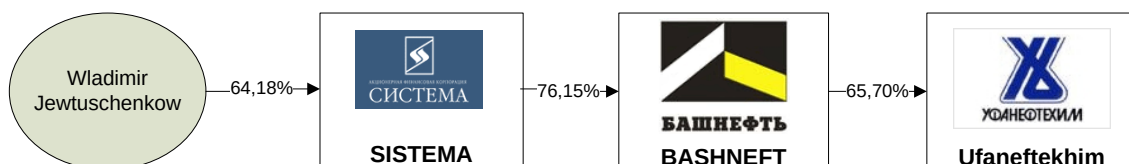


Abbildung 3-3: Beispiel „Indirekter Besitz“

¹⁵ Vgl. Tabelle 3-II

¹⁶ Vgl. Tabelle 3-II

3.1.3.3 Besitz über Offshore-Unternehmen

Als Spezialfall des Typs „Indirekter Besitz“ fungiert die Art „Besitz über Offshore-Unternehmen“. Dieser Besitz-Pfad geht ebenfalls über mehrere Stufen, mit der Besonderheit, dass sowohl GUO, als auch das Unternehmen zwar in Russland ansässig sind, sich aber eine oder mehrere dazwischenliegende Stufen in einem Steuerparadies befinden.

Beispiel M.Video¹⁷:

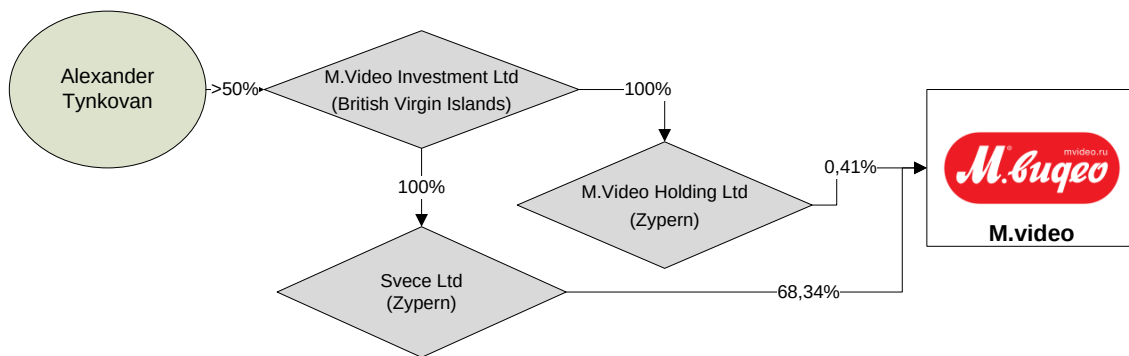


Abbildung 3-4: Beispiel „Besitz über Offshore-Unternehmen“

3.1.4 Definitionen für die Performancemessung

Für die Aussagen über die Performance und Marktrelevanz der untersuchten Unternehmen werden die folgenden vier Kennzahlen verwendet:

- Marktkapitalisierung
- Return on Equity
- EBITDAT-Marge
- Tobins Q

Diese Kennzahlen geben einen guten Überblick über unterschiedlichste Aspekte von Unternehmensbewertungen. Marktkapitalisierung deckt den Aspekt des Gewichtes des Unternehmens im Index ab, wohingegen die Kennzahl „Return on Equity“ die Rentabilität für Shareholder darstellt. Als Größe für den Unternehmenserfolg wird die EBITDAT-Marge herangezogen. Tobins Q liefert Informationen über die Eigenschaften

¹⁷ Vgl. Tabelle 3-II

der Bewertung des Unternehmens am Markt. Nachfolgend werden diese Kennzahlen mit Ausnahme des Umsatzes umfassender definiert und erklärt.

3.1.4.1 Marktkapitalisierung

Um den aktuellen Marktwert des Eigenkapitals einer Aktiengesellschaft zu ermitteln, ist die gängigste Kennzahl die der Marktkapitalisierung. Errechnet wird dieser Wert durch die Multiplikation der Anzahl der ausstehenden Aktien mal dem Preis, also dem Aktienkurs dieser. Die Marktkapitalisierung ist neben der Liquidität (die durch zunehmendes Interesse an den Aktien des Unternehmens erhöht wird und dadurch mit der Marktkapitalisierung einhergeht) die wichtigste Entscheidungsgrundlage für die Frage, ob ein Unternehmen in den Leitindex aufgenommen wird oder nicht. Die Aufnahme in einen dieser Indizes wiederum steigert die Aufmerksamkeit von internationalen Investoren und wirkt sich somit positiv auf Marktkapitalisierung und Liquidität aus (Wiehle, et al., 2008 S. 117). Diese Kennzahl wird in dieser Arbeit zur Abschätzung des Gewichtes innerhalb des Index herangezogen.

3.1.4.2 EBITDA-Marge

Die EBITDA-Marge ist eine Performance-Kennzahl, die aufgrund der Bereinigung von unterschiedlichen Abschreibungsmodalitäten, Rechnungslegungs- sowie Steuergesetzen, sowohl im nationalen als auch im internationalen Vergleich gute Auskunft über die Ertragskraft eines Unternehmens gibt. Sie gibt an, welchen Anteil der erwirtschaftete Gewinn vor Zinsen, Steuern sowie Abschreibungen am Umsatz hat und zeigt, dass im Falle einer positiven Marge, das Geschäftsmodell grundsätzlich funktionsfähig ist (Wiehle, et al., 2008 S. 62).

3.1.4.3 Return on Equity (ROE)

Um die Verzinsung des von Aktionären eingesetzten Kapitals zu erfahren, bedient man sich der Kennzahl „Return on Equity“, kurz ROE oder auch „Eigenkapitalrentabilität“. Diese Kennzahl errechnet sich aus dem Verhältnis des Jahresüberschusses zum Eigenkapital in einer Periode. Mittelfristig streben Aktionäre einen ROE an, der höher als der Kapitalmarktzins zuzüglich einer Risikoprämie ist. Einer der Vorteile dieser

Kennzahl besteht darin, dass sie branchenübergreifend eingesetzt, und gut zu Vergleichszwecken herangezogen werden kann (Wiehle, et al., 2008 S. 66).

3.1.4.4 Tobins Q

Abseits der klassischen betriebswirtschaftlichen Kennzahlen hat die Tobins Q einen wichtigen Platz in der Analyse von Investitionsverhalten gewonnen. Die Idee hinter dieser Kennziffer ist es, ein Verhältnis zwischen dem Marktwert eines Unternehmens und dessen Wiederbeschaffungswert aufzustellen. Da die genaue Errechnung dieses Wertes nur bei sehr hohem Informationsstand durchgeführt werden kann, hat der Einzug in die Standard-Analysewerkzeuge der Unternehmen noch nicht stattgefunden. Um dieses Manko auszugleichen wurde eine approximative Form der Tobins Q entwickelt, die auf Basis der in Geschäftsberichten erhaltenen Informationen hergeleitet werden kann (Chung, et al., 1994 S. 70f).

$$\text{Tobins Q} = \frac{\text{Marktkapitalisierung} + \text{ausstehende Aktien} + \text{kurzfristige Verschuldung}}{\text{Gesamtwert der Aktiva}}$$

Formel 1: Tobins Q¹⁸

Ein Ergebnis dieser Berechnung mit dem Wert „1“ sagt aus, dass die Bewertung durch den Wertpapiermarkt genau dem tatsächlichen Unternehmenswert entspricht. Ist dieser Wert kleiner als eins dient dies als Zeichen, dass die Aktie unterbewertet ist, da der Gesamtwert der Firma größer ist, als es ihr der Markt zugesteht. Vice Versa bedeutet ein Wert größer eins die Überbewertung des Unternehmens, da der Marktwert die Wiederbeschaffungskosten übersteigt. In der vorliegenden Arbeit wird die Tobins Q rein zur Erhebung der vorangegangenen Eigenschaften verwendet, wenngleich diese Kennzahl auch für andere Analyse-Schwerpunkte eingesetzt werden kann¹⁹.

¹⁸ Vgl. Chung, et al., 1994 S. 71

¹⁹ Griffith, 1999 zeigte anhand der Tobins Q, dass der Unternehmenswert sowohl von der Eigentümerstruktur an sich, als auch vom Anteil des CEOs am Unternehmen beeinflusst wird (Griffith, 1999 S. 7).

3.1.4.5 Quellen der Unternehmenskennzahlen

Die Basis aller in dieser Arbeit verwendeten Kennzahlen, falls nicht anders angegeben, stellen die Erhebungen aus den Wirtschaftsinformationsdatenbanken Amadeus bzw. Bloomberg, als auch den jeweiligen Geschäftsberichten²⁰ der angegebenen Unternehmen dar. Im Falle von widersprüchlichen Erhebungsergebnissen wurden primär die Informationen lt. Geschäftsberichten verwendet, oder bei leichten Abweichungen der Mittelwert der jeweiligen Kennzahl. Bei errechneten Werten wurde darauf geachtet, dass möglichst wenige unterschiedliche Quellen für die Berechnungsgrundlage pro Kennzahl verwendet wurden. Alle „Absolut-Angaben“ von Geldwerten verstehen sich, falls nicht anders angegeben, in Euro. Zur Umrechnung in Euro dienten die Durchschnittswchselkurse des Jahres 2010²¹.

3.2 Eigentümerstruktur im RTS-Index 2010

Der erste analysierte Aspekt dieser Arbeit liefert die Basis der Argumentation zur Annahme oder Verwerfung der These 1. Auf Basis unterschiedlicher Analyseebenen und Blickwinkel, die analog zu Abbildung 3-1 herangezogen werden, werden die Fragen der Eigentümerstruktur an sich und deren Branchenverteilung untersucht.

3.2.1 Überblick

Der RTS-Index²² setzte sich wie in Tabelle 3-I dargestellt zusammen²³. Speziell darauf hingewiesen werden muss, dass in der Untersuchung Unternehmen des Bankensektors aus dem Sample exkludiert wurden. In weiterer Folge versteht sich die Bezeichnung „alle im RTS-Index vertretenen Unternehmen“ immer exklusive im RTS-Index vertretener Unternehmen des Bankensektors²⁴. Aufgrund von Umstrukturierungen waren fünf Unternehmen nicht das vollständige Jahr 2010 im Index vertreten. Diese Unternehmen sind in nachfolgender Tabelle (Tabelle 3-I) unterstrichen dargestellt. Die Branchenzuordnung basiert weitestgehend auf der Selbsteinstufung laut Geschäftsberichten und Zuordnung zu den für diese Diplomarbeit

²⁰ Vgl. Abschnitt 5.2

²¹ Vgl. <http://www.xe.com/ucc/>

²² Im Folgenden gilt für alle Beschreibungen des RTSI falls nicht anders angegeben das Jahr 2010

²³ Vgl. (RTS Exchange)

²⁴ Dies gilt analog auch in weitere Folge für die Vergleichs-Indizes DAX und FTSE 100

zusammengefassten individuellen Branchengruppen²⁵. Im Falle, dass ein Unternehmen in mehreren dieser Branchengruppen wirtschaftlich tätig ist, wurde es in jene Gruppe eingestuft, in der das Hauptgeschäftsfeld laut Geschäftsbericht liegt.

Nr.	Unternehmen	Ticker	Branche
1.	Sistema	AFKS	Mischkonzern
2.	Aeroflot	AFLT	Transportwesen
3.	Acron	AKRN	Chemische Industrie
4.	Bashneft	BANE	Mineralöl und Erdgas
5.	Severstal	CHMF	Minen und Metallurgie
6.	SibirTelekom	ENCO	Telekommunikation
7.	CenterTelecom	ESMO	Telekommunikation
8.	FGC UES	FEES	Energieversorgung
9.	Gazprom	GAZP	Mineralöl und Erdgas
10.	Norilsk Nickel	GMKN	Minen und Metallurgie
11.	RusHydro	HYDR	Energieversorgung
12.	<u>Inter RAO</u>	IRAO	Energieversorgung
13.	Lukoil	LKOH	Mineralöl und Erdgas
14.	<u>LSR Gruppe</u>	LSRG	Bauwesen und Immobilien
15.	MMK	MAGN	Minen und Metallurgie
16.	Magnit	MGNT	Einzelhandel
17.	IDGC Holding	MRKH	Energieversorgung
18.	MosEnerg	MSNG	Energieversorgung
19.	Mechel	MTLR	Minen und Metallurgie
20.	MTS	MTSS	Telekommunikation
21.	M.Video	MVID	Einzelhandel
22.	NCSP	NMTP	Transportwesen
23.	VolgaTelecom	NNSI	Telekommunikation
24.	OGK-1	OGKA	Energieversorgung
25.	OGK-2	OGKB	Energieversorgung
26.	OGK-3	OGKC	Energieversorgung
27.	OGK-4	OGKD	Energieversorgung
28.	Pharmstandard	PHST	Pharmaindustrie
29.	Polyus Gold	PLZL	Minen und Metallurgie
30.	Polymetal	PMTL	Minen und Metallurgie
31.	Raspadskaja	RASP	Minen und Metallurgie
32.	Rosneft	ROSN	Mineralöl und Erdgas
33.	Gazprom Neft	SIBNE	Mineralöl und Erdgas
34.	Silvinit	SILV	Minen und Metallurgie

²⁵ Vgl. Tabelle 3-VI

35.	Surgutneftegas	SNGS	Mineralöl und Erdgas
36.	North-West Telecom	SPTL	Telekommunikation
37.	Sollers	SVAV	Fahrzeugindustrie
38.	Tatneft	TATN	Mineralöl und Erdgas
39.	Uralkali	URKA	Chemische Industrie
40.	VSMPO-AVISMA	VSMO	Minen und Metallurgie
41.	WBD Food	WBDF	Nahrungsmittel
42.	<u>OPIN</u>	OPIN	Bauwesen und Immobilien
43.	<u>Ufaneftekhim</u>	UFNC	Mineralöl und Erdgas
44.	Uralsvyazinform	URSI	Telekommunikation
45.	<u>AvtoVAZ</u>	AVAZ	Fahrzeugindustrie
46.	NLMK	NLMK	Minen und Metallurgie
47.	NovaTek	NVTK	Mineralöl und Erdgas

Tabelle 3-I: 2010 im RTSI vertretene Unternehmen

3.2.2 Eigentümerarten im RTSI 2010

Im Folgenden werden die Unternehmen, die bereits in Tabelle 3-I vorgestellt wurden, detaillierter dargestellt. Insbesondere erfolgt die Aufteilung nach General Ultimate Owner²⁶. Des Weiteren wird der Anteil des größten Anteilseigners angegeben und für die Kategorie Einzelperson als GUO die Art und Eigenschaften des Besitzpfades dargestellt.

3.2.2.1 Einzelpersonen als GUO

Dieser Abschnitt isoliert diejenigen Unternehmen im RTSI 2010, deren General Ultimate Owner eine natürliche Person ist (vgl. Tabelle 3-II), unabhängig davon über wie viele Besitz-Stufen der Besitz-Pfad verläuft oder ob das Unternehmen über ein oder mehrere Unternehmen besessen wird. Die Spalte „Direkt?“ gibt allerdings darüber Auskunft, ob der Besitz „direkt“ oder „indirekt“ oder über ein oder mehrere „Offshore-Unternehmen“ erfolgt. Die Spalte „Anteil“ gibt den summierten Anteil des GUOs am Unternehmen an.

Nr.	Unternehmen	GUO	Anteil	Direkt?	Quelle
1.	Sistema	Wladimir Jewtuschenkow	64,18%	Ja	²⁷
3.	Acron	Viatcheslav Moshe Kantor	71,46%	Nein	²⁸

²⁶ Vgl. Abschnitt 3.1.3

²⁷ Sistema; Key Figures

4.	Bashneft	Wladimir Jewtuschenkow	76,50%	Nein	²⁹
5.	Severstal	Alexei Mordaschow	82,37%	Ja	³⁰
10.	Norilsk Nickel	Vladimir Potanin	29,9%	Nein	^{31 32}
13.	Lukoil	Vagit Alekperov	20%	Ja	³³
14.	LSR Gruppe	Andrei Molchanov	62%	Nein	^{34 35}
15.	MMK	Viktor Rashnikov	86%	Nein	³⁶
16.	Magnit	Sergei Galitsky	41,09%	Ja	³⁷
19.	Mechel	Igor Zyuzin	66,76%	Ja	³⁸
20.	MTS	Wladimir Jewtuschenkow	50,8%	Nein	³⁹
21.	M.Video	Alexander Tynkovan	68,75%	Nein	⁴⁰
22.	NCSP	Alexander Ponomarenko	50,1%	Nein	^{41 42}
26.	OGK-3	Vladimir Potanin	66,75%	Ja	⁴³
28.	Pharmstandard	Viktor Haritonin	54,31%	Nein	^{44 45}
29.	Polyus Gold	Suleyman Kerimov	37,86%	Ja	⁴⁶
30.	Polymetal	Alexander Nesis	19%	Nein	⁴⁷
31.	Raspadsckaja	Alexander Vagin	40%	Nein	⁴⁸
34.	Silvinit	Suleyman Kerimov	17,16%	Nein	⁴⁹
35.	Surgutneftegas	Vladimir Bogdanov	40,16%	Ja	⁵⁰
37.	Sollers	Vadim Shvestov	58%	Ja	⁵¹
39.	Uralkali	Suleyman Kerimov	17,16%	Nein	⁵²
42.	OPIN	Mikhail Prokhorov	72%	Nein	^{53 54}
43.	Ufaneftexhim	Wladimir Jewtuschenkow	65,7%	Nein	⁵⁵
45.	AvtoVAZ	Ruben Vardanyan	25,64%	Nein	⁵⁶
46.	NLMK	Vladimir Lisin	85,54%	Nein	^{57 58}

²⁸ Acron: Annual Report 2010, S. 64

²⁹ Bashneft: Russia Today (30.03.2009)

³⁰ Severstal: Annual Report 2010, S. 90

³¹ MMC Norilsk Nickel: Vedomosti (29.12.2008)

³² MMC Norilsk Nickel: Interros Corporate Governance

³³ Forbes Magazine – Profil Vagit Alekperov

³⁴ LSR Gruppe: Annual Report 2010, S. 77

³⁵ LSR Gruppe: Interfax (09.09.2010)

³⁶ MMK: MMK in Brief

³⁷ Magnit: Interimistischer Finanzbericht 1. HJ 2011, S. 7

³⁸ Mechel: Annual Report 2010. S. 225

³⁹ MTS: Eigentümerstruktur

⁴⁰ M.Video: Annual Report 2010, S. 47f

⁴¹ NCSP: Forbes Magazin Russia (2011)

⁴² NCSP: Eigentümerstruktur

⁴³ OGK-3: Interimistischer Finanzbericht 1.HJ 2010, S. 9

⁴⁴ Pharmstandard: Vedomosti (28.03.2008)

⁴⁵ Pharmstandard: Eigentümerstruktur

⁴⁶ Polyus Gold: Annual Report 2010, S. 74

⁴⁷ Polymetal: ICT Group (2010)

⁴⁸ Raspadsckaja: Corporate Presentation von OAO Raspadsckaja 2010, S. 3

⁴⁹ Uralkali: Annual Report 2010; S. 17ff

⁵⁰ Surgutneftegas: Forbes Magazin Russia (2010)

⁵¹ Sollers: Company News (05. Februar 2007)

⁵² Uralkali: Eigentümerstruktur

⁵³ OPIN: Information for Shareholders

⁵⁴ OPIN: Onexim Group (2008)

⁵⁵ Ufaneftexhim: Group Structure

⁵⁶ AvtoVAZ: Vedomosti (25.09.2009)

⁵⁷ NLMK: Eigentümerstruktur

47.	NovaTek	Leonid Michelson	27,17%	Ja	⁵⁹
-----	---------	------------------	--------	----	---------------

Tabelle 3-II: Unternehmen im Besitz von Einzelpersonen

Nachfolgende Tabelle 3-III isoliert diejenigen Unternehmen aus der vorangegangenen Tabelle 3-II deren Besitzpfad nicht direkt erfolgt. Der Terminus „Verbindungsunternehmen“ bezeichnet Firmen, die im Mehrheitsbesitz des GUOs sind und ihrerseits wiederum den größten Anteil der untersuchten Unternehmen im RTSI halten.

Nr.	Unternehmen	Verbindungsunternehmen	Herkunftsland
3.	Acron	Acronagroservice	Russland
		Questar Holdings Ltd.	
		Refco Holdings Ltd.	
		Granadilla Holdings Ltd.	
		Subero Associates Inc.	
4.	Bashneft	Sistema	Russland
10.	Norilsk Nickel	Interros	Russland
14.	LSR Gruppe	Streetlink Ltd.	Zypern
15.	MMK	Mintha Holding Ltd.	Zypern
		Fulnek Enterprises Ltd.	
20.	MTS	Sistema	Russland
21.	M.Video	M. Video Investment Ltd.	British Virgin Islands Zypern
		M. Video Holding Ltd.	
		Svece Ltd.	
22.	NCSP	Novoport Holding Ltd.	Virgin Islands
		Kadina Ltd.	
28.	Pharmstandard	Augment Investments Ltd.	Zypern
30.	Polymetal	ICT Group	Russland
31.	Raspadskaja	Adroliv Investment Ltd.	Zypern
		Corber Enterprises Ltd.	
34.	Silvinit	Uralkali	Russland
39.	Uralkali	Kaliha Finanace LTd.	Zypern
42.	OPIN	ONEXIM Group	Zypern
43.	Ufaneftekhim	Bashneft	Russland
45.	AvtoVAZ	Troika Dialog	Russland
46.	NLMK	Fletcher Group Holdings Ltd.	Zypern
		Fletcher Industrial Equity Fund Ltd	Bahamas

Tabelle 3-III: Verbindungsunternehmen und dessen Herkunftsland⁶⁰

⁵⁸ NLMK: Vedomosti (27.08.2007)

⁵⁹ NovaTek: Vedomosti (28.12.2010)

Die Herkunftsländer, die in Tabelle 3-III angegeben sind, werden mit Ausnahme Russlands, in weitere Folge als „Steuerparadies“⁶¹ bezeichnet (Dharmapala, et al., 2006 S. 32).

3.2.2.2 Staat als GUO

Im RTSI 2010 waren 18 Unternehmen vertreten, deren GUO der russische Staat oder eine ihm zugerechnete Gebietskörperschaft ist. Diese Unternehmen sind in nachfolgender Tabelle (Tabelle 3-IV) angeführt.

Nr.	Unternehmen	Anteil	Quelle
2.	Aeroflot	51,17%	⁶²
6.	SibirTelekom	50,67%	^{63 64}
7.	CenterTelecom	51%	⁶⁵
8.	FGC UES	79,48%	⁶⁶
9.	Gazprom	50%	⁶⁷
11.	RusHydro	57,97%	⁶⁸
12.	Inter RAO	66,15%	⁶⁹
17.	IDGC Holding	52,68%	⁷⁰
18.	MosEnergo	80,05%	⁷¹
23.	VolgaTelecom	50,67%	⁷²
24.	OGK-1	75,15%	⁷³
25.	OGK-2	78,31%	⁷⁴
32.	Rosneft	75,16%	⁷⁵
33.	Gazprom Neft	72,66%	⁷⁶
36.	North-West Telecom	39,53%	⁷⁷

⁶⁰ Quellen analog zu Tabelle 3-II

⁶¹ Lt. OECD-Bericht 2000 – zitiert nach Dharmapala, et al., 2006 S. 22

⁶² Aeroflot: Annual Report 2010, S. 86

⁶³ Sibirtelekom: Annual Report 2009, S. 117

⁶⁴ Sibirtelekom: Svyazinvest General Information

⁶⁵ CenterTelecom: Annual Report 2009, S. 49

⁶⁶ FGC UES: Share Capital Structure

⁶⁷ Gazprom: Shares

⁶⁸ RusHydro: Authorized Capital

⁶⁹ Inter RAO: Shareholder Structure

⁷⁰ IDGC Holding: Shareholder Structure

⁷¹ MosEnergo: Annual Report 2010, S. 8

⁷² VolgaTelecom: Annual Report 2009, S. 52

⁷³ OGK-1: Capital Structure

⁷⁴ OGK-2: Shareholders Equity Structure

⁷⁵ Rosneft: Shareholder Structure

⁷⁶ Gazprom Neft: Share Data

38.	Tatneft	33,6%	⁷⁸
40.	VSMPO-AVISMA	66%	⁷⁹
44.	Uralsvyazinform	41,38%	⁸⁰

Tabelle 3-IV: Unternehmen im Staatsbesitz

3.2.3 Auswertung nach Eigentümerstruktur

Ausgehend von Tabelle 3-II bis Tabelle 3-IV fügen die nachfolgenden Abschnitte ein Gesamtbild der Eigentümerstruktur und deren Ausformungen bzw. Gewichtung der unterschiedlichen Aspekte im RTSI zusammen.

Als Basis dienen die analog zu Abbildung 3-1 aufgegliederten Stufen der Eigentümerstruktur. In weiterer Folge werden Aspekte der Unternehmen in privater Hand näher betrachtet sowie die Unterschiede der vertretenen Wirtschaftsbranchen dargestellt.

3.2.3.1 Auswertung nach GUO-Art

Dieser Abschnitt legt den Fokus der Auswertung auf die Identität des General Ultimate Owners. Die nachfolgenden Kapitel analysieren die Eigentümerstruktur des RTSI sowohl nach der Häufigkeit innerhalb des Index, als auch auf Basis des Gewichtes, gemessen durch die Marktkapitalisierung.

3.2.3.1.1 Nach Häufigkeit

Die Zusammenführung der Tabellen 3-II und 3-III aus Abschnitt 3.2.3.1 und 3.2.3.2, angewandt auf das Schema der Abbildung 3-1 ergibt die nachfolgende Momentaufnahme der Eigentümerstruktur im RTSI 2010⁸¹. Die in den Verbindungspfaden eingetragenen Zahlen beziehen sich auf die jeweilige Anzahl der Beobachtungen, die in Klammer stehenden Prozentwerte zeigen die Anteile dieser Verbindungsarten innerhalb der Beobachtungsebene.

⁷⁷ North-West Telecom: Svyazinvest Annual Report 2009, S. 17

⁷⁸ Tatneft: Equity Structure

⁷⁹ VSMPO-AVISMA: Ownership structure 2007

⁸⁰ North-West Telecom: Svyazinvest Annual Report 2009, S. 23

⁸¹ Vgl. Abbildung 3-5

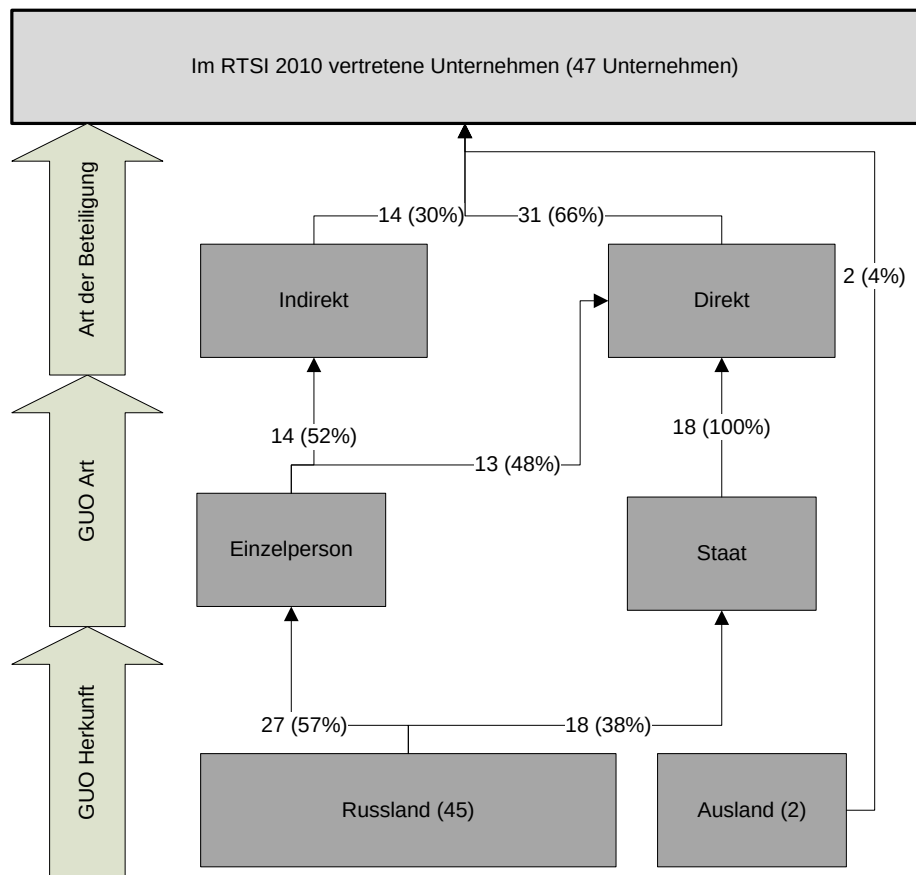


Abbildung 3-5: Eigentümerstruktur RTSI 2010

Anhand der Auswertungen kann man deutlich sehen, dass 2010 die Unternehmen im RTSI mit großer Mehrheit von 95% aus Russland stammen und entweder Staatsbetriebe sind (38%) oder sich in der Hand von Einzelpersonen befinden (57%). Des Weiteren sticht für die Ebene der GUO-Art „Einzelperson“ die nahezu gleiche Aufteilung von Unternehmen im direkten Besitz mit der des indirekten Besitzes ins Auge.

Um der Frage nachzugehen inwieweit der jeweils größte Anteilseigner die Kontrolle im Unternehmen wahrnehmen kann, wird der Median der Anteile des größten Aktionärs betrachtet. Wie bereits im theoretischen Teil dieser Diplomarbeit angesprochen gilt für Russland die Annahme, dass ein Eigentumsanteil von rund 25% für einen inländischen Investor ausreicht, um die Kontrolle über das gesamte Unternehmen innezuhaben (Shleifer, et al., 1997 S. 755). Der im untersuchten Datensatz errechnete Mediananteil des größten Anteilseigners beträgt bei beiden Kategorien sogar über 50%, wobei der

Staat als GUO mit 55,33% leicht über dem Mediananteil der Einzelpersonen mit 54,31% liegt⁸².

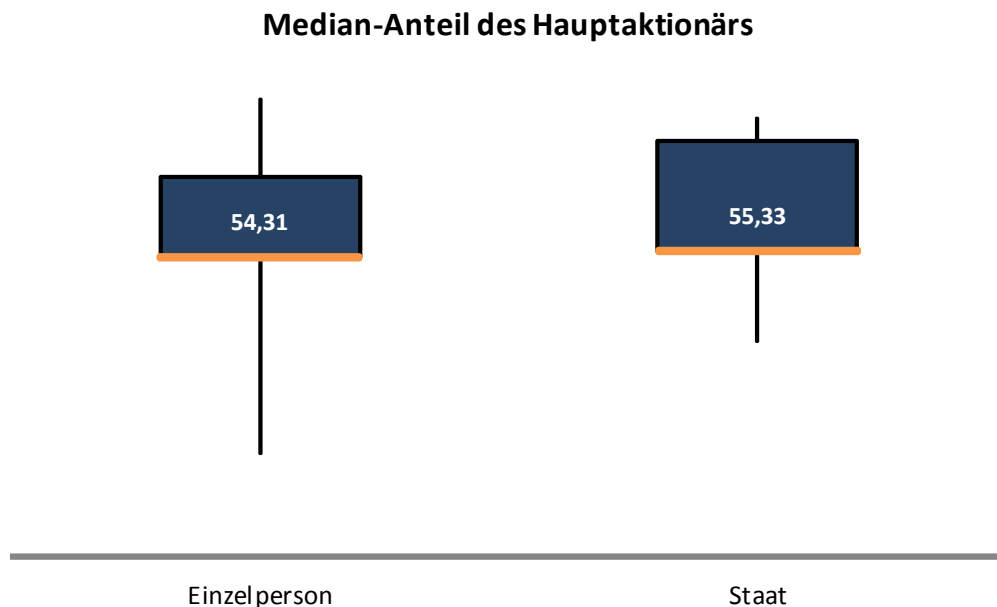


Abbildung 3-6: Beteiligungsanteile nach GUO-Art

Dieses Ergebnis geht in Kombination mit den Ergebnissen aus Abbildung 3-5 einher mit dem Befund von 2005, dass die Gruppe der Einzelpersonen neben dem Staat der gewichtigste Faktor in der russischen Wirtschaft ist (Guriev, et al., 2005 S. 148). Im Kontext der vorangegangenen Aussage ist zu beachten, dass der RTSI der wichtigste Index des russischen Aktienmarktes ist (Goriaev, et al., 2006 S. 6), und seine Marktkapitalisierung mehr als 50% des russischen Bruttoinlandsproduktes ausmacht⁸³. Zusammengefasst kann daher die Behauptung aufgestellt werden, dass auf Basis der numerischen Analyse, Einzelpersonen die einflussreichste Gruppe im russischen Kapitalmarkt sind.

3.2.3.1.2 Nach Gewicht im RTSI

Die vorangegangene Abbildung 3-5 beschreibt die Performance-Struktur in absoluten Zahlen. Nachfolgende Tabelle 3-V zeigt auf Basis der Performance-Kennzahl

⁸² Vgl. Abbildung 3-6

⁸³ Vgl. Abbildung 2-5

Marktkapitalisierung das relative Gewicht der unterschiedlichen Ausformungen zueinander und gibt daher Aufschluss über die Relevanz der untersuchten Eigenschaften der Eigentümerstruktur.

Marktkapitalisierung

Nach Art des General Ultimate Owner

Oligarch	51,72%
Staat	46,79%
Ausland	1,49%
	100,00%

Detailansicht für Kategorie „GUO Oligarch“

Vertretene Oligarchen		Herkunft der Verbindungsunternehmen		
			Anteil in „GUO Oligarch“ Gruppe	Gesamt-Anteil im RTSI
Vagit Alekperov (8)	13,71%	Direkt	53,53%	27,69%
Vladimir Potanin (4)	13,61%	Russland	24,78%	12,81%
Leonid Michelson (15)	10,35%	Steuerparadies	21,69%	11,22%
Wladimir Jewtuschenkow (20)	10,08%		100,00%	51,72%
Vladimir Bogdanov (32)	9,99%			
Suleyman Kerimov (19)	9,89%			
Vladimir Lisin (1)	8,15%			
Alexei Mordaschow (2)	4,84%			
Sergei Galitsky (24)	3,72%			
Viktor Rashnikov (11)	3,57%			
Igor Zyuzin (16)	3,29%			
Alexander Nesis (39)	2,09%			
Alexander Vagin (74)	1,56%			
Andrei Molchanov (34)	1,35%			
Viktor Haritonin (70)	1,23%			
Alexander Ponomarenko (57)	0,74%			
Viatcheslav Kantor (60)	0,51%			
Ruben Vardanyan	0,48%			
Alexander Tynkovan (161)	0,45%			
Vadim Shvestov	0,21%			
Mikhail Prokhorov (3)	0,19%			
	100,00%			

Tabelle 3-V: Marktkapitalisierung im RTSI nach GUO-Eigenschaften

Nachdem in Abbildung 3-5 gezeigt wurde, dass 57% der Unternehmen im RTSI als Hauptaktionär eine Einzelperson haben und Abbildung 3-6 verdeutlicht, dass diese auch im Stande sind ihren Einfluss im Unternehmen voll zur Geltung zu bringen, betrachtet Tabelle 3-V die GUO-Gruppe „Einzelperson“ im Kontext der jeweiligen Marktkapitalisierung. Als primäres Ergebnis sticht hervor, dass einhergehend mit der absoluten Anzahl der besessenen Unternehmen, auch die Mehrheit der Marktkapitalisierung von Einzelpersonen, vulgo Oligarchen⁸⁴ kontrolliert wird. Der Tabellenabschnitt „Vertretene Oligarchen“ verdeutlicht das Gewicht der in Tabelle 3-II angegebenen Eigentümer der privaten Betriebe. Um die Relevanz der angegebenen Oligarchen innerhalb der russischen Gesellschaft zu belegen, gibt die nachfolgende Ziffer den Platz innerhalb der Liste der reichsten Russen an (Forbes Magazine, 2010). Tabellenabschnitt „Forbes Rang“ zeigt außerdem, dass rund 78% der Marktkapitalisierung der privaten Unternehmen und rund 40% aller Unternehmen im RTSI von den reichsten 20 Russen kontrolliert wird.

Ein weiteres beachtenswertes Ergebnis liefert der Tabellenabschnitt „Herkunft der Verbindungsunternehmen“ in Tabelle 3-V. Dieser zeigt die Herkunft der Firmen, die im Falle einer indirekten Beteiligung des GUO „Einzelperson“ mit dem Unternehmen im RTSI aufscheinen. Ebenfalls auf Basis der Marktkapitalisierung zeigt sich deutlich, dass diejenigen Unternehmen, deren Verbindungsunternehmen zum GUO in einem Steuerparadies⁸⁵ beheimatet sind, annähernd dasselbe Gewicht im RTSI besitzen, wie diejenigen, die über ein in Russland ansässiges Unternehmen gehalten werden.

Wenngleich Abschnitt 3.2.4.1.1 zeigt, dass die Mehrheit der Unternehmen im Privatbesitz einer Einzelperson ist, wurde in diesem Teil die Aussage durch die Gewichtung auf Basis der Marktkapitalisierung bekräftigt. Die Mehrheit dieser Unternehmen ist unter der Kontrolle von Oligarchen, wobei die 20 Reichsten davon rund 40% kontrollieren.

⁸⁴ Aufgrund der Ergebnisse dieses Abschnittes bzw. des Abschnittes 3.2.2.1 werden „Einzelpersonen“ bzw. „Private Unternehmen“ in weiterer Folge zusammenfassend als „Oligarchen“ bezeichnet – einhergehend mit der Definition aus Abschnitt 2.2.3.3.

⁸⁵ Lt. OECD-Bericht 2000 – zitiert nach Dharmapala, et al., 2006 S. 22

3.2.3.2 Auswertung nach Branchen

Der Branchen-Schwerpunkt des RTSI 2010 liegt eindeutig im Bereich der Rohstoffförderung und Verarbeitung bzw. der Energieversorgung. Nachfolgende Tabelle 3-VI zeigt die vertretenen Branchen in der untersuchten Grundgesamtheit.

Branche	Gesamt		Oligarchen		Staat		Ausland	
	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil	Anzahl	Anteil
Minen und Metallurgie	10	21,28%	9	19,15%	1	2,13%		
Mineralöl und Erdgas	9	19,15%	5	10,64%	4	8,51%		
Energieversorgung	9	19,15%	1	2,13%	7	14,89%	1	2,13%
Telekommunikation	6	12,77%	1	2,13%	5	10,64%		
Transportwesen	2	4,26%	1	2,13%	1	2,13%		
Chemische Industrie	2	4,26%	2	4,26%				
Bauwesen und Immobilien	2	4,26%	2	4,26%				
Einzelhandel	2	4,26%	2	4,26%				
Fahrzeugindustrie	2	4,26%	2	4,26%				
Mischkonzern	1	2,13%	1	2,13%				
Pharmaindustrie	1	2,13%	1	2,13%				
Nahrungsmittel	1	2,13%					1	2,13%
Summe:	47	100%	27	57,44%	18	38,30%	2	4,26%

Tabelle 3-VI: Branchenübersicht im RTSI 2010

Die vorangegangene Aufstellung zeigt eindeutig, dass es eine klare Teilung der Unternehmensbranchen nach Eigentümer-Art gibt. Der Schnitt zur Aufteilung nach GUO erfolgt in der Stufe „GUO Art“ einhergehend mit dem vorangegangenen Abschnitt⁸⁶. Wie in Abbildung 2-2 zeigt sich, dass der Schwerpunkt von im Besitz von Oligarchen befindlichen Unternehmen im Bereich „Minen und Metallurgie“ bzw. „Mineralöl und Erdgas“ liegt⁸⁷. Ebenfalls deutlich wird, dass Bereiche wie „Energieversorgung“ und „Telekommunikation“ sich größtenteils in staatlicher Hand befindet. Insgesamt ist zu beobachten, dass rund 60% der Unternehmen im RTSI 2010 im Rohstoff- bzw. Energiesektor angesiedelt sind.

Betrachtet man die Verteilung der Marktkapitalisierung nach Branchen verstärkt dies die Aussage der vorangegangenen Ergebnisse. Tabelle 3-VII zeigt, dass von den angesprochenen Unternehmen im Rohstoff und Energiesektor rund 87% der

⁸⁶ Vgl. Abbildung 3-5

⁸⁷ Vgl. Abschnitt 2.3.2

Marktkapitalisierung kommt. Mehr als drei Viertel entfallen hierbei auf die „Mineralöl und Erdgas“- sowie die „Minen und Metallurgie“-Branche. Diese hohe Marktkonzentration zeigt die fundamentale Bedeutung dieser Wirtschaftsbereiche für den russischen Kapitalmarkt und folglich für die russische Volkswirtschaft.

Branche	Anteil
Mineralöl und Erdgas	56,62%
Minen und Metallurgie	21,82%
Energieversorgung	8,84%
Telekommunikation	3,37%
Chemische Industrie	2,56%
Einzelhandel	2,15%
Mischkonzern	1,42%
Transportwesen	0,81%
Bauwesen und Immobilien	0,80%
Pharmaindustrie	0,64%
Nahrungsmittel	0,60%
Fahrzeugindustrie	0,35%
	100,00%

Tabelle 3-VII: Verteilung Marktkapitalisierung nach Branchen

3.2.4 Zusammenfassung der Auswertungen zur Eigentümerstruktur

Die Grundsatzfrage, welche Eigentümer-Gruppen den russischen Wertpapiermarkt im Jahr 2010 kontrollieren und welche die bestimmenden Wirtschaftsbranchen sind, wurden im vorangegangenen Kapitel eindeutig beantwortet. Nach Abzug des zu vernachlässigenden Anteils der GUOs aus dem Ausland verbleiben nur zwei Gruppen, der Staat und sehr wohlhabende und einflussreiche russische Einzelpersonen. Diese Einzelpersonen sind weitläufig unter der Bezeichnung „Oligarchen“ bekannt. Diese besitzen 57% aller im RTSI vertretenen Unternehmen mit einem Mediananteil von rund 54% und sind verantwortlich für annähernd 52% der Marktkapitalisierung im russischen Leitindex. Bei Detailbetrachtung der Branchen zeigt sich, dass die beiden wichtigsten „Mineralöl und Erdgas“ und „Minen und Metallurgie“ gemeinsam bereits für 78,44% der Marktkapitalisierung verantwortlich sind und diese Branchen wiederum mehrheitlich von Oligarchen kontrolliert werden. Somit ist erwiesen, dass diese der wichtigste nichtstaatliche Einflussfaktor im Kapitalmarkt sind und einen bedeutenden Einfluss auf die russische Volkswirtschaft ausüben.

3.3 Performancevergleich RTSI, DAX und FT100 2010

Basierend auf den Ergebnissen aus Kapitel 3.2 wird in weiterer Folge näher auf die betriebswirtschaftlichen Kennzahlen der Unternehmen eingegangen. Durch die Verwendung in Abschnitt 3.1.4 beschriebener Maßgrößen, vergleicht diese Arbeit die unterschiedlichen Eigentümerstruktur-Kategorien und stellt sie dem deutschen DAX und dem britischen FTSE100 Index gegenüber.

3.3.1 Überblick

Der Aufbau dieser quantitativen Analyse erfolgt in drei Stufen, wobei jede dieser Stufen einen unterschiedlichen Blickwinkel auf das Unternehmen eröffnen soll. Die Stufe „Erfolgskennzahlen“ zeigt mit Zuhilfenahme der EBITDA-Marge den Erfolg des Unternehmens an sich. „Return on Equity“ geht in der Stufe „Attraktivität für den Shareholder“ der Frage nach, wie weit sich das Investment in den Betrieben für die Investoren auszahlt. Abgeschlossen wird diese Untersuchung mit der Sicht des Marktes auf die Unternehmen im Abschnitt „Marktkennzahlen“ unter Verwendung der Tobins Q.

Diese drei Aspekte werden jeweils auf die beiden Eigentümergruppen, Staat und Oligarch sowie die Vergleichsindizes DAX und FTSE100, als auch auf die drei lt. Tabelle 3-VII wichtigsten Branchen im RTSI, „Mineralöl und Erdgas“, „Minen und Metallurgie“ und „Energieversorgung“ angewandt.

3.3.2 Erfolgskennzahlen

Der erste Betrachtungsaspekt der Performanceuntersuchung beschäftigt sich mit der Frage, wie erfolgreich die Unternehmen sind, wenn man die unterschiedlichen Identitäten der Hauptaktionäre betrachtet. Die Kennzahl EBITDA-Marge wurde aus dem Grund gewählt, da sie sich, wie bereits in Abschnitt 3.1.4.3. angegeben, gut eignet von unterschiedlichen Gesetzeslagen und Abschreibungsmodalitäten bereinigte Branchen, als auch internationale Vergleiche der operativen Ergebnisse, zu erstellen.

Nachfolgende Abbildung 3-7 zeigt nicht nur die Mediane sondern auch die Streuung der EBITDA-Marge innerhalb der Stichproben. Ausgehend vom Referenzwert des RTSI 34,10% kann man sehen, dass es annähernd keinen Unterschied zwischen den Haupteigentümern Staat (36,90%) und Oligarch (34,10%) gibt. Im Gegensatz dazu zeigt sich, dass die Unternehmen in den Vergleichsindizes DAX und FTSE100 2010 deutlich schlechter abschneiden.

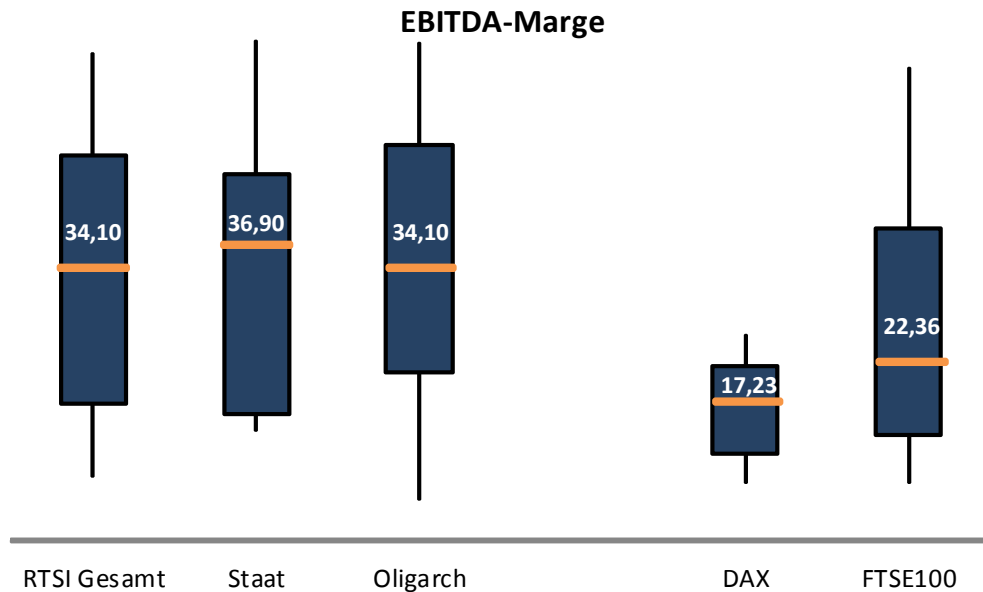


Abbildung 3-7: Mediane und Streuungen der EBITDA-Marge

Bei genauerer Betrachtung der drei Branchen mit dem größten Gewicht innerhalb des RTSI stellt sich die Situation anders dar. Wie Abbildung 3-8 zeigt, sind im Bereich „Mineralöl und Erdgas“ die staatlichen Unternehmen Russlands mit einer EBITDA-Marge von 42,55% deutlich erfolgreicher als jene in Oligarchen-Besitz, wobei wiederum die Betriebe dieser Branche im DAX sowie im FTSE100 17 bzw. zehn Prozentpunkte geringere Margen ausweisen. Die Spitzenreiter im russischen Leitindex sind die beiden staatlichen Mineralölfirmen Rosneft und Tatneft mit 47,61% bzw. 62,51%.

Umgekehrt zeigen die Ergebnisse, dass Minen und metallurgische Unternehmen in der Hand von Oligarchen durchschnittlich um zwölf Prozentpunkte rentabler wirtschaften. Hauptanteil daran hat Norilsk Nickel in der Hand von Vladimir Potanin mit 49% als auch der Kohleförderer Rospadskaja mit 56%. Ins Auge sticht die hohe EBITDA-Marge dieser Branche im FTSE100, die größtenteils von den weltweit größten

Bergbauunternehmen Rio Tinto (43,27%), Antofagasta (60,76%) und Anglo American (46,47%) herrührt.

Die Branche Energieversorgung liefert, wie in Abbildung 3-8 gezeigt, generell geringere EBITDA-Margen. Es zeigt sich, dass diese nach wie vor eine staatliche Domäne ist, da das einzige Unternehmen in privater Hand OGK-3 ist.

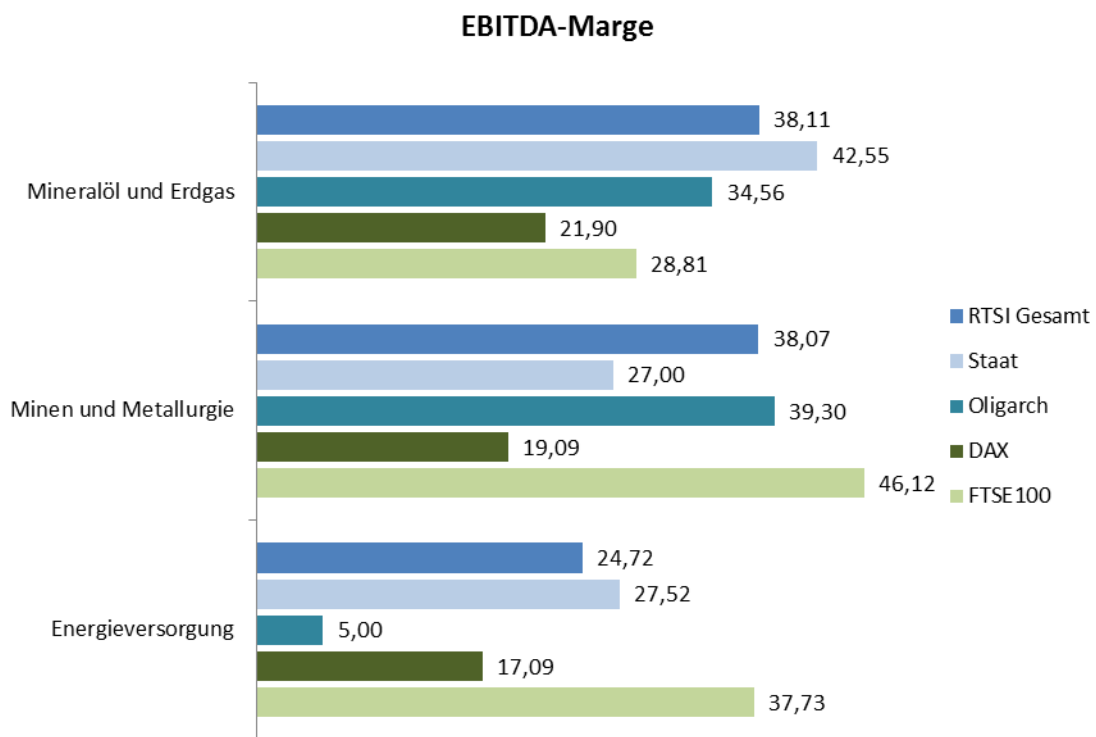


Abbildung 3-8: Branchenmittelwerte EBITDA-Marge

Es zeigt sich weiters, dass die Unterschiede im Betriebserfolg erst bei genauerer Betrachtung der unterschiedlichen Branchen sichtbar werden. Während der russische Staat in den Bereichen „Energieversorgung“ und „Mineralöl und Erdgas“ bessere Ergebnisse ausweisen kann, ist der fast komplett in privater Hand befindliche Minen- und Metallurgie-Sektor der erfolgreichste Bereich für russische Oligarchen.

3.3.3 Attraktivität für Shareholder

Anders als in der vorangegangenen Auswertung der EBITDA-Marge sind bei der differenzierten Betrachtung des Returns on Equity bereits in der Hauptebene, der Darstellung nach Hauptaktionär der gesamten vertretenen Unternehmen große Differenzen erkennbar. Wie in Abbildung 3-9 zu erkennen ist, übersteigt der Median der Betriebe im Besitz von Oligarchen den Return on Equity der Staatsbetriebe um mehr als sechs Prozentpunkte. Folglich ist die Verzinsung des Investments der russischen Oligarchen, welches per Definition als unternehmerisches Eigenkapital behandelt wird, deutlich höher als die öffentlichen Anteile an Unternehmen.

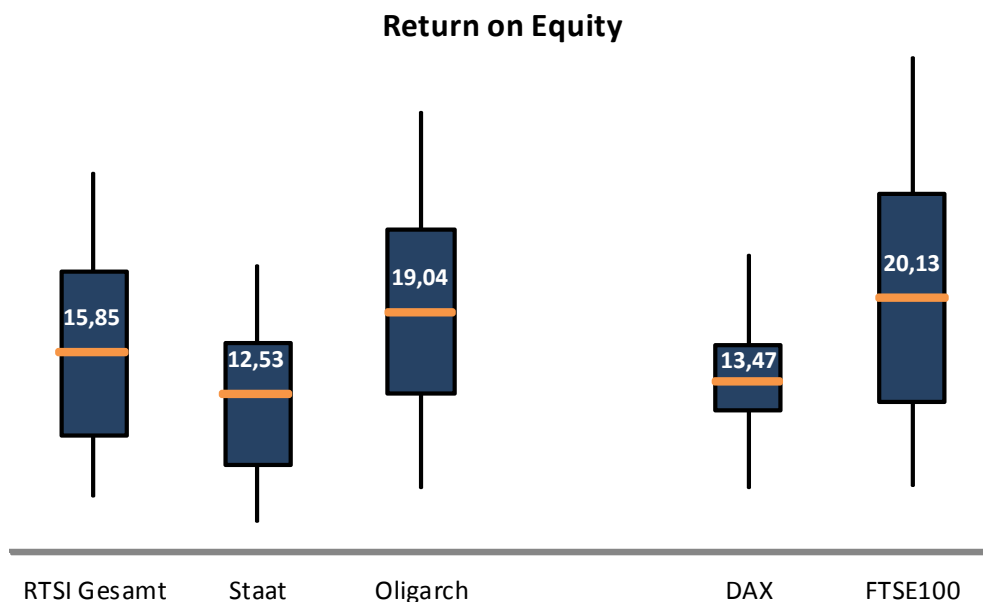


Abbildung 3-9: Mediane und Streuungen der Return on Equity

Zu beachten an diesen Ergebnissen ist allerdings, dass diese Kennzahl nicht isoliert betrachtet werden soll, da durch Steigerung der Finanzierung durch Fremdkapital die Return on Equity-Rate erhöht wird. Aus diesem Grund ist die gemeinsame Betrachtung im „Bündel“ mit den zwei hier verwendeten Kennzahlen sinnvoll.

Bei der Differenzierung nach den genauer betrachteten Branchen zeigt sich in Abbildung 3-10, dass anders als bei der EBITDA-Marge Staatsbetriebe in den beiden größten Wirtschaftsbereichen eine schlechtere Performance liefern. Den Spitzenwert

der öffentlichen Betriebe in der für die russische Wirtschaft wichtigsten Branche, erwirtschaftete Gazprom Neft mit 16,29%. Im Gegensatz dazu erreichten die zwei stärksten privaten Unternehmen Bashneft und Novatek 36,30% bzw. 28,94%.

Das gute Abschneiden des DAX im Bereich „Minen und Metallurgie“ muss unter dem Aspekt gesehen werden, dass nur ein Unternehmen, nämlich die K+S AG im Index in dieser Branche vertreten ist.

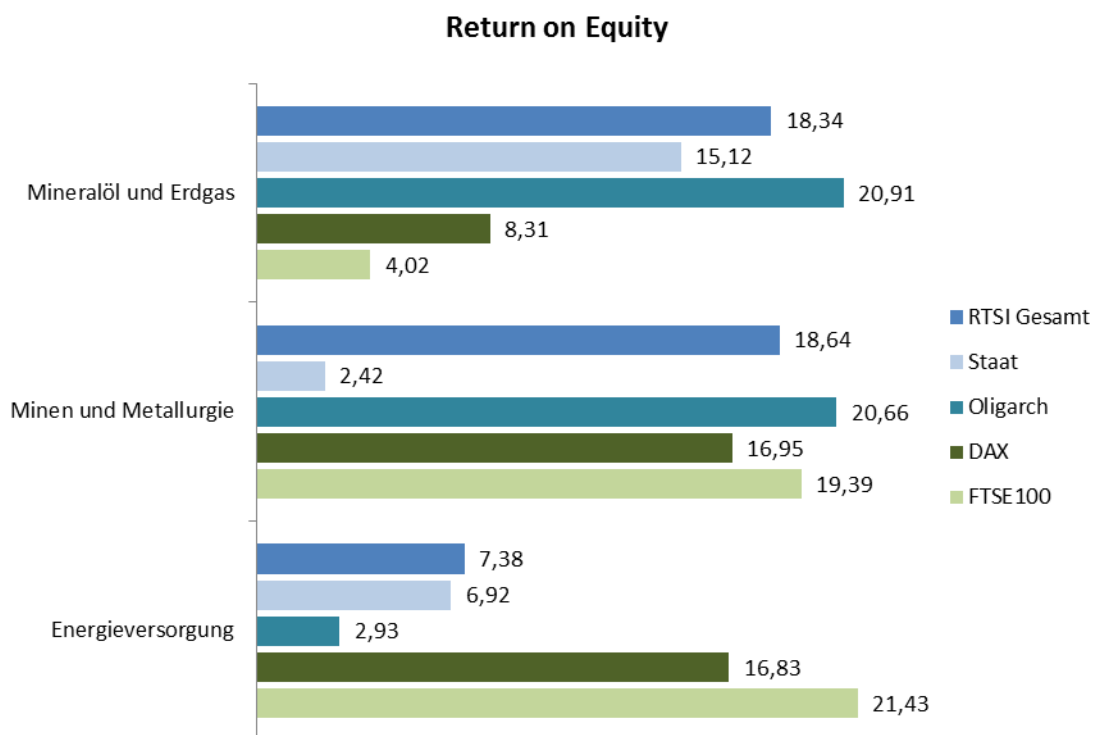


Abbildung 3-10: Branchenmittelwerte Return on Equity

Ebenfalls ein interessanter Punkt in Abbildung 3-10 ist das schlechte Abschneiden der mineralöl- und erdgasfördernden Konzerne im FTSE 100. Die drei im Index enthaltenden weltweit agierenden Öl-Konzerne, BP, Royal Dutch Shell und Tullow Oil kommen nur auf einen Durchschnittswert von 4,02%.

3.3.4 Marktbewertung

Ein sehr deutliches Bild ergibt sich bei der Auswertung der Frage, wie die Unternehmensbewertung durch den Markt ausfällt. Zu diesem Zwecke wird die Kennzahl Tobins Q herangezogen. Wie Abbildung 3-11 verdeutlicht ist der RTSI mit einem Median-Q von 1,19 zwischen den Vergleichsindizes DAX und FTSE100 angesiedelt. Dies bedeutet, dass der Wert der Unternehmen vom Markt um 19% höher angesetzt wird als er aufgrund der Wiederbeschaffungswerte eigentlich ist, wobei die sehr starke Streuung speziell nach oben zu beachten ist.

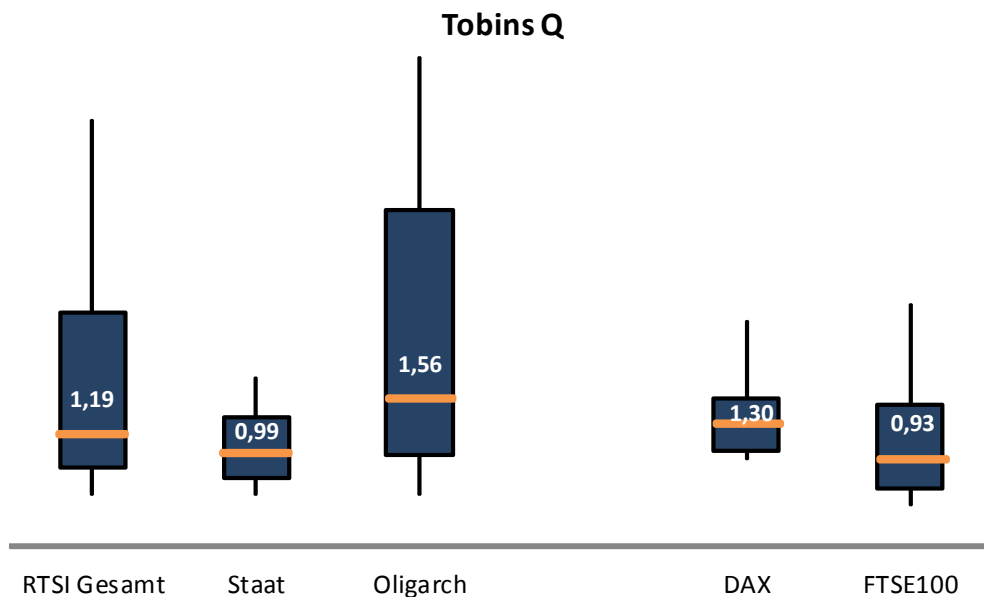


Abbildung 3-11: Mediane und Streuungen der Tobins Q

Bei Teilung der Unternehmen nach jeweiliger Art des Hauptaktionärs ist offensichtlich, dass auf Basis der Tobins Q Staatsunternehmen annähernd neutral sind und Betriebe in der Hand von Oligarchen um 56% überbewertet werden. Zusätzlich ist hier zu beachten, dass die Streuung sich stark zwischen den beiden Eigentümergruppen unterscheidet. Wenngleich der GUO-Typ „Staat“ eine relativ gleichverteilte Verteilung rund um den Median ausweist, zeigt sich, dass in der Gruppe der Oligarchen die Q der Unternehmen inhomogen verteilt sind, wobei eine Schiefeile Richtung oben zu erkennen ist.

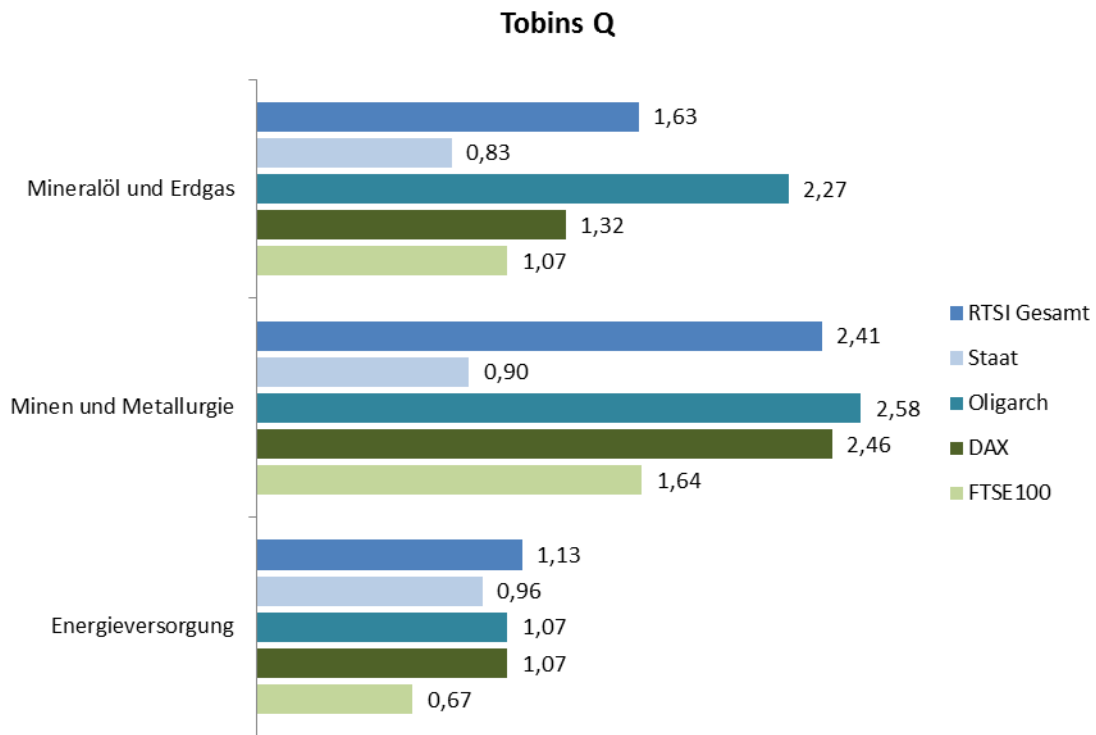


Abbildung 3-12: Branchenmittelwerte Tobins Q

Aufgrund der vorangegangenen Auswertung und den Werten aus Tabelle 3-VII, die zeigt, dass rund 87,28% der Marktkapitalisierung aus den drei wichtigsten Wirtschaftsbereichen kommen, sind die Ergebnisse in Abbildung 3-12 wenig überraschend. Durchwegs in allen drei Bereichen weisen Aktiengesellschaften dessen Mehrheitseigentümer Oligarch ist, höhere Qs auf, wobei im Bereich „Mineralöl und Erdgas“ bzw. „Minen und Metallurgie“ die Werte fast doppelt so hoch sind wie die der Staatsbetriebe. Aus Abbildung 3-12 geht deutlich hervor, dass der Markt Oligarchen-geführte Unternehmen teilweise deutlich höher bewertet, als die Unternehmen des Staates.

3.3.5 Zusammenfassung des Performancevergleichs

Basierend auf den Ergebnissen dieses Kapitels kann davon ausgegangen werden, dass sich die Performance der im RTSI 2010 enthaltenen Unternehmen je nach Eigentümerart und der Kombination aus Eigentümerart und Branche unterscheidet. Zu beachten ist, dass sich diese Auswertung nur auf das Jahr 2010 beschränkt und deshalb die Ergebnisse nur als „Momentaufnahme“ zu verstehen sind. Dies betrifft insbesondere die Auswertung nach Return on Equity und Tobins Q, welche sich im vorliegenden Fall rein auf die statische Bewertung der Wertpapiere und des

Eigenkapitals in diesem Jahr beziehen. Rein vom bilanziellen Erfolg, gemessen anhand der EBITDA-Marge, kann nur ein leichter Performance-Unterschied zwischen Staat und Oligarchen insgesamt im RTSI festgestellt werden, wenngleich auch in der Branchenauswertung Unterschiede aufscheinen. Diese Unterschiede erfolgen je nach Branche mit unterschiedlichem Vorzeichen, was den Schluss zulässt, dass sich die EBITDA-Marge aufgrund branchenspezifischer Unterschiede verschieden entwickelt und die Eigentümerstruktur auf den operativen Gewinn der Unternehmen keinen Einfluss hat.

Anders sieht die Situation bei Betrachtung der Verzinsung des Eigenkapitals bzw. dem Verhältnis Marktwert zu Wiederbeschaffungswert aus. Diese zeigen eine starke Tendenz, sowohl in der Gesamtbetrachtung als auch in der Branchensicht dahingehend, dass Unternehmen im Besitz von Oligarchen besser abschneiden.

Bezugnehmend auf These 2 kann diese aufgrund der vorangegangenen Erkenntnisse nicht eindeutig bestätigt werden. Bei reiner Betrachtung des Jahres 2010 und der angewandten Kennzahlen kann die Behauptung, dass sich die Performance je nach Identität des Besitzers unterscheidet, nur bei der Eigenkapitalrentabilität und der Bewertung des Unternehmens im Markt bestätigt werden, aber nicht bei Betrachtung der operative Leistung des Unternehmens, gemessen an der EBITDA-Marge.

4 Zusammenfassung und Fazit

In Anbetracht der im vorangegangenen Kapitel dargelegten Ergebnisse dieser Diplomarbeit zeigt sich, dass Russland den Vollzug zur Marktwirtschaft nach westlichem Vorbild noch nicht zufriedenstellend vollzogen hat. Als eines der vorangigen Probleme gilt die hohe Eigentümerkonzentration innerhalb der größten Unternehmen des Landes bzw. in denen für die Volkswirtschaft wichtigsten Branchen. Diese hohe Eigentümerkonzentration wiederum wird von zwei mächtigen Aktionärsarten dominiert. Einerseits von wohlhabenden Einzelpersonen deren Grundstein ihres Vermögens in der Massenprivatisierung nach Zerfall der Sowjetunion angesiedelt ist. Diese Personen, landläufig als „Oligarchen“ bezeichnet, haben aufgrund ihrer Dominanz in russischen Aktiengesellschaften nicht nur hohen Einfluss in der russischen Wirtschaft, sondern sind auch ein politischer Faktor aufgrund der Tatsache, dass sie Schlüsselindustrien der Volkswirtschaft kontrollieren. Diesem Faktum steht der Staat in der Funktion als Hauptaktionär als zweite ausschlaggebende Aktionärsgruppe gegenüber. Zum Einen ist diese Gegebenheit ein Anzeichen dafür, dass entgegen der Privatisierungsbestrebungen zu Beginn des demokratisierten Russlands, die Entstaatlichung nicht umfassend durchgeführt wurde, zum Anderen gibt es in der wissenschaftlichen Literatur Erkenntnisse, dass diese Bestrebungen durch „Re-Verstaatlichung“ sogar rückgängig gemacht werden könnten.

Die Ursache dieser Entwicklungen ist auch gleichzeitig die Folge ihrer selbst. Einerseits hemmt der Status Quo die Entwicklung eines umfassenden und auch umgesetzten Corporate Governance-Standards in Russland, andererseits verhindern diese fehlenden Standards die Beteiligung anderer Aktionärsarten an Unternehmen.

Basierend auf der ebenfalls hier durchgeführten Performance-Analyse kann hingegen keine eindeutige Aussage getroffen werden, inwieweit diese Situation positive oder negative Auswirkungen auf die Gebarungen der Unternehmen hat. Die vorliegende Arbeit deckt in ihrer Analyse nur einen genau abgegrenzten Teil der russischen Unternehmenslandschaft ab bzw. verwendet für ihre Betrachtung nur eine kleine Auswahl an Finanzkennzahlen. Um eindeutige Belege für Performance-Unterschiede zu erlangen werden tiefergehende betriebswirtschaftliche Analyse-Aspekte empfohlen.

5 Literaturverzeichnis

5.1 Konventionelle Quellen

Aghion, Philippe und Blanchard, Olivier J. 1998. On privatization methods in Eastern Europe and their implications. *Economics of Transition*. 1998, Bd. 6, 1, S. 87-99.

Bennett, John, et al. 2003. Privatisation Methods and Economic Growth in Transition Economies. 10. Februar 2003.

Black, Bernard S., Love, Inessa und Rachinsky, Andrei. 2005. Corporate Governance and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia. *European Corporate Governance Institute*. November 2005.

Black, Bernard, Kraakman, Reinier und Tarassova, Anna. 2000. Russian Privatization and Corporate Governance: What went wrong? *Stanford Law Review*. Juli 2000, Bd. 52, 6, S. 1731-1808.

Boycko, Maxim, Shleifer, Andrei und Vishny, Robert. 1997. *Privatizing Russia*. Cambridge : MIT Press, 1997.

Chung, Kee H. und Pruitt, Stephen W. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*. Autumn, 1994, Bd. 2, 23, S. 70-74.

Coase, Ronald H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica*. New Series, 1937, Bd. 4, 16, S. 386-405.

Dharmapala, Dhammika und Hirnes Jr., James R. 2006. Which Countries Become Tax Havens? *American Law & Economics Association Annual Meetings*. 2006, Bd. 48.

Estrin, Saul und Wright, Mike. 1999. Corporate Governance in the Former Soviet Union: An Overview. *Journal of Comparative Economics*. 1999, 27, S. 398-421.

Filatovchev, Igor, Wright, Mike und Bleaney, Michael. 1999. Privatization, insider control and managerial entrenchment in Russia. *Economics of Transition*. 1999, Bd. 7, 2, S. 481-504.

Forbes Magazine, Russia. 2010. *Российские бизнесмены в мировом рейтинге Forbes* — 2010. [Online] 2010. [Zitat vom: 5. 12 2011.]

<http://www.forbes.ru/rating/rossiiskie-biznesmeny-v-mirovom-reitinge-forbes/2010#pages-1>.

Goriaev, Alexei und Zobotkin, Alexei. 2006. Risks of Investing in the Russian Stock Market: Lessons of the First Decade. *Center for Economic and Financial Research at New Economic School, Moscow*. CEFIR/NES Working Paper series, 2006, 77.

Griffith, John M. 1999. CEO Ownership and Firm Value. *Managerial and Decision Economics*. 1999, Bd. 20, 1, S. 1-8.

Guriev, Sergei und Rachinsky, Andrei. 2004. Ownership concentration in Russian industry. *Background paper for Russia CEM 2003*. März 2004.

—. **2005.** The Role of Oligarchs in Russian Capitalism. *Journal of Economic Perspectives*. Winter 2005, Bd. 19, 1, S. 131-150.

Jensen, Michael C. und Meckling, William H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976, Bd. 3, 4, S. 305-360.

Klapper, Leora F. und Love, Inessa. 2002. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *The World Bank Development Research Group*. Policy Research Working Paper, 2002, 2818.

La Porta, Rafael, et al. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. 2000, Bd. 58, S. 3-27.

La Porta, Rafael, et al. 1997. Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*. 1997, Bd. 52, 3, S. 1131-1150.

Lazareva, Olga, Rachinsky, Andrei und Stepanov, Sergey. 2007. A Survey of Corporate Governance in Russia. *Centre for Economic and Financial Research (CEFIR) und Stockholm School of Economics Working Paper Series*. Juni 2007, Bd. 130.

Lehmann, Erik und Weigand, Jürgen. 2000. Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. *European Finance Review*. 2000, Bd. 4, S. 157-195.

Metten, Michael. 2010. *Corporate Governance - Eine aktienrechtliche und institutionenökonomische Analyse der Leitungsmaxime von Aktiengesellschaften*. Wiesbaden : Gabler Verlag, 2010.

Novikova, Tatiana B. 2005. Grund- und Mikrostruktur russischer Börsen. *Institut für Geld- und Kapitalverkehr der Universität Hamburg*. 2005.

OECD. 2004. *OECD-Grundsätze der Corporate Governance*. s.l. : Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, 2004.

RTS Exchange. *All lists of RTS Index constituent stocks*. [Online] [Zitat vom: 22. August 2011.] <http://www.rts.ru/s895>.

Shleifer, Andrei und Vishny, Robert W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*. Juni 1997, Bd. 52, 2, S. 737-783.

Thomsen, Steen und Pedersen, Torben. 2000. Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*. Juni 2000, Bd. 21, 6, S. 689-705.

Wagensohn, Tanja. 2001. *Russland nach dem Ende der Sowjetunion*. Regensburg : Verlag Friedrich Pustet, 2001.

Wiehle, Ulrich, et al. 2008. *100 Finanzkennzahlen*. Wiesbaden : Cometis publishing GmbH & Co. KG, 2008.

5.2 Unternehmensquellen

Acron (ОАО Группа Акрон)

Annual Report 2010

http://www.acron.ru/upload/editor_files/file_0605.pdf

Eingesehen am: 30.10.2011

Aeroflot (ОАО Аэрофлот-Российские авиалинии)

Annual Report 2010

http://www.aeroflot.ru/cms/files/u12/Annual_Report_2010.pdf

Eingesehen am: 30.10.2011

AvtoVAZ (ОАО АвтоВАЗ)

Vedomosti (25.09.2009)

<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2009/09/25/214733>

Eingesehen am: 30.10.2011

Bashneft (ОАО Башнефть)

Russia Today (30.03.2009)

<http://rt.com/business/news/sistema-takes-controlling-stake-in-bashneft-for-25-billion/>

Eingesehen am: 28.09.2011

CenterTelecom (ОАО Центртелеком)

Annual Report 2009

http://www.centertelecom.ru/en/annual_reports/Annual%20reports/Annual%20report%20for%202009.pdf

Eingesehen am: 30.10.2011

FGC UES (ОАО ФСК ЕЭС)

Share Capital Structure

http://www.fsk-ees.ru/eng/investors/share_capital/share_capital_structure/

Eingesehen am: 08.10.2011

Gazprom (ОАО Газпром)

Shares

<http://gazprom.com/investors/stock/>

Eingesehen am: 08.10.2011

Gazprom Neft (ОАО Газпром нефть)

Share Data

<http://ir.gazprom-neft.com/share-data/>

Eingesehen am: 08.10.2011

IDGC Holding (ОАО Холдинг МРСК)

Shareholder Structure

<http://www.holding-mrsk.ru/eng/investors/capital/structure/>

Eingesehen am: 08.10.2011

Inter RAO (ОАО Интер РАО ЕЭС)

Shareholder Structure

<http://www.interrao.ru/en/investors/acapital/capitstr/>

Eingesehen am: 08.10.2011

LSR Gruppe (ОАО Группа ЛСР)

Annual Report 2010

http://lsrgroup.ru/Files/file/annual_report_2010_eng.pdf

Eingesehen am: 25.10.2011

Interfax (09.09.2010)

<http://www.interfax.ru/realty/realtyinf.asp?sec=1461&id=153765>

Eingesehen am: 25.10.2011

Lukoil (ОАО Лукойл)

Forbes Magazin – Profil Vagit Alekperov

<http://www.forbes.com/profile/vagit-alekperov/>

Eingesehen am: 30.10.2011

M.Video (ОАО Компания „М.видео“)

Annual Report 2010

<http://invest.mvideo.ru/files/744/mvideo%20AR%202010%20final%20for%20web.pdf>

Eingesehen am: 25.10.2011

Magnit (ОАО Магнит)

Interimistischer Finanzbericht 1. HJ 2011

<http://www.magnit-info.ru/upload/iblock/ea9/ea9a811579a1729b7fed0079006248e1.pdf>

Eingesehen am: 25.10.2011

Mechel (ОАО Мечел)

Annual Report 2010

http://www.mechel.com/media/for_investors/20f/form_20f.pdf.pdf

Eingesehen am: 24.09.2011

ММК (ОАО Магнитогорский металлургический комбинат)

ММК in Brief

http://eng.mmk.ru/for_investor/briefly_about_the_company/

Eingesehen am: 05.10.2011

MosEnergo (ОАО Мосэнерго)

Annual Report 2010

<http://www.mosenergo.ru/attachment.aspx?id=6266>

Eingesehen am: 08.10.2011

MTS (ОАО МТС)

Eigentümerstruktur

http://www.mtsgsm.com/information/shareholders_structure/

Eingesehen am: 05.10.2011

NCSP (ОАО Новороссийский морской торговый порт)

Eigentümerstruktur

<http://www.nmtp.info/en/holding/investors/structure/>

Eingesehen am: 25.10.2011

Forbes Magazin Russia (2011)

<http://www.forbes.ru/profile/aleksandr-ponomarenko>

Eingesehen am: 25.10.2011

NLMK (ОАО Новолипецкий металлургический комбинат)

Eigentümerstruktur

<http://www.nlmkgroup.com/en/home/investo-relations/shareholder-centre/shareholder-structure.aspx>

Eingesehen am: 29.09.2011

Vedomosti (27.08.2007)

<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/2007/08/27/131619>

Eingesehen am: 29.09.2011

MMC Norilsk Nickel (ОАО Норильский никель)

Interros Corporate Governance

<http://www.eng.interros.ru/cman/>

Eingesehen am: 30.10.2011

Vedomosti (29.12.2008)

<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/175827/>

Eingesehen am: 28.09.2011

North-West Telecom (ОАО Северо-западный телеком)

Svyazinvest Annual Report 2009

<http://eng.svyazinvest.ru/docs/documents/108.pdf>

Eingesehen am: 22.09.2011

NovaTek (ОАО Новатэк)

Vedomosti (28.12.2010)

http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/252626/hozyaeva_novateka

Eingesehen am: 28.09.2011

OGK-1 (ОАО Оптовая генерирующая компания № 1)

Capital Structure

<http://www.ogk1.com/?th=1&ch=art&id=402&m=2>

Eingesehen am: 08.10.2011

OGK-2 (ОАО Оптовая генерирующая компания № 2)

Shareholders Equity Structure

<http://www.ogk2.ru/eng/investor-relations/structure/>

Eingesehen am: 08.10.2011

OGK-3 (ОАО Оптовая генерирующая компания № 3)

Interimistischer Finanzbericht 1. HJ 2010

<http://www.ogk3.ru/userdata/1285577827.pdf>

Eingesehen am: 08.10.2011

OPIN (ОАО Открытые инвестиции)

Information for Shareholders

<http://www.opin.ru/eng/investors/struct.html>

Eingesehen am: 27.09.2011

Onexim Group (2008)

<http://www.onexim.org/about/team/>

Eingesehen am: 27.09.2011

Phramstandard (ОАО Фармстандарт)

Eigentümerstruktur

http://pharmstd.com/page_8.html

Eingesehen am: 28.09.2011

Vedomosti (28.03.2008)

<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/144551/>

Eingesehen am: 29.10.2011

Polymetal (ОАО Полиметалл)

ICT Group (2010)

<http://www.ict-group.ru/english/assets/metals/polymetal/>

Eingesehen am: 27.09.2011

Polyus Gold (ОАО Полюс Золото)

Annual Report 2010

http://www.polyusgold.com/documents/10333/GO_Polyus_2011_Eng_Final.pdf

Eingesehen am: 27.09.2011

Raspadskaja (ОАО Распадская)

Corporate Presentation OAO Raspadskaja 2010

<http://www.raspadskaya.com/upload/files/>

[Raspadskaya_GS%20Conference_30%20Nov-1Dec%202010.pdf?FileID=126](http://www.raspadskaya.com/upload/files/Raspadskaya_GS%20Conference_30%20Nov-1Dec%202010.pdf?FileID=126)

Eingesehen am: 12.10.2011

Rosneft (ОАО Роснефть)

Shareholder Structure:

http://www.rosneft.com/Investors/structure/share_capital/

Eingesehen am: 08.10.2011

RusHydro (ОАО РусГидро)

Authorized Capital

<http://www.eng.rushydro.ru/investors/capital>

Eingesehen am: 08.10.2011

Severstal (ОАО Северсталь)

Annual Report 2010

http://severstal.com/system/php/scripts/script4455.php?pf=/files/4458/2010_annual_report.pdf&rand=0.6046450272503581

Eingesehen am: 29.09.2011

SibirTelekom (ОАО Сибирьтелеком)

Annual Report 2009

http://www.sibirtelecom.ru/download/main/invest/annual_report/Booklet_01062010eng_2.pdf

Eingesehen am: 29.09.2011

Svyazinvest General Information

<http://eng.svyazinvest.ru/about/info/>

Eingesehen am: 29.09.2011

Sistema (ОАО Система)

Key Figures

<http://www.sistema.com/investors/key/>

Eingesehen am: 22.09.2011

Sollers (ОАО Соллерс)

Company News (05. Februar 2007)

<http://sollers-auto.com/en/pressroom/news/index.php?from35=15&id35=202>

Eingesehen am: 23.09.2011

Surgutneftegas (ОАО Сургутнефтегаз)

Forbes Magazin Russia (2010)

<http://www.forbes.ru/profile/vladimir-bogdanov>

Eingesehen am: 23.09.2011

Tatneft (ОАО Татнефть)

Equity Structure

http://www.tatneft.ru/wps/wcm/connect/tatneft/portal_eng/to_shareholders/equities_structure/

Eingesehen am: 08.10.2011

Ufaneftekhim (ОАО Уфанефтехим)

Group Structure

http://www.bashneft.com/shareholders/share_capital/group/

Eingesehen am: 12.10.2011

Uralkali (ОАО Уралкалий)

Eigentümerstruktur

http://www.uralkali.com/investors/shareholder_inf/shareholder_str/

Eingesehen am: 29.09.2011

Annual Report 2010

<http://www.uralkali.com/upload/iblock/8cf/ENGL%20Ural%20PDF.pdf>

Eingesehen am: 29.09.2011

Uralsvyazinform (ОАО Уралсвязьинформ)

Svyazinvest Annual Report 2009

<http://eng.svyazinvest.ru/docs/documents/108.pdf>

Eingesehen am: 22.09.2011

VolgaTelecom (ОАО ВолгаТелеком)

Annual Report 2009

http://www.vt.ru/_data/objects/0002/5317/ar2009_eng.pdf

Eingesehen am: 08.10.2011

VSMPO-AVISMA (ОАО Корпорация ВСМПО-АВИСМА)

Ownership Structure 2007

http://www.skrin.com/analytics/reviews/documents/vsmo_070307_eng.pdf?3621d5278eb2470fb78d71cecbc9faea

Eingesehen am: 08.10.2011

6 Anhang I – Curriculum Vitae

Herbert Heigl

Industriestraße 5
3130 Herzogenburg
Österreich

E-Mail: herbert.heigl@gmail.com

Ausbildung

- 2000-2012 **Universität Wien, Österreich**
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Institut für Volkswirtschaftslehre
- Sommer 2009 **Pushkin State Institute Moscow, Russland**
Sommersprachkurs
- Sommer 2008 **Pushkin State Institute Moscow, Russland**
Sommersprachkurs
- 1995-2000 **Bundeshandelsakademie Krems, Österreich**
Schwerpunkt: Wirtschaftsinformatik und Organisation

Berufserfahrung

- 09/2009 – laufend **Heigl Bau GmbH**
Prokurist/Gesellschafter
- 07/2010 – 07/2011 **Allgemeine Baugesellschaft – A. PORR AG**
Vertragsanstellung: Strategische Planung bzw. Strategisches Controlling
- 03/2009 – 01/2010 **PORR Technobau und Umwelt AG**
Praktikum: Ökonometrische Analyse des europäischen Baumarkts.
- 06/2006 – 09/2006 **MAN Turbo Kuala Lumpur, Malaysia**
Praktikum: Erstellung einer Projektkoordinationsdatenbank für Südostasien.

Sprachkenntnisse

Deutsch (Muttersprache), Englisch (Fließend), Spanisch (Grundkenntnisse), Russisch (Grundkenntnisse)

7 Anhang II – Zusammenfassung in Deutsch

Ausgehend vom Zusammenbruch der Sowjetunion begann in Russland neben den politischen Reformen die Transformation der Planwirtschaft in ein westlich orientiertes marktwirtschaftliches System. Triebkraft dieser wirtschaftspolitischen Umbildungen waren die Massenprivatisierungen der Staatsbetriebe. Dieser Prozess der Entstaatlichung erfolgte in zwei aufeinander folgenden Methoden. Während zu Beginn die Coupon-Privatisierung im Vordergrund stand, legte die russische Administration den Schwerpunkt ab 1994 auf das „Loans-For-Shares“-Programm. Als ungewolltes Ziel dieser beiden Prozesse etablierte sich eine neue wirtschaftspolitische Macht in Russland – die der Oligarchen. Gleichzeitig mit dem Aufstieg dieser, verlangsamte sich die Entwicklung eines, mit westlichen Demokratien vergleichbaren Corporate Governance-Standards und verharrte auf niedrigem Level. Aufgrund des Fehlens dieser Standards war Russland mit einer Wirtschaftslandschaft konfrontiert, in der hohe Eigentümerkonzentrationen und die Übermacht von Insidern in Unternehmen überhandnahmen. Dieser Status Quo war nicht nur durch Oligarchen verursacht, sondern wurde auch von ihnen abgesichert. Dies führte dazu, dass diese nicht nur die Kontrolle der wichtigsten ehemaligen Staatsunternehmen übernahmen, sondern sie kontrollierten nach kurzer Zeit auch die Schlüsselbereiche der russischen Volkswirtschaft.

Diese Diplomarbeit zeigt, dass diese Situation 2010 nach wie vor unverändert ist. Auf Basis des RTSI des Jahres 2010, dessen Marktkapitalisierung 53% des russischen BIPs entspricht, wird bewiesen, dass die Mehrheit der Unternehmen als auch der Marktkapitalisierung von Oligarchen kontrolliert wird. Der zweite dominierende Faktor im russischen Kapitalmarkt ist der Staat. Die Ursache für diese Situation wird in dem nach wie vor schlechten Corporate Governance-Mechanismus lokalisiert. Dieser hemmt Investitionen in den russischen Markt, welche die hohe Eigentümerkonzentration aufbrechen würde. Dies gilt wiederum als Grundvoraussetzung für die Verbesserung des Corporate Governance. Die Antwort auf die Frage nach den Folgen der beschriebenen Eigentümerstruktur auf die betroffenen Unternehmen kann im Zuge dieser Diplomarbeit aufgrund der kleinen Stichprobe und den verwendeten Performance-Kennzahlen nicht klar ermittelt werden.

8 Anhang III – Abstract in English

Hand in Hand with the political changes after the collapse of the Soviet Union the Russian Authority aimed a wide-ranging modification of the economic landscape from the centrally planned economy to a western-style market economy. The main objective of that plan was the broad privatization of the state owned companies. This project was realized in two different consecutively frames of privatization. At first in the form of a voucher privatization and second in the “loans-for-shares”-program. One fundamental consequence of those two programs was the undesired establishment of a new “big player”-Group in the economic scene – the Russian Oligarchs. Simultaneously with their rising, the development of an effective corporate governance standard, which is comparable to western democracies, slowed down and remained on a low level. The lack of these standards brought Russia to a situation where big ownership-concentrations and the dominance of insiders have been predominant though the biggest private companies and most important branches of the economy.

This master thesis shows that in 2010 that situation is still prevailing. By analysing the Russian Trade System Index, which counts for about 53% of the Russian GDP by market capitalisation, it shows, that the majority of both – quantity of companies and market capitalisation is held by Oligarchs. Besides of that ownership-group there is only one group which is comparable by its dimensions – the state-owned firms. The reason for this situation can be found in the fact, that the still poor developed corporate governance standards hamper the investment in the Russian capital-market. These investments would break up the highly concentrated ownership structures and would make it essential to establish better corporate governance to attract outside investors.

For the question of the impact of this ownership structures on the company success, this thesis cannot provide clear evidence for a general-finding because of the restricted number of examined companies and the limited used quantitative performance-measures.