

NACHGEFRAGT:
HARTMUT JACOB



Hartmut Jacob ist Generaldirektor der Investmentbank Renaissance Capital Ukraine in Kiew.

„Investoren
honorieren
den Wandel“

Was sind die Hauptunterschiede der Märkte Ukraine und Russland?

Russland ist sehr orientiert auf Öl und Gas, das macht 60 Prozent der Moskauer Börsenkapitalisierung aus. Der Rest sind Metalle, Versorger und Konsumgüter. Was für Russland Öl und Gas, sind in der Ukraine Stahl-Hersteller und -Verarbeiter. Das ist natürlich gut in Zeiten hoher Preise. Die Wirtschaft der Ukraine ist aber insgesamt ausbalancierter und die Abhängigkeit des Landes nicht so stark wie die Russlands.

Wo sollten Anleger sich denn stärker engagieren – in Moskau oder Kiew?

Die Stimmung ist klar auf Seiten der Ukraine. Die Gründe dafür sind der politische Wandel durch die orangene Revolution, die Reformversprechen, die Annäherung an Europa und die Demokratisierung. Fundamental ist es schon viel differenzierter: Ukrainische Aktien sind voriges Jahr sehr gut gelaufen, und es gibt gegenüber russischen Aktien keinen Bewertungsdiscount mehr. Im Gegenteil: Viele ukrainische Unternehmen werden an der Börse sogar schon höher bewertet.

Ist das gerechtfertigt?

Einige Analysten sagen nein, weil die Risiken in der Ukraine noch größer sind und die Unternehmensführung intransparenter ist. Andere betonen das Potenzial, das durch die politischen Veränderungen, die EU-Annäherung und das anhaltend hohe Wirtschaftswachstum entsteht und höhere Bewertungen rechtfertigt.

Wie schätzen Sie die Risiken bei der Märkte ein?

Paradoxerweise sind sie ähnlich und kommen in beiden Ländern aus der Politik und drehen sich um die Privatisierung: So machen sich in Russland viele Sorgen, dass es einen weiteren Fall wie den Angriff auf den Ölkonzern Yukos geben könnte. In der Ukraine wird heftig über eine Liste mit bis zu 3000 zu reprivatisierenden Unternehmen diskutiert. Die Frage ist, ob es dazu kommt. In der Ukraine sieht es der Markt gelassener, weil es weniger börsennotierte Unternehmen gibt. Besser wäre die Beschränkung auf wenige Firmen. In Russland stellt sich die Frage, ob es langfristig zu einem Kompromiss zwischen Politik und Wirtschaft kommt und damit wieder zu einer Vorhersagbarkeit für die Unternehmen.

Wo werden Anlagen den erfolgreicher – in Russland oder der Ukraine?

In Russland ist das Risiko ganz klar da, wenn man es auch nicht überbewerten darf. In der Ukraine muss man sich klar machen, dass die Regierung zwar sehr ambitionierte Ideen hat, aber noch keinen Plan. Sie wird auf sehr tönernen Füßen stehen, wenn sich bis zur Parlamentswahl im März 2006 keine Erfolge einstellen. Aber ich glaube an eine positive Entwicklung und eine graduelle Verbesserung des Investitionsklimas in Kiew.

Die Fragen stellte M. Brüggmann.



Die Ukraine ist der Überflieger im Osten

Politischer Umbruch lockt ausländische Anleger an – Tristesse am russischen Aktienmarkt

MATHIAS BRÜGGMANN

HANDELSBLATT, 25.2.2005

KIEW/MOSKAU. „Die Früchte der orangenen Revolution zu ernten“, empfehlen immer mehr Osteuropa-Experten. Die Rede ist von der Ukraine. Und in Kiew geben sich nach dem Wahlsieg des liberalen Oppositionsführers Viktor Juschtschenko Investmentbanker die Klinken in die Hände – in der Hoffnung auf durchgreifende marktwirtschaftliche Reformen und die Herausbildung eines starken Finanzmarktes. Dabei hat der ukrainische PFTS-Index im vorigen Jahr mit einer Verdreifachung den Moskauer RTS-Index, der 8,3 Prozent zulegte, um Längen geschlagen. Die Affäre um den Ölkonzern Yukos hatte den russischen Aktienmarkt belastet.

„Revolutionen ziehen Investoren an“, begründet Andrej Snigirjow, Chef der ukrainischen Tochter der Moskauer Alfa-Bank, den Run auf die Ukraine. Denn das Reformprogramm und die bevorstehende Annäherung des Landes an die Europäische Union wecken Hoffnungen. Als erste stehen dabei russische Investmentbanken in den Startlöchern, doch auch erste westliche Institute wie die Genfer Lombard Odier Darier Hentsch & Cie. mischen inzwischen Ukraine-Titel in ihre Fonds. „Juschtschenkos Sieg ist der Katalysator, der dem Markt viele Jahre gefehlt hat“, meint Fondsmanager John Coast Sullenger. Ökonomisch spreche das mit zwölf Prozent stärkste Wirtschaftswachstum Europas für das Land. Das Moskauer Brokerhaus Aton hingegen spricht bereits von einer Blase, die sich an der Börse in Kiew bilde.

Boris Nemzow, russischer liberaler Parteichef und inzwischen auch Berater des ukrainischen Präsidenten, hingegen erwartet die „einmalige Chance“, dass das wegen der Verschlechterung des Investitionsklimas aus Russland flüchtendes Kapital in die Ukraine fließen könnte. Dazu müsste aber die grassierende Diskussion um die Reprivatisierung

von Unternehmen, die der frühere Staatschef Leonid Kutschma ihm nahe stehenden Unternehmern zugeschanzt hatte, sofort aufhören.

Doch es gibt nach Meinung von Osteuropa-Experten auch noch andere Gründe zum Abwarten: „Die Aktienkurse in der Ukraine sind schon stark gestiegen“, sagt Alexander Branis von Prosperity Capital. Er

Die Ukraine ist nach Expertenansicht etwas für „aggressive Investoren“. Hohen Gewinnen stehen hohe Risiken gegenüber.

hält ukrainische Titel für „viel riskanter“, russische Aktien für billiger sowie Transparenz und Management (Corporate Governance) in Russland für besser. Diese Meinung teilt auch Eric Verkerk von der Raiffeisen Centrobank in Wien: Der ukrainische Markt sei noch zu klein, zu illiquide, und es gebe keine guten Informationsquellen über ukrainische Firmen, die zumeist nicht nach internationalen Buchhaltungsstandards bilanzierten. Die Ukraine sei „ein sehr interessanter Markt“, so Verkerk, aber man müsse „noch vorsichtig sein“.

Der frei handelbare Anteil an börsennotierten Unternehmen liegt in der Ukraine gerade einmal bei sieben Prozent der gesamten Marktkapitalisierung von 20 Milliarden Dollar. Kiews Markt macht somit weniger als ein Zehntel des Moskauer Marktes aus. Das schreckt risikobereite Anleger wie Stefan Laxhuber, Herausgeber von „Der Ost-Investor“, aber nicht ab: „Die aggressive- ren Investoren denken ernsthaft über eine Reduzierung in Russland und ein Aufstocken in der Ukraine

nach.“ Zwar sei der ukrainische Aktienmarkt im Moment „heißgelauten“, aber nach einer Korrekturphase böten sich mittelfristig „gute Einstiegsmöglichkeiten“.

Potenzial sehen dabei in der Ukraine und in Russland viele Fachleute, weil immer mehr Unternehmen an die Börse streben – um sich durch mehr Transparenz und den Einstieg unabhängiger Aktionäre unangreifbarer durch die Politik zu machen. Damit werden dann vor allem attraktive Nebenwerte außer den beherrschenden Öl-, Gas- und Stahlteilen handelbar. Vor allem wird der politische Umbruch in Kiew laut Laxhuber aber dazu führen, dass sich ukrainische Firmen künftig nicht mehr weiter arm rechneten. „Bisher sind ukrainische Unternehmen Weltmeister im Gewinn-Verstecken. Legen sie bald aber ihre Zahlen ehrlich vor, dann sind ukrainische Aktien auch keineswegs mehr teuer.“

In Russland sieht die Raiffeisenbank „gerade auf den aktuellen Niveaus viele hochprofitable Unternehmen günstig bewertet“. Dagegen

hält Credit Suisse First Boston Russland inzwischen als „den unattraktivsten aller Emerging Markets“ und nennt als Grund dafür die wachsenden politischen Risiken durch das härtere Zupacken des Kremls. Doch weiter stark wachsenden Einkommen und Konsumausgaben bieten nach Meinung von Richard Ogdon von Troika Dialog durchaus Potenzial für Unternehmen, die sich auf

den Binnenmarkt der ehemaligen Sowjetrepubliken fokussierten.

Dass daran großes Interesse auch im Westen besteht, belegte der größte Börsengang Russlands vor kurzem: Der Moskauer Mischkonzern AFK Sistema, der vom Mobilfunker MTS bis zu Immobilien vieles umfasst, konnte an der Londoner Börse gut 1,5 Milliarden Dollar einspielen.

Börse Moskau

RTS-Index in Punkten

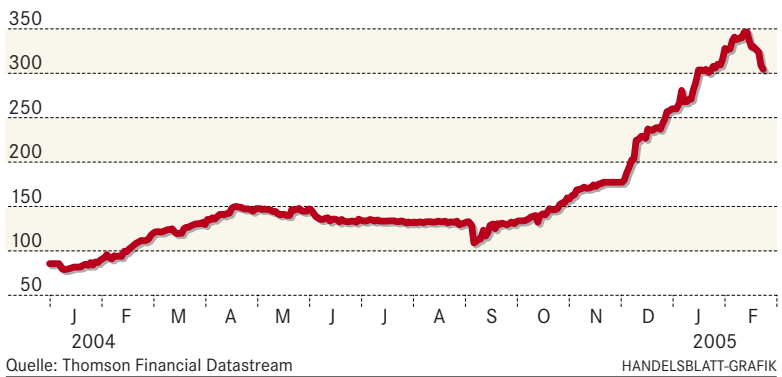


Quelle: Thomson Financial Datastream

HANDELSBLATT-GRAFIK

Börse Kiew

PFTS-Index in Punkten



Quelle: Thomson Financial Datastream

HANDELSBLATT-GRAFIK

Vielversprechende Branchen

■ **Erdöl und Erdgas:** Beide Branchen werden von Analysten in Russland vollkommen unterschiedlich bewertet: Während die weitgehend private Ölindustrie sich modernisiert, ist der staatlich kontrollierte Gasgigant Gazprom ein ineffizienter Moloch. Zugleich raten russische Banken aber zum Kauf von Gazprom, weil der Wert bald zur wichtigsten Schwellenmarkt-Aktie werden könnte. Moskauer Experten raten von Ölakten ab, weil die Gewinn- dynamik nachlasse. Westliche Analysten sehen es genau andersherum: Sie empfehlen die Ölwerte Surgutneftegas und Lukoil, das gerade einen Rekord-Quartalsgewinn

vorgelegt und den Einstieg des US-Ölmultis Conoco-Phillips besiegelt hat, zum Kauf und bewerten Gazprom neutral. In der Ukraine ist es einfacher: Nur Uknafta ist börsennotiert – und der mit Abstand umsatzstärkste Konzern.

■ **Telekommunikation:** Nicht nur die Abonnenten-Rekordzahlen der beiden größten russischen Mobilfunk-fer, Mobile Telesystems (MTS) und Vimpel Com, die zugleich auch Branchenmarktführer in ganz Osteuropa sind, lassen Analysten zum Kauf dieser Aktien raten. Die Großbank HSBC rät in Russland zum Kauf von Handy-Aktien und erwartet hier „die beste Dynamik“. In der

Ukraine wird der Telefonries Ukrtelkom unterschiedlich bewertet: Einerseits treibt die bevorstehende vollständige Privatisierung die Kurse, andererseits fehlt als Perspektive eine Mobilfunklizenz.

■ **Metalle:** Der ukrainische Markt wird von der guten Stahlkonjunktur getrieben – und damit die (auch in Deutschland notierten) Aktien von Azovstal, Donetsk Metall, Khartsysk Pipe, Nikopolsky Ferroalloy, Zaporizhstal und Stakhanov Ferroalloy. In Russland können neben den Stahlwerten Severstal und Mechel Investoren auch bei Norilsk Nickel einsteigen, dem weltweit größten Produzenten von Nickel und Platin-Metallen.

ANLEGER-AKADEMIE:
Mittel- und Osteuropa



Die Kurse an den mittel- und osteuropäischen Kapitalmärkten sind in den vergangenen Jahren kräftig gestiegen. Der EU-Beitritt sorgt für gute Perspektiven. Experten sehen noch weiteres Potenzial.

Diese Woche lesen Sie, welche Chancen der ukrainische Markt im Vergleich zum russischen bietet.

Ab nächsten Freitag beschäftigt sich die Anleger-Akademie mit dem demographischen Wandel und seinen Auswirkungen auf Investment-Entscheidungen.

FALLSTRICKE

Politik: Während in Russland die Tendenz vorherrscht, wichtige Branchen wie Öl, Gas und Metalle stärker staatlich zu kontrollieren, setzt die nach der friedlichen Revolution an die Macht gekommene liberale Regierung in der Ukraine auf mehr Markt.

Privatisierung: Wie in Russland (Stichwort: Ölkonzern Yukos) rückt jetzt auch in der Ukraine der Angriff auf Firmen politisch unliebsamer Unternehmer in den Mittelpunkt. So will Präsident Viktor Juschtschenko die Privatisierung von 30 bis 40 Firmen überprüfen lassen, die sein Vorgänger Leonid Kutschma ihm nahe stehenden Unternehmen zugeschanzt hatte.

Perspektiven: In beiden Ländern wird die Wirtschaft stark von Großunternehmen mit guten Drähten in die Politik (Oligarchen) beherrscht. Entsprechend klein ist oft der unabhängigen Anlegern zugängliche Aktien-Anteil. Aber in beiden Ländern sichern sich die Oligarchen inzwischen stärker durch Börsengänge gegen politische Risiken ab. Der Fall Yukos zeigt allerdings, dass der Kreml wenig Rücksicht auf Minderheitsaktionäre nimmt.

SERVIEPLAN

Deutschlands schnellste Geldzeitung.

AM SONNTAG
Euro
Aktien • Anleihen • Optionen • Fonds • Versicherungen • Immobilien

Kaufen bei 2,80

€€ €€€€€€€€€€€€€€€€ €€€ €€
€€€€€€€€€€ €€€€€€€€€€€€ €€
€€€€€€€. €€€€, €€€ €€€€ €€
€€€€€€ €€€€€€€€€€ €€€
€€€€€€€€ €€€€. *

Euro am Sonntag. Die Sprache, die zählt.

Bei Anruf Test!

Viermal kostenloser Nach-Hause-Service unter 0180/50 50 300 (0,12 €/Min) oder www.eurams.de

112012