

Weg van achter het bureau

Echt actieve beleggers in emerging markets kunnen niet achter hun bureaus blijven zitten maar moeten ter plekke inzichten opdoen. Dat biedt de nodige context en draagt bij aan de convictie die nodig is om een geconcentreerde portefeuille te beheren.

Emerging markets zijn een zeer heterogene groep landen die gemakshalve door beleggers op één hoop worden gegooid. Ten onrechte. Tijdens researchreizen blijkt vaak dat er zeer grote verschillen zijn in de kansen en problemen die bedrijven op lokaal niveau ervaren.

Zo hoorden we van de Indiase licentiehouder van een Amerikaans frisdrankmerk dat de Indiase belastingwetgeving in de verschillende deelstaten het noodzakelijk maakte om vanuit meer dan veertig fabrieken frisdrank te produceren en te distribueren. Dat waren er meer dan er in Amerika stonden. En dat komt de marges niet ten goede. Bovendien concurreerde deze onderneming als franchisehouder van een Amerikaanse fastfoodketen in het beperkte aantal luxe winkelcentra om vierkante meters met de dealers van luxe westerse automerken. Aangezien de pizza's verkocht worden tegen nog niet een tiende van de prijs in New York moeten de omzetten wel heel hoog zijn om de hoge m² prijs goed te maken.

Toch zijn beleggers, in een poging om te profiteren van de groeiende middenklasse in emerging markets, bereid om enorme koers-winstverhoudingen te betalen voor dit soort bedrijven. Het bovenstaande gesprek vond overigens plaats in een enorm groot vijfsterrenhotel in New Delhi dat eigendom is van de politieke leider van de noordelijke deelstaat Punjab. Met een maandsalaris van slechts USD 1.500 had de beste man de financiering van het project laten verzorgen door een tweetal banken uit Punjab. De politiek is in de meeste opkomende landen nooit ver

weg. Als er dan een belangrijke gemene deler is tussen emerging markets dan is het de gebrekkige corporate governance en de invloed van de nationale politiek op het bedrijfsleven.

De MSCI Emerging Market index kent een gewicht van ruim 15% toe aan Zuid-Korea. Dit land is met een bruto nationaal product van \$ 1.411 miljard uitgegroeid tot de elfde economie ter wereld en na de Verenigde Staten, China, Japan en Duitsland de grootste exporteur ter wereld. Desondanks maakt het geen kans om snel te promoveren naar de *developed world index*. De verwevenheid tussen de politici en de *chaebols*, heeft ertoe geleid dat de corporate governance tot het laagste niveau in de regio behoort. Vier voormalige presidenten zijn verdacht van of al veroordeeld voor ambtsmisbruik.

Tijdens gesprekken met lokale corporate governance experts leerden we dat van de dertig belangrijkste conglomeraten SK, LG, Hyundai, Lotte en Samsung het meest in de haarvaten van de Koreaanse samenleving zitten. De families achter deze bedrijven zijn ondanks de hoge successierechten in het land (50%) in staat gebleken om het familiebezit al drie generaties door te geven. De overdracht van de eerste naar de tweede generatie werd bewerkstelligd door holdingstructuren op te tuigen waardoor de controle over bedrijven kon worden behouden zonder de meerderheid van de werkmaatschappijen te bezitten. Van de tweede op de derde generatie werd de vermogensoverdracht gerealiseerd door nieuwe bedrijven te starten die uiterst lucratieve contracten ontvingen van de traditionele

familiebedrijven. Van onze gesprekspartners hoorden we bijvoorbeeld dat de bioscopen van Lotte hun cateringactiviteiten – de activiteit met de hoogste marges – hebben uitbesteed tegen absurd aantrekkelijke condities aan een bedrijf van de familie.

De macht van de *chaebols* is over tijd sterk toegenomen. Niet alleen werden kleine toeleveranciers steeds verder uitgeknepen, maar er was ook sprake van een *brain drain* van competente medewerkers naar de grootste bedrijven. Het succes van deze ondernemingen leidde tot hogere salarissen en dat maakte werken voor de conglomeraten aantrekkelijk. Of zoals iemand het ons vertelde: “Als je tegen je schoonvader in spé kan zeggen dat je werkzaam bent voor Samsung dan zal hij zijn dochter toch sneller aan je toevertrouwen.”

De laatste tijd zijn er steeds sterkere signalen dat de sociale en politieke hervormingen in Korea leiden tot verbetering van het ondernemingsbestuur en een omgeving waarin bestuurlijke overtredingen worden aangepakt. Een cultuuromslag kost echter tijd en tot die bereikt is, zal Korea een korting blijven doen.

De regels voor ‘goed bestuur’ worden in opkomende landen nog geregeld met voeten getreden. Dit schaadt veelal de belangen van (minderheids)aandeelhouders. Beleggers moeten hier veel aandacht aan besteden bij hun analyse van bedrijven. De bovenstaande voorbeelden betreffen Azië, maar we zien dit ook terug in andere emerging markets. Goed inzicht in opkomende landen ontstaat niet vanachter een bureau, daarvoor moet je er gewoon naar toe. ■

Lodewijk van der Kroft is werkzaam voor Comgest.