

Ausgabe
3 / 2007



STAR RESEARCH

Die Research-Studie der
RISING STAR AG
Invest with the best

RISING STAR ist einer der führenden Anbieter unter den bankenunabhängigen Spezialisten für Alternative Investments und bietet Geschäftspartnern und Investoren eine Vielzahl überlegener Lösungen in den Anlageklassen Hedgefonds, Private Equity und Rohstoffe.



ASIENS AUFSTIEG

Worauf Private-Equity-Investoren
achten müssen

EDITORIAL



Jan Kordisch
Private Equity Analyst
j.kordisch@risingstar.ch



Torsten Ries
Private Equity Analyst
t.ries@risingstar.ch

Nach einer Phase der Zurückhaltung zieht es Private-Equity-Investoren wieder vermehrt in den Wachstumsmarkt Asien. Die rasante wirtschaftliche Aufholjagd des bevölkerungsreichsten Kontinents wird das Gesicht der Weltwirtschaft in den nächsten Jahren dramatisch verändern. Dieser Umwälzungsprozess eröffnet Private-Equity-Investoren zum einen einmalige Anlagemöglichkeiten und zum anderen neues Diversifikationspotenzial. Sowohl die wirtschaftliche Entwicklung der Region, als auch die Entwicklung des asiatisch-pazifischen Private-Equity-Marktes stehen erst am Anfang. So können sich allein die Private-Equity-Aktivitäten in Asien-Pazifik um das 4–5-fache erhöhen, bis sie das europäische Niveau erreichen.

Die vorliegende Studie befasst sich mit der Frage, worauf Private-Equity-Investoren achten müssen, um von diesem Potenzial optimal profitieren zu können. Denn die Vielzahl der sehr unterschiedlich entwickelten Märkte der asiatischen Staaten bringt nicht nur Chancen, sondern auch Risiken mit sich. Basierend auf den Erkenntnissen der Studie „The State of the Asian Private Equity Markets“ der SCM Strategic Capital Management AG, Zürich, werden nach umfassender Analyse des asiatischen Private-Equity-Marktes konkrete Handlungsempfehlungen für Investoren gegeben. Der aufmerksame Leser dieser Studie wird schnell erkennen, dass der asiatische Private-Equity-Markt sehr differenziert zu betrachten ist und keine allgemeingültigen Aussagen getroffen werden können.

Die aktuelle Ausgabe der STAR Research gibt einen sehr detaillierten Einblick in den Markt für unternehmerische Beteiligungen in Asien und dient sozusagen als Orientierung und Einschätzung für den interessierten Leser. Durch die Intensivierung der Zusammenarbeit mit dem Lehrstuhl „International Management – South East Asia“ von Prof. Li Choy Chong an der Universität St. Gallen erhöhen wir unseren Output von Research-Berichten und werden über aktuelle Entwicklungen auf dem Private-Equity-Markt in Asien informieren.

Als einheitliche Währung wurde in dieser Ausgabe der STAR Research aufgrund der internationalen Standards der US-Dollar gewählt. Alle Quellenangaben finden Sie im Anschluss an die Studie eingefügt.

INHALT

← Editorial	3
← Executive Summary	5
← Wachsende Bedeutung und Probleme der Private-Equity-Branche	6
I. Asiens Umwälzungen als Investitionschancen	7
Das makro-ökonomische Umfeld in Asien	8
Makro-ökonomischer Ausblick für die Region	8
Wie sieht der optimale Marktzugang für Investoren in Asien aus? ...	8
II. Der Private-Equity-Markt in Asien	10
Fundraising	10
Investments	10
Exits	10
III. Chancen auf dem Private-Equity-Markt in Asien	11
Aufholpotenzial gegenüber Europa und den USA	11
Entstehung einer konsumfreudigen Mittelklasse	11
Verbesserung der Rahmenbedingungen	12
IV. Analyse des Private-Equity-Marktes in Asien	13
Verhältnis Mittelzuflüsse zu Neuinvestitionen	13
Kapitalüberhang bei Venture Capital speziell in Indien und China ...	13
Anstieg der Transaktionsgröße	14
Anstieg der Buyout-Aktivitäten	14
Global Player dominieren den Markt für Large Buyouts	14
V. Worauf Private-Equity-Investoren achten müssen	15
Analyse ausgewählter Volkswirtschaften	15
Strategische Kapitalallokation / Empfehlungen	16
Allokation nach Finanzierungsphasen	16
Geographische Allokation	17
VI. Fazit	17

← Impressum

Herausgeber
RISING STAR AG
Seestrasse 46
CH-8598 Bottighofen,
Switzerland

Kontakt
Tel.: +41 (0) 71-686 94 00
Fax: +41 (0) 71-686 94 15
info@risingstar.ch
www.risingstar.ch

Erscheinungsweise
2 x jährlich
Auflage
4000 Exemplare

RISING STAR ist einer der führenden Anbieter unter den bankenunabhängigen Spezialisten für Alternative Investments. Die Gesellschaft hat schon frühzeitig die Bedeutung Alternativer Investments für die strategische Asset Allokation erkannt und bietet Geschäftspartnern und Investoren eine Vielzahl geeigneter Lösungen in

den Anlageklassen Hedgefonds, Private Equity und Rohstoffe. RISING STAR betreut in mehreren strukturierten Produkten und Fonds ein Anlagevolumen von mehr als CHF 1,2 Mrd. RISING STAR verfügt über ein breit diversifiziertes Kunden- und Partnernetzwerk.

©Copyright für Beiträge liegt bei der RISING STAR AG. Den Artikeln und Empfehlungen liegen Informationen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Gewähr für die Richtigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Dies schließt jeglichen Haftungsanspruch aus.

EXECUTIVE SUMMARY

- ▶ Private Equity als Anlageklasse gewinnt immer mehr an Bedeutung. Wachsende Probleme in Form von einer starken Wettbewerbskonzentration und der Gefahr massiver Kapitalüberhänge auf den gesättigten Märkten in den USA und Europa rücken neue dynamisch wachsende Regionen in den Fokus der Investoren. Ein beeindruckendes Wirtschaftswachstum stößt einen massiven Umwälzungsprozess in Asien an, der Investoren historische Chancen bietet.
- ▶ Die asiatischen Volkswirtschaften konnten in den letzten zehn Jahren ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum in Höhe von 7,7 Prozent aufweisen – zum Vergleich: Die deutsche Wirtschaft wuchs im gleichen Zeitraum um durchschnittlich 1,3 Prozent pro Jahr. Die Bedeutung Asiens in der Weltwirtschaft ist dadurch massiv gestiegen. Als weltweit dynamischste Wachstumsregion kann diese Stellung im 21. Jahrhundert nicht nur behauptet, sondern weiter ausgebaut werden, da aufgrund der Verbesserung des Bildungsniveaus und des Anstiegs des durchschnittlichen Pro-Kopf-Einkommens die Region eine intrinsische Wachstumsdynamik entwickeln wird.
- ▶ Asien stellt mit über 3,5 Milliarden Menschen mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung. Durch den anhaltenden wirtschaftlichen Aufschwung bildet sich in der Region eine neue konsumfreudige Mittelklasse, die schon aufgrund ihrer Größe – Schätzungen gehen von über 500 Millionen Menschen allein in China und Indien aus – die Weltwirtschaft verändern wird. Profiteure dieser Entwicklung sind die Länder, die bereits heute über ausgeprägte Handelsbeziehungen mit China und Indien, den beiden bevölkerungsreichsten Nationen der Welt, verfügen und somit in Zukunft die steigende Nachfrage dieser beiden Länder bedienen können. Besonders die reifen Volkswirtschaften in der Region sind in diesem Zusammenhang interessant. Diese profitieren in vollem Umfang von dem Aufstieg der beiden Giganten und bieten zusätzlich eine ungleich höhere Investitionssicherheit als China und Indien.
- ▶ Bei der Frage nach dem optimalen Marktzugang steht Private Equity in Bezug auf den asiatischen Markt an erster Stelle. Die fehlende Korrelation zu den überbewerteten Kapitalmärkten Asiens und die Möglichkeit, in aussichtsreiche Nischenmärkte zu investieren geben dabei den Ausschlag.
- ▶ Trotz positiver wirtschaftlicher Fundamentaldaten ist eine differenzierte Betrachtung der einzelnen Private-Equity-Märkte notwendig. Auf Basis einer Untersuchung dieser länderspezifischen Gegebenheiten zusammen mit einer Analyse der aktuellen Situation der einzelnen Finanzierungsstadien gibt diese Studie konkrete Handlungsempfehlungen für den asiatischen Private-Equity-Markt. Während in China und Indien im Venture-Capital-Segment die Gefahr eines dramatischen Kapitalüberhangs besteht, sind die Renditeaussichten auf den Buyout-Märkten der reifen Volkswirtschaften wie Japan, Australien und Südkorea hervorragend. ★

WACHSENDE BEDEUTUNG UND PROBLEME DER PRIVATE-EQUITY-BRANCHE

Alternative Investments wie Private Equity, Hedgefonds und Rohstoffe rücken immer stärker in den Fokus sowohl institutioneller wie auch privater Investoren. Diese wachsende Bedeutung ist aus strategischer Sicht sinnvoll und keine vorübergehende Modeerscheinung auf der Jagd nach attraktiven Renditechancen. Aufgrund von Diversifikationseffekten und der geringen Korrelation zu den traditionellen Investments erreicht der Anleger eine Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles seines Portfolios.

Anbieter von Private Equity, der Urform des privatkapitalistischen Investierens, freuen sich über enorme Zuwachsraten beim Fundraising. Allein im Jahr 2006 sammelte die Private-Equity-Branche über USD 300 Mrd. ein.¹ Neben der größeren Unabhängigkeit von der allgemeinen Marktlage liegt ein weiterer Grund für das gestiegene Interesse an Private Equity in den überdurchschnittlichen Renditeaussichten. So waren in den letzten beiden Jahren annualisierte Renditen von über 20 Prozent IRR-Rendite (Internal Rate of Return) keine Seltenheit.² Allerdings mehren sich in der aktuellen Situation die Anzeichen, dass Private-Equity-Fonds in den gesättigten Märkten, wie den USA und Westeuropa, immer größere Probleme haben werden die Renditeerwartungen der Investoren zu erfüllen. Wachsende Konkurrenz und der Mangel an „Hidden Champions“ treibt die Preise in die Höhe und belastet die Performance. Zusätzlich steigt das Risiko, da Private-Equity-Häuser versuchen, die gewünschte Rendite durch immer höhere Finanzierungshebel zu erzielen.

Private-Equity-Investoren sind somit auf der Suche nach neuen dynamischen Märkten, welche diese Probleme und Risiken nicht aufweisen. Die Voraussetzungen dafür sind heute besser denn je. Unsere Generation wird Zeuge einer historischen Transformation der Weltwirtschaft zu einer New Global Economic Order. Für Investoren stellt sich allerdings die Frage, wie sie am besten von diesen Entwicklungen profitieren können.

Das Ziel dieser Ausgabe der STAR RESEARCH ist die Einordnung und Analyse der asiatischen Wirtschaft mit Blick auf Private-Equity-Investitionen. Basierend auf den Ergebnissen der Studie der Schweizer Beratungsgesellschaft SCM Strategic Capital Management AG, Zürich, bietet diese Studie Einblicke in Märkte und Segmente mit dem größten Renditepotenzial und wird darauf aufbauend konkrete Handlungsempfehlungen nennen. Beginnend mit der historischen Umwälzung in Asien wird im Anschluss die Frage des optimalen Marktzugangs geklärt. Nach dem makro-ökonomischen Status quo Asiens werden die Entwicklung, aktuelle Eckdaten und die Chancen auf dem asiatischen Private-Equity-Markt erläutert. Daran anschließend wird der Private-Equity-Markt in Asien einer umfassenden Analyse unterzogen, um auf Grundlage dieser Ergebnisse, zusammen mit den länderspezifischen Gegebenheiten, konkrete Empfehlungen zur strategischen Kapitalallokation zu geben.

I. ASIENS UMWÄLZUNGEN ALS INVESTITIONSCHANCEN

Ein Blick zurück in die Geschichte zeigt, welche lukrativen Investitionschancen es in der Wirtschaftsgeschichte bereits gegeben hat – kennzeichnend für alle diese Gelegenheiten ist die Tatsache, dass sie immer begleitet wurden von weit reichenden und tiefgreifenden Veränderungen bzw. Transformationen und einem Prozess der Wandlung und des Aufbruchs – vergleichbar mit der Situation in Asien heute.

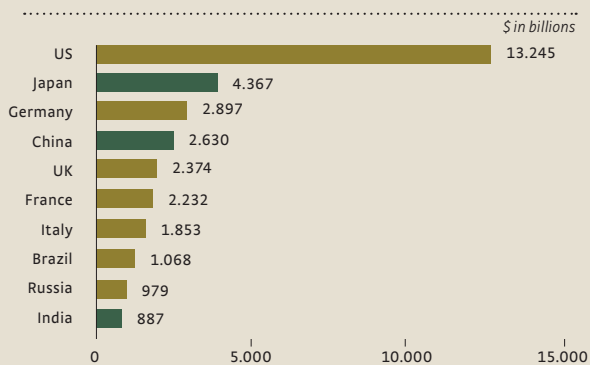
Die Erfindung der Eisenbahn hat die Geschichte der Menschheit stark beeinflusst und löste den ersten interkontinentalen Investitionsboom aus. Die Eisenbahn war der Katalysator der Industriellen Revolution, da sie einerseits die infrastrukturellen Voraussetzungen für die Entwicklung der Schwerindustrie schuf und andererseits selbst eine gewaltige Nachfrage nach Eisen, Stahl und Maschinen erzeugte. Der US-Amerikaner Cornelius Vanderbilt wurde durch sein frühzeitiges Engagement in der Eisenbahnindustrie zu einem der reichsten Menschen der damaligen Zeit und wird heute in einem Atemzug mit den Magnaten Carnegie und Rockefeller genannt.

Heute erlebt Asien eine Epoche historischer Umwälzungen. Das rasante Wirtschaftswachstum hatte einen deutlichen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (BIP) pro Kopf zur Folge – in Shanghai liegt es bereits schon heute über dem Niveau, ab dem man von Luxusgüterkonsum spricht. Gepaart mit der demographischen Situation bildet sich in den nächsten Jahren eine neue konsumfreudige Mittelschicht, die schon aufgrund der absoluten Größe – Prognosen gehen allein in China von schätzungsweise 500 Millionen Menschen im Jahre 2025 aus³ – einen gewaltigen Consumer-Driven-Economic-Boom auslösen wird. Diese Transformation, welche hauptsächlich von China und Indien ausgeht, wird ganze Regionen und einen Großteil der Weltbevölkerung erfassen. Wir sind der Meinung, dass es sich bei der Entstehung dieser neuen Konsumgesellschaft und den sich daraus in den nächsten Jahren ergebenden Chancen um eine in jüngster Zeit unerreichte Entwicklung handelt.

Die in Asien zu beobachtende Urbanisierung wirkt sich besonders fördernd auf den Konsum aus, da die neuen Stadtbewohner oft nationale oder internationale Marken entdecken, die noch nicht in ländliche Regionen vorgedrungen sind. Außerdem zeigt die jüngere Generation andere Spargewohnheiten. In China werden viele junge Städter als „Yueguangjue“ bezeichnet, was so viel wie „jeden Monat pleite“ heißt und auf ihre regelmäßigen Einkaufstouren anspielt. Sparquoten von 40 Prozent, wie sie die privaten chinesischen Haushalte im Jahr 2000 aufwiesen, liegen in Zukunft jedenfalls in weiter Ferne.

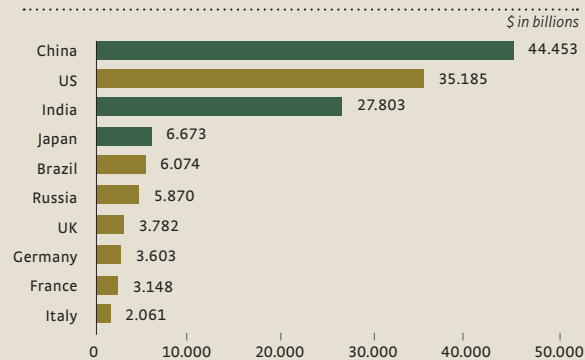
Neben China und Indien werden Länder, welche schon heute über profilierte Handelsbeziehungen zu diesen beiden Giganten verfügen, wie übrigens eine Vielzahl der asiatischen Volkswirtschaften, von dieser Entwicklung überdurchschnittlich profitieren können. Prognosen gehen davon aus, dass

Abb. 1 ← Die wirtschaftliche Bedeutung von Asien verändert sich
US\$ BIP 2006



Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2007.

US\$ BIP 2050



Quelle: Goldman Sachs Global Economics Paper No. 99.

bereits im Jahr 2020 drei asiatische Volkswirtschaften zu den Top 6 der größten Ökonomien der Welt gehören werden.⁴ Das Kräfteverhältnis wird sich im weiteren Verlauf noch weiter grundlegend verändern – Mitte des Jahrhunderts wird China bereits die größte Volkswirtschaft der Welt sein. Abbildung 1 verdeutlicht diese Entwicklung.

Die aktuelle Situation in Asien kann man vergleichen mit den Goldenen Fünfzigern im Nachkriegsdeutschland. Dieser Zeitabschnitt ist in die Geschichte eingegangen als „Wirtschaftswunder“ und war der Beginn großer Familiendynastien und erfolgreicher Unternehmensgründungen wie beispielsweise durch Otto, Beisheim, Mohn oder den Albrecht-Brüdern.

Tab. 1 ← Liste der reichsten Deutschen

Rang	Name	Vermögen (in Mill. US \$)	Quelle des Vermögens
1.	Karl Albrecht	20,0	Aldi Süd
2.	Theo Albrecht	17,5	Aldi Nord
3.	Michael Otto	13,3	Otto-Versand
4.	Adolf Merckle	12,8	Ratiopharm
5.	Susanne Klatten	9,6	BMW, Altana
6.	Reinhold Würth	9,0	Würth-Gruppe
7.	Maria-Elisabeth Schaeffler	8,7	Schaeffler KG
8.	August von Finck junior	8,4	Investition
9.	Stefan Quandt	7,6	BMW
10.	Johanna Quandt	6,7	BMW

Quelle: Quelle: Die Welt, März 2007, nach Forbes Magazine.

Der unternehmerische Investor kann zwar keine Zeitreise in die Fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts unternehmen, um die Erfolgsgeschichten der Ottos und Burdas zu wiederholen, er kann allerdings in die Regionen investieren, in denen sich Erfolgsmuster der Wirtschaftsgeschichte wiederholen. So hatte China in den letzten zehn Jahren als regionale Wachstumslokomotive mit 9,3 Prozent ein höheres durchschnittliches Wirtschaftswachstum, als die Bundesrepublik Deutschland zwischen 1950 und 1960 mit 8,3 Prozent.⁵ Dabei befindet sich Asien nach Meinung führender Experten immer noch in der ersten Hälfte des Aufschwungs.⁶

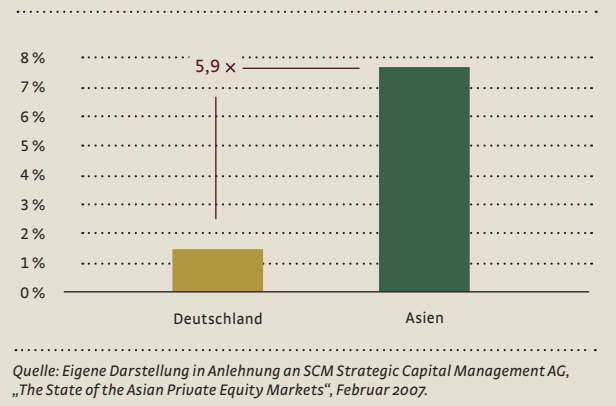
Das makro-ökonomische Umfeld in Asien

2006 haben die asiatischen Volkswirtschaften das zehnte Jahr in Folge mit einem hohen Wachstum abschließen können. Die durchschnittliche Wachstumsrate in diesem Zeitraum betrug 7,7 Prozent p. a.,⁷ verglichen mit rund 3,0 Prozent p. a. in den OECD-Ländern und 1,3 Prozent p. a. in Deutschland.⁷ In Asien lag das Wirtschaftswachstum somit um knapp das 6-fache höher als in Deutschland. Abbildung 2 visualisiert diesen enormen Wachstumsunterschied.

Dadurch hat sich Asien zu einem bedeutenden Teil der Weltwirtschaft entwickelt. Asien erzeugt aktuell über 23 Prozent des globalen BIP⁸ und untermauert damit seine Bedeutung in der Weltwirtschaft.

Neben dem historischen Vorsprung bei Produktion und Export unterstützt ein zusätzlicher Faktor die wirtschaftliche Entwicklung Asiens. Durch die Verdoppelung der Universitätsabgänger innerhalb eines Jahrzehnts hat sich das Bildungsniveau in Asien enorm verbessert. In den Jahren 2002 bis 2004 haben China und Indien schon 300.000 Hochschulabsolventen in den naturwissenschaftlichen Studienrichtungen und im Ingenieurwesen mehr hervorgebracht, als die USA und

Abb. 2 ← Wachstumsunterschiede Deutschland vs. Asien
Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate zwischen 1995 und 2005



Europäische Union zusammen. Es wäre somit falsch, Asien bloß als den globalen Produktionsstandort für Billigprodukte zu betrachten. Asien entwickelt sich von der Werkstatt der Welt zum Klassenzimmer der Welt. Dieses gestiegene Ausbildungsniveau in Verbindung mit den infrastrukturellen Verbesserungen und einer hohen Ersparnisbildung, die über den raschen Aufbau des Realkapitalstocks die Produktivität fördert, hat dazu geführt, dass die regionale wirtschaftliche Entwicklung nicht mehr nur auf dem globalen Exportwachstum aufbaut, sondern zu einem immer größeren Teil durch das Ansteigen der regionalen Binnennachfrage bestimmt wird.

Makro-ökonomischer Ausblick für die Region

Die positive Entwicklung der asiatischen Volkswirtschaften ist deutlich zu erkennen und wird unter den genannten Umständen in Zukunft sogar noch an Dynamik gewinnen. Die Asian Development Bank geht von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum in Höhe von rund 8 Prozent in den nächsten Jahren aus. Das starke Wirtschaftswachstum stellt die regionalen Regierungen jedoch auch vor eine Reihe von Herausforderungen. Der Abbau von Handelshemmnissen, die Restrukturierung der Finanzsektoren, die Reform der Rechtssysteme und die Bekämpfung der Landarmut sind nur einige der Aufgaben, die anzupacken sind. Die Abhängigkeit von der US-Wirtschaft konnte in den letzten Jahren verringert werden und so würde eine „weiche Landung“ der US-Konjunktur, von der die meisten Experten ausgehen, die asiatischen Volkswirtschaften weniger treffen, als noch vor einigen Jahren. Trotz aller genannten Herausforderungen gehen wir davon aus, dass das Wachstum und die positive Entwicklung Asiens auf einem soliden Fundament stehen und die nächsten Jahre anhalten werden.

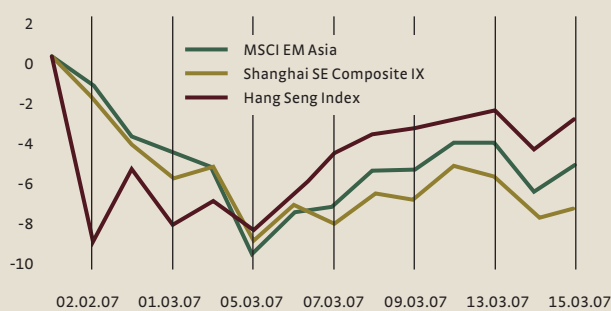
Wie sieht der optimale Marktzugang für Investoren in Asien aus?

Um von diesen Veränderungen maximal profitieren zu können, muss der optimale Marktzugang gewählt werden. Es bietet sich die Möglichkeit, als Unternehmer ein Direktinvestment zu tätigen und wie die Brüder Albrecht nach dem

Zweiten Weltkrieg als Unternehmer von der wirtschaftlichen Entwicklung zu profitieren. 1946 übernehmen die beiden Kriegsheimkehrer Theo und Karl den elterlichen Lebensmittelladen, 1961 eröffnet der erste Aldi (Albrecht-Discount). Heute erwirtschaften über 7000 Filialen einen Umsatz von über USD 50 Milliarden.⁹ Der Unternehmenswert wird auf über USD 33 Milliarden geschätzt.¹⁰ Eine solche Erfolgsgeschichte ist aufgrund der kulturellen Barrieren und sprachlichen Hürden in Asien aber nur schwer zu wiederholen und kommt für den Großteil der Investoren nicht in Frage. Um von den Entwicklungen in Asien profitieren zu können, muss somit ein anderer Weg gefunden werden.

Eine Alternative ist eine Beteiligung mittels Aktien über den Kapitalmarkt. In den letzten Monaten haben sich fast alle asiatischen Börsen positiv entwickelt. Allerdings ist die zukünftige Kursentwicklung an den asiatischen Börsen unsicher. So könnte eine Kurskorrektur der Börse von Shanghai, von vielen Experten als Spielcasino bezeichnet, auf die regionalen Börsen verheerende Auswirkungen haben. Welche Bedeutung der Shanghai Composite für den asiatischen Markt hat, wurde Ende Februar 2007 deutlich, als ein massiver Kursverlust in Shanghai eine Kettenreaktion in Asien auslöste und alle wichtigen Leitindizes der Region Kursrückgänge verbuchten. Abbildung 3 zeigt, welche Korrelation zwischen den einzelnen Indizes besteht. Sowohl der Hangseng Index in Hongkong als auch der breiter gefasste MSCI EM Asia Index waren von den massiven Kursverlusten in Shanghai betroffen.

Abb. 3 ← Sog der Börse in Shanghai Ende Februar und Anfang März 2007



Quelle: Bloomberg

Die Gefahr eines Kursrückgangs in Shanghai ist gegeben, denn wichtige Fundamentaldaten deuten auf eine Blasenbildung. Nach über 130 Prozent Kursgewinn in 2006 legte der Shanghai Composite Index in 2007 bereits über 50 Prozent zu. Seit Beginn der Hausse Mitte 2005 hat sich ihr Marktwert damit vervierfacht. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) pendelt aktuell zwischen 40 und 45 – das KGV des Deutschen Aktienindex (DAX) liegt im Vergleich dazu bei bescheidenen 14. Über die weitere Entwicklung der Börse von Shanghai gehen die Prognosen weit auseinander. Einig sind sich die meisten Experten jedoch in dem Punkt, dass der Markt weiterhin sehr volatil bleiben wird. So unterscheiden sich die vergleichbaren 10-Tages-Volatilitäten, die als Risikomaß der chinesischen und deutschen Leitbörse signifikant sind. Während dieser Wert für den DAX bei rund 10 liegt, bringt es die Börse in Shanghai auf über 60.¹¹

Dieser Unterschied verdeutlicht welchen enormen Schwankungen die Börse in Shanghai im Vergleich zur Börse in Frankfurt unterworfen ist. Die Risiken für Anleger sind schwer kalkulierbar.

Es bestehen zweifelsfrei an den asiatischen Börsen Investitionsmöglichkeiten, mit denen man von den Umwälzungen in Asien profitieren kann – gerade in einem Bullenmarkt wie in den letzten Jahren. Allerdings sollte der Anleger aufgrund des bestehenden Rückschlagpotenzials zum einen über einen langen Atem verfügen und zum anderen auf eine breite Diversifikation seines Asienportfolios achten. Die asiatischen Kapitalmärkte weisen jedoch keine tiefe Branchendiversifikation auf. So sind im Shanghai Composite Index nur fünf unterschiedliche Branchen vertreten, wobei der Industriesektor schon allein mit über 40 Prozent in die Indexgewichtung einfließt. Zum Vergleich: Im Standard & Poors 500 (S&P 500) sind über 170 verschiedene Branchen vertreten. Generell werden die asiatischen Leitindizes dominiert von kapitalintensiven Branchen wie Banken, Immobilien- und Energiewerten. Ein großer Teil der gewinnbringenden Unternehmen mit viel Potenzial ist jedoch in privater Hand und somit über den Kapitalmarkt nicht erreichbar.

Private Equity als weitere Alternative für einen Marktzugang kann für den Anleger eine Reihe dieser Nachteile und Risiken eliminieren und eröffnet darüber hinaus weitere wichtige Vorteile. Private Equity bietet die Gelegenheit, an der Entwicklung von wachstumsstarken Unternehmen überdurchschnittlich zu partizipieren. Anders als bei einer Investition über Public Equity ist der Investor nicht an eine begrenzte Anzahl von Branchen gebunden und kann so in „Hidden Champions“ investieren. Gerade in der jetzigen Phase der historischen Transformation gibt es auf dem asiatischen Markt eine Vielzahl von „Perlen“, welche man über eine Private-Equity-Investition auf ihrem lukrativsten Entwicklungsabschnitt begleiten kann. Positiv ist weiterhin, dass die fehlende Korrelation zu den traditionellen Investments den Private-Equity-Investor vor den Unsicherheiten an den asiatischen Kapitalmärkten schützt.

Es wird deutlich, dass der Zugang über Private Equity die aussichtsreichste Möglichkeit darstellt, von dieser historischen Entwicklung auf den asiatischen Märkten zu profitieren. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus historischen Umwälzungen und der Tatsache, dass das asiatische Wachstum fundamental und langfristig ausgerichtet ist, ergeben sich hier sowohl für institutionelle als auch für private Investoren einmalige Investitionschancen, die in dieser Form lange Zeit nicht mehr zu beobachten sein werden.

II. DER PRIVATE-EQUITY-MARKT IN ASIEN

Die in Asien tätigen Private-Equity-Fonds haben aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt. Als in den Jahren zwischen 1992 und 1998 die ausländischen Direktinvestitionen (Foreign Direct Investments, FDIs) in Asien stark anstiegen, wurde die Lage von vielen Private-Equity-Fonds und Banken falsch eingeschätzt.

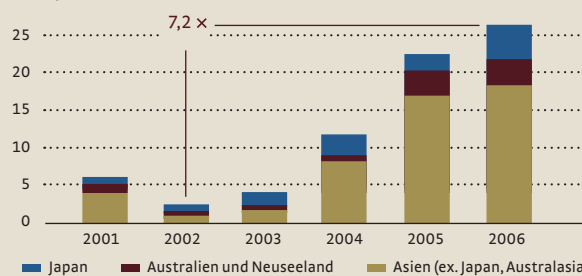
Damals herrschte die Meinung, dass sich der Erfolg auf den heimischen Märkten in den USA und Europa ohne weiteres auf fremde Märkte übertragen lassen könnte. Einer Expertise vor Ort wurde nicht der Stellenwert zugeschrieben, wie es eigentlich notwendig gewesen wäre. In Anbetracht unbefriedigender Ergebnisse haben die Entscheidungsträger ihre Investitionsstrategie neu ausgerichtet und an die Erfahrungen der Vergangenheit angepasst.¹² Die Fonds agieren nun mehr vor Ort und haben sich lokale Expertise angeeignet. Somit haben diese Fonds nun mehr lokalen als ausländischen Charakter.

Fundraising

Das Interesse der Investoren an Private Equity in Asien hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen, begünstigt durch die nachhaltige positive wirtschaftliche Entwicklung. Besonders internationale Limited Partnerships aus den USA und Europa haben nach einer Phase der Zurückhaltung Asien wieder auf der Agenda. Der Kapitalzufluss stieg im Vergleich zum Vorjahr um ca. 19 Prozent und erreichte in 2006 mit USD 25,2 Milliarden einen neuen Höchststand – mehr als das Siebenfache aus dem Jahr 2002 (Abbildung 4).¹³ Ende 2006 waren damit in der Region insgesamt USD 138,5 Milliarden Asset under Management.¹⁴ Das erste Halbjahr 2007 brachte einen neuen Fundraising-Rekord für die Private-Equity-Firmen. Der Kapitalzufluss lag in diesem Zeitraum bei USD 15,4 Milliarden und damit um knapp 57 Prozent höher als im 1. Halbjahr 2006.¹⁵

Abb. 4 ← Entwicklung Fundraising Asien

in USD \$ bn



Quelle: Quelle: SCM Strategic Capital Management AG, "The State of the Asian Private Equity Markets", März 2007.

Investments

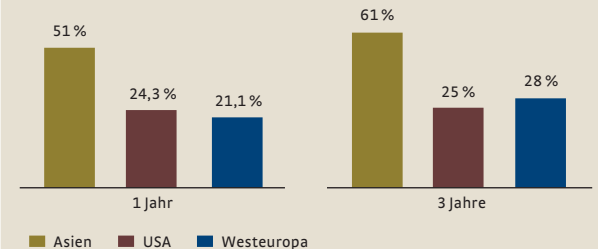
2006 wurden in der Asien-Pazifik-Region (ohne Japan) insgesamt 403 Investments getätigt. Das Investitionsvolumen lag bei knapp USD 20 Milliarden.⁷ Seit dem Jahr 2000 wurde in Asien nicht mehr so viel in Private Equity investiert.¹⁶ Die Mittel für die getätigten Investments kamen zu 63 Prozent von Investoren außerhalb Asiens – wir sehen darin einen Beweis für das gestiegene Vertrauen in den asiatischen Private-Equity-Markt, zumal dieser Anteil seit langem zum zweiten Mal in Folge gestiegen ist.¹⁶

Exits

Die Private-Equity-Manager in Asien hatten in den letzten Jahren bei den Exits einen beeindruckenden Erfolgsnachweis. So konnten sie in 2005 eine durchschnittliche IRR-Rendite¹⁷ von 76 Prozent realisieren, nach 57 Prozent im Vorjahr.¹⁸ 2006 wurde eine IRR-Rendite in Höhe von 51 Prozent erreicht (Abbildung 5).¹⁹

Zum Teil sind diese guten Ergebnisse auf den starken Public-Equity-Markt zurückzuführen, welcher eine hohe Nachfrage nach IPOs (Initial Public Offering) auslöste. Besonders das Venture-Capital-Segment hat von dieser Hausse profitiert. IPOs stellen für dieses Segment den traditionellen Exit-Kanal dar. Probleme an den asiatischen Börsen würden somit besonders diesen Bereich treffen. Die anderen Private-Equity-Segmente, besonders der Buyout-Bereich, wären allerdings davon nicht betroffen. Die Rahmenbedingungen für weitere Exit-Möglichkeiten haben sich in den letzten Jahren deutlich verbessert. Während es früher nur zwei bedeutende Exit-Möglichkeiten gab, sind es heute fünf: Foreign Trade Sales, Domestic Trade Sales, IPOs, Secondary Sales und Management Buybacks.

Abb. 5 ← Private-Equity-Jahresrenditen nach Wirtschaftsräumen und Beobachtungszeiträumen



Quelle: Cambridge Associates LLC Proprietary Database, EBRD Proprietary, Morgan Stanley Capital International, Asian Private Equity Review – 2005 Year-End Key Points, Asian Private Equity Review – 2006 Year-End Review.

Tab. 2 ← Blockbuster 2006 in Asien

Unternehmen	Branche	Investor(en)	Transaktionsgröße
Daewoo Engineering & Construction Co.	Anlagenbau	KTBNetworks, MAP Investment Management	USD 4,2 Milliarden
Shin Corp. (Thailand)	Telekommunikation	Temasek Holdings	USD 3,6 Milliarden
Skylark Co., Ltd.	Tourismus	CVC Asia Pacific, Nomura Finance	USD 3,3 Milliarden
Industrial and Commercial Bank of China	Finanzindustrie	Goldman Sachs	USD 2,6 Milliarden
Seven Media Group	Medien	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	USD 2,6 Milliarden
Eastern Multimedia Group	Telekommunikation	The Carlyle Group	USD 1,5 Milliarden

Quelle: Asian Private Equity 2007, The Guide 2007 to Private Equity & Venture Capital in Asia, 2007.

III. CHANCEN AUF DEM PRIVATE-EQUITY-MARKT IN ASIEN

Asien entwickelt sich immer mehr zu einem wichtigen Pfeiler der Weltwirtschaft und leistet schon heute einen großen Beitrag zum weltweiten BIP, der globalen ökonomischen Leistungsfähigkeit. Der International Monetary Fund (IMF) bezeichnet Asien als „zunehmend kräftigen Wachstumspool“ für die Weltwirtschaft.²⁰ Da das starke Wachstum in der Region zusätzlich unterstützt wird durch demographische, politische, soziale und wirtschaftliche Entwicklungen, erkennen immer mehr internationale institutionelle Investoren die Chancen auf dem Private-Equity-Markt in Asien.

Aufholpotenzial gegenüber Europa und den USA

Im Gegensatz zu den gesättigten Private-Equity-Märkten in den USA und Westeuropa bietet Asien mehr Wachstumspotenzial. Die Mergers & Acquisitions-Aktivitäten (M&A-Aktivitäten) sind in Asien mit einem Wert von knapp 4 Prozent des regionalen BIPs im Vergleich zu den Werten in den USA und Europa mit über 10 Prozent in 2006 relativ klein. Allerdings hat sich der Private-Equity-Anteil an den M&A-Aktivitäten in Asien im Vergleich zu 2004 um das 2,4-fache erhöht und beträgt nun 11,4 Prozent oder mehr als USD 50 Milliarden. Damit liegt der Wert jedoch immer noch deutlich unter dem weltweiten Wert von knapp 19 Prozent.⁷ Somit werden die Chancen von Private Equity in Asien durch folgende Punkte charakterisiert: einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik, einem unterdurchschnittlichen M&A-Volumen im Verhältnis zum BIP und einem unterdurchschnittlichen Private-Equity-Anteil im Verhältnis zum gesamten M&A-Volumen. Im Klartext heißt dies, dass die Private-Equity-Aktivitäten in Asien sich um das 4–5-fache erhöhen könnten, bis sie das europäische Niveau erreichen.

Entstehung einer konsumfreudigen Mittelklasse

China und Indien repräsentieren zusammen knapp 40 Prozent der Weltbevölkerung und sind zwei der dynamischsten Volkswirtschaften der Welt. Die Asian Development Bank prognostiziert, dass das Wirtschaftswachstum auf diesem hohen Niveau weitergehen und deutlich über den Wachstumsraten der reifen Volkswirtschaften liegen wird.²¹ Dieser Konvergenzprozess vollzieht sich entsprechend bei den Pro-Kopf-Einkommen, deren nachhaltiger Anstieg in Asien eine neue Mittelschicht entstehen lässt.

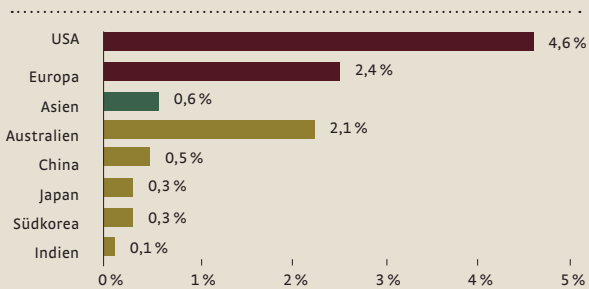
„Technological innovation has provided excellent business opportunities in the past, but we are witnessing a greater force at work here – changes in demographics will reshape the world economy in the future.”

Peter F. Drucker
US-amerikanischer Ökonom

► Enormer Anstieg der Nachfrage nach Konsumgütern, Dienstleistungen und Infrastruktur

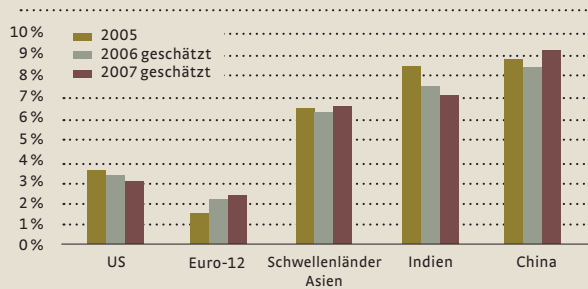
Durch ein gesteigertes Pro-Kopf Einkommen wird die neue Mittelklasse sehr schnell die westlichen Konsumgewohnheiten übernehmen. Dies wird die Nachfrage nach Konsumgütern, Finanzdienstleistungen, Automobilen, Medien, Telekommunikation und pharmazeutischen Produkten auch weiterhin kräftig steigern.

Abb. 6 ← 2006 Private Equity in % des BIP



Quelle: Credit Suisse, Asian Private Equity Review 2006.

Abb. 7 ← Wachstumsrate des privaten Verbrauchs



Quelle: JP Morgan

Tab. 3 ← Rechtliche und aufsichtsrechtliche Strukturen verbessern sich

Offenlegungsindex ¹	 Südkorea	 Japan	 Indien	 Australien	 China	 GB	 USA
2006	7	6	7	8	10	10	7
2004	6	6	4	8	7	7	7

¹ Der Offenlegungsindex misst, (I) ob die Gesellschaft eine rechtlich ausreichende Genehmigung für die Transaktion vorlegen kann, (II) ob die sofortige Bekanntmachung der Transaktion gegenüber Öffentlichkeit, Gesellschaftern oder beiden erforderlich ist, (III) ob eine Offenlegung im Jahresbericht erforderlich ist, (IV) ob eine Offenle-

gung der Geschäftsleitung gegenüber dem Board of Directors erforderlich ist, (V) ob vor der Durchführung der Transaktion die Überprüfung durch eine externe Stelle, beispielsweise einen externen Wirtschaftsprüfer, erforderlich ist. Der Index reicht von 0 bis 10, wobei höhere Werte ein höheres Maß an Offenlegung anzeigen.

Quelle: „World Bank Doing Business“-Bericht

► **Auslagerung von Dienstleistungen und der Produktion**

Das Wachstum in China und Indien wurde durch das Outsourcing der Produktion westlicher Unternehmen und von Dienstleistungen angetrieben. Die wachsende städtische Bevölkerung schafft nun zusätzliche Nachfrage. Dies bietet sehr gute Möglichkeiten, die Expansion der traditionellen Industrien weiter voranzutreiben und einen Antrieb für ein nachhaltiges Wachstum bei Fertigung und Dienstleistung zu schaffen.

► **Urbanisierung**

Die Menschen in Asien möchten ein Teil des wirtschaftlichen Aufschwungs sein und ziehen verstärkt in die Großstädte. In China ist das Niveau der Urbanisierung von 26,4 Prozent im Jahr 1990 auf 43,9 Prozent im Jahr 2006 gestiegen. Das bedeutet, dass inzwischen knapp 600 Millionen Menschen in chinesischen Städten leben und wurde dadurch gefördert, dass in diesem Zeitraum wurden jährlich über zehn Millionen auf dem Land lebender Menschen in die Stadt umgesiedelt wurden.²² Dieser Urbanisierungsprozess löst einen enormen Bedarf an Infrastruktur aus – Investitionen in Milliardenhöhe werden notwendig sein. Noch größeren Aufholbedarf bei der Infrastruktur gibt es in Indien, auch hier wird es zwangsläufig einen Investitionsboom geben

In den Städten prägt schon heute die neue Mittelschicht einen neuen Lebensstil. Man ist markenbewusst, isst Fastfood und trinkt Kaffee bei Starbucks, kommuniziert wird per SMS oder E-Mail. Letztes Jahr wurden in China rund 90 Millionen Handys verkauft, im Vergleich zu knapp 30 Millionen in Deutschland. China ist damit der weltgrößte Handymarkt. Anfang des Jahres gab es über 400 Millionen Handybesitzer und mehr als 350 Millionen Festnetzanschlüsse im Reich der Mitte. Auch im Mediensektor erreicht China Rekorde. Im vergangenen Jahr gab es 1926 Tageszeitungen und fast 9500 Zeitschriften, 273 Radio- sowie 302 Fernsehsender mit 1227 Programmen. 500 Millionen Menschen besaßen ein Radio, über 900 Millionen einen Fernseher, davon 126 Millionen mit Kabelanschluss.²³ Bisher verdienen nur etwa 50 Millionen Chinesen genug Geld, um sich ein Auto leisten zu können. Bis 2010 werden es voraussichtlich mehr als 170 Millionen sein.

Verbesserung der Rahmenbedingungen

Die positive Entwicklung von Private Equity in Asien wird durch die Abschaffung von Investitionshemmnissen und Investitionsrisiken weiter unterstützt. Deregulierungen bzw. Liberalisierungen und rechtliche Reformen schaffen in Asien ein Private-Equity-„freundliches“ Umfeld:

► **Verbesserte Rechtsverhältnisse – aktuelle Entwicklungen**

In China sind ein neues Gesellschaftsrecht und ein neues Wertpapierrecht in Kraft getreten. Japan hat Reformen im Handelsrecht und im Recht für Unternehmensanierungen verabschiedet. Zudem wurden Regelungen erlassen, um Venture Capital und Start-Ups attraktiver zu machen. Indien hat Rechtsvorschriften hinsichtlich der Genehmigungen für ausländische Investoren gelockert und Südkorea ermöglicht Inlandsunternehmen die Beteiligung an Private-Equity-Unternehmen.

► **Zunehmende staatliche Reformen**

Australien und Singapur haben neue Strukturen geschaffen mit dem Ziel, durch Steuererleichterungen Private-Equity-Firmen in das eigene Land zu locken. In China wurden seit Beitritt zur WTO (Welthandelsorganisation) über 1000 Gesetze überarbeitet bzw. verabschiedet. In Indien ist eine zunehmende Liberalisierung zu beobachten, so sind bspw. keine staatlichen Genehmigungen für ausländische Direktinvestitionen mehr notwendig. Auch in Japan und Südkorea sind strukturelle Reformen für ausländische Investitionen durchgeführt worden.

► **Kulturelle Veränderungen seit der Asienkrise Ende der 1990er Jahre**

Neben einer Neustrukturierung des Finanzsektors sind eine Reihe von wirtschaftsfreundlichen Reformen, wie bspw. Verbesserungen hinsichtlich der Corporate Governance, des Schutzes des Privateigentums sowie in Bezug auf überarbeitete Insolvenzregelungen, auf den Weg gebracht worden.

In den letzten Jahren konnten somit die regionalen Märkte für ausländische Investoren durch politische Reformen weiter geöffnet und attraktiver gestaltet werden. Aber natürlich treffen diese Verbesserungen nicht für ganz Asien zu. Vereinzelt Märkte leiden noch immer unter einem schwachen rechtlichen und regulatorischen Umfeld. Diese Risiken müssen in jede Investitionsentscheidung mit einbezogen und durch den Einsatz von lokalem Know-how und Vor-Ort-Präsenz minimiert werden.

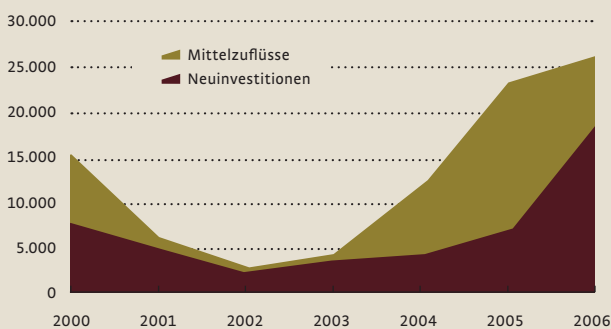
IV. ANALYSE DES PRIVATE-EQUITY-MARKTES IN ASIEN

Die Analyse des asiatischen Private-Equity-Marktes in diesem Abschnitt wird zeigen, dass es bei allen genannten Chancen, auch auf diesem Private-Equity-Markt Anzeichen dafür gibt, bestimmte Investitionsstrategien zu meiden oder ausgewählte Strategien konsequent zu verfolgen. Die Kenntnis dieser Tendenzen und Fakten bildet die Grundlage für die einzuschlagende Kapitalallokation.

Verhältnis Mittelzuflüsse zu Neuinvestitionen

Im Zuge der Asienkrise Ende der 1990er Jahre und zu Beginn des neuen Jahrtausends hat Asien wie alle Private-Equity-Märkte weltweit einen Rückgang des Investitionsvolumens und einen noch stärkeren Rückgang der Mittelzuflüsse verzeichnen müssen. Der Wendepunkt bei den Mittelzuflüssen wurde 2003 erreicht. Das Fundraising erholte sich wieder und im Jahr 2006 haben sich die Zuflüsse im Vergleich zu 2002 mehr als versiebenfacht. Der starke Anstieg des gesamten Transaktionsvolumens seit 2004, hauptsächlich getrieben durch einen massiven Anstieg der durchschnittlichen Transaktionsgröße, hat bereits einen großen Teil dieser Neugelder absorbiert. Abbildung 9 verdeutlicht, dass von dem Verhältnis zwischen Mittelzuflüssen (Fundraising) und den Neuinvestitionen keine generelle Gefahr eines Kapitalüberhangs für den asiatischen Private-Equity-Markt ausgeht.

Abb. 8 ← Verhältnis Mittelzuflüsse zu Neuinvestitionen zwischen 2000 und 2006



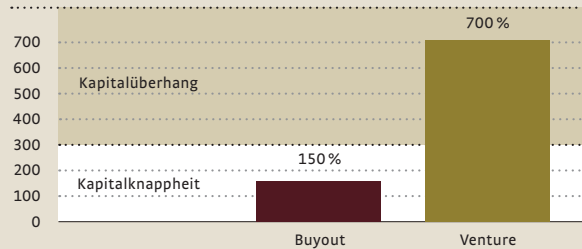
Quelle: SCM Strategic Capital Management AG, „The State of the Asian Private Equity Markets“, Februar 2007.

Ganz im Gegenteil kann man aufgrund der Wachstumsrate der Neuinvestitionen sogar von Kapitalknappheit sprechen. Der asiatische Private-Equity-Markt leidet somit nicht unter der am Anfang angesprochenen Kapitalüberhangsproblematik, wie man sie aus den gesättigten Märkten in den USA und Europa kennt.

Kapitalüberhang bei Venture Capital speziell in Indien und China

Bei einer differenzierten Betrachtung der einzelnen Private-Equity-Segmente bezüglich des Verhältnisses der Mittelzuflüsse und Neuinvestitionen erkennt man, dass es problematische Bereiche gibt.

Abb. 9 ← Aufgelegte Fonds in Asien 2005–2006 als ein Vielfaches



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an SCM Strategic Capital Management AG, „The State of the Asian Private Equity Markets“, Februar 2007.

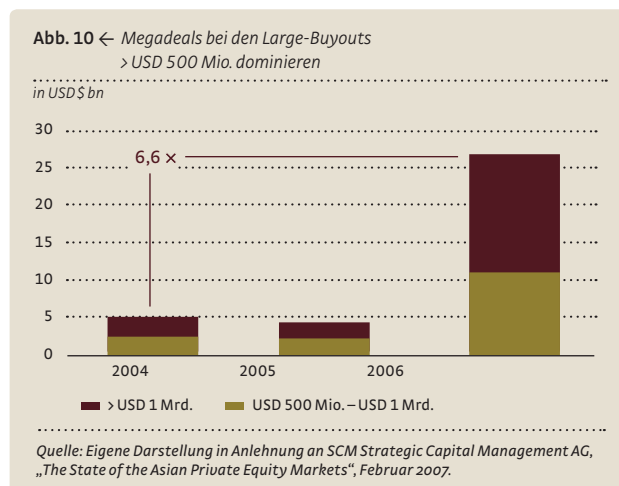
Während die Mittelzuflüsse für Buyout-Fonds 2005–2006 etwa dem Doppelten der Neuinvestitionen des gleichen Zeitraums entsprachen, was unter Berücksichtigung der Wachstumsdynamik der Neuinvestitionen in der nächsten Zeit als Kapitalknappheit bezeichnet werden kann, wurde im Venture-Capital-Sektor siebenmal so viel Kapital angesammelt, als investiert wurde. Somit besteht bei Venture Capital die akute Gefahr eines Kapitalüberhangs.

Dabei fällt auf, dass der Länderfokus der meisten Venture-Capital-Fonds auf China und Indien liegt und somit die Kapitalüberhangsproblematik ein spezifisches Kennzeichen dieser beiden Märkte ist. Die chinesische Volkswirtschaft ist zwar ein Gigant und bietet mit Sicherheit eine Vielzahl von

interessanten Investitionsmöglichkeiten, der gegenwärtige Kapitalzufluss zeigt jedoch, dass eine gewisse Konzentration der Investoren auf China zu beobachten ist. Das Venture-Capital-Segment in China und Indien leidet somit unter den gleichen Schwierigkeiten wie gesättigte Private-Equity-Märkte in Europa und den USA. Eine hohe Wettbewerbskonzentration und steigende Preise der Zielunternehmen wirken sich negativ auf die Performance aus. Zudem sind gerade die neu gegründeten, kleinen, regionalen Private-Equity-Firmen in diesem Segment aktiv, da hier die Transaktionsgrößen im Vergleich zu den anderen Segmenten relativ gering sind. Diese Manager verfügen über wenig bis keine Erfahrung und über keinen langfristigen Erfolgsnachweis. Dies erhöht das Investitionsrisiko.

Anstieg der Transaktionsgröße

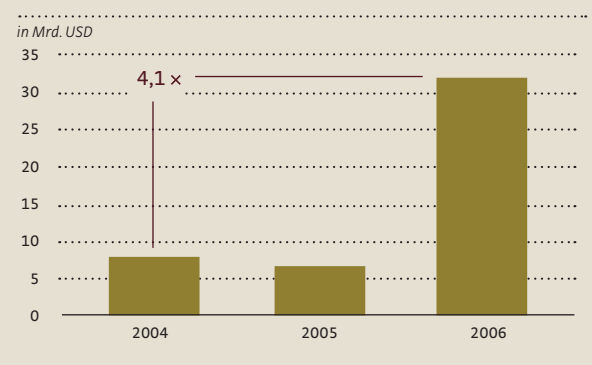
Die durchschnittliche Transaktionsgröße bei den Private-Equity-Deals in Asien ist 2006 im Vergleich zu 2005 um das 2,4-fache gestiegen.¹² Auch der im Vergleich zum Anstieg der Neuinvestitionen relativ moderate Anstieg (+ 26,3 Prozent) der absoluten Anzahl der Transaktionen in 2006 (403) im Vergleich zu 2005 (319) ist ein Beleg dafür, dass die durchschnittliche Transaktionsgröße ansteigt.¹² Besonders die Anzahl der ganz großen Transaktionen mit einem Volumen von über USD 1 Milliarde haben den Durchschnittswert in die Höhe getrieben. So unterstreicht die Tatsache, dass in 2006 insgesamt zwölf dieser Megadeals abgewickelt wurden, die wachsende Bedeutung der Private-Equity-Industrie zum einen und des Buyout-Sektors zum anderen.



Anstieg der Buyout-Aktivitäten

Der Anteil der Buyout-Transaktionen ist, vornehmlich unterstützt durch große Deals, im Vergleich zu 2004 um das 4,1-fache gestiegen, wobei 12 Megadeals mit einem Transaktionsvolumen von über USD 1 Mrd. durchgeführt wurden. Im internationalen Vergleich liegt der Buyout-Anteil an den gesamten M&A-Aktivitäten in Asien mit einem Wert von 7,3 Prozent noch deutlich unter den Vergleichswerten aus Europa (14,1 Prozent) und den USA (23,3 Prozent).

Abb. 11 ← Anstieg des asiatischen Buyout-Volumens 2006



Da die M&A-Aktivitäten im Verhältnis zum BIP in Asien geringer sind als in den USA und Europa, ist davon auszugehen, dass das M&A-Volumen noch schneller wachsen wird als die asiatischen Volkswirtschaften (Prognosen für das zukünftige BIP-Wachstum in Asien schwanken zwischen 7,5 und 8 Prozent).²⁴ Die wachsende Bedeutung von Private Equity bei den M&A-Aktivitäten steht zum jetzigen Zeitpunkt erst am Anfang ihrer Entwicklung. Im Umkehrschluss ist somit davon auszugehen, dass der Anteil von Private Equity an den M&A-Aktivitäten noch schneller wachsen wird als das M&A-Volumen. Sowohl die Anzahl als auch die durchschnittliche Größe der Transaktionen werden damit ein kräftiges Wachstum aufweisen. Für Private-Equity-Manager ergeben sich daraus besonders im Buyout-Segment attraktive Möglichkeiten. Wie auf anderen Private-Equity-Märkten sollten Buyouts daher im Vergleich zu den weiteren Private-Equity-Segmenten eine führende Rolle spielen.

Global Player dominieren den Markt für Large Buyouts

Der Großteil der asiatischen Private-Equity-Firmen ist für die lukrativen Megadeals zu klein. So stieg die durchschnittliche Fondsgröße 2006 gegenüber 2005 um 12,5 Prozent, liegt aber mit knapp USD 226 Millionen dennoch relativ niedrig.¹² Die kleinen, regionalen Private-Equity-Firmen verfügen weder über eine globale Investorenstruktur noch über einen aussagekräftigen Track Record. Sie sind somit nicht in der Lage Fonds aufzulegen, mit denen sie solch ein Transaktionsvolumen übernehmen könnten. Globale Private-Equity-Firmen haben diese Chance erkannt und konnten ihren Marktanteil im Segment mit großen Fonds von über USD 1 Milliarde auf aktuell 75 Prozent deutlich ausbauen.⁷

Da viele regionale Private-Equity-Firmen keine größeren Transaktionen ausführen können, konzentriert sich eine große Anzahl dieser Firmen auf die kleineren Deals. Gerade in China und Indien wird dies deutlich, wenn man sich die Statistik näher betrachtet. So gab es in diesen beiden Ländern 2006 insgesamt 288 Deals mit einem Gesamtvolumen von USD 3,9 Milliarden. Das entspricht einer durchschnittlichen Transaktionsgröße von gerade einmal USD 13,5 Millionen.

V. WORAUF PRIVATE-EQUITY- INVESTOREN ACHTEN MÜSSEN

Der Hauptgrund für das gestiegene Interesse institutioneller Investoren an Private Equity in Asien sind die überdurchschnittlichen Renditen der Private-Equity-Fonds in den letzten Jahren. Die Analyse des asiatischen Private-Equity-Marktes ergibt ein deutliches Bild des in Zukunft sehr lukrativen Buyout-Sektors. Das größte Hindernis sehen wir darin, dass gut ausgebildete und asienerfahrene Manager relativ rar sind. Für den Bereich Venture Capital ist bereits darauf hingewiesen worden, dass die Gefahr eines massiven Kapitalüberhangs besteht. Ein Einbruch an den Kapitalmärkten würde zudem das Venture-Capital-Segment besonders treffen, da dieses in den letzten Jahren von der Hausse an Asiens Börsen profitieren konnte.

Wir empfehlen ein Engagement bei den Global Playern der Branche und bei den erfahrenen regionalen Firmen mit großen Fonds, um die beschriebenen Vorteile und Chancen im Large Buyout-Markt optimal nutzen zu können. Nach der Analyse einzelner asiatischer Märkte soll diese Handlungsempfehlung weiter präzisiert werden.

Analyse ausgewählter Volkswirtschaften

► China und Indien: Katalysatoren der Region

Die regionale Wachstumslokomotive ist die Volksrepublik China. China erreichte in den Jahren ab 2003 viermal ein BIP-Wachstum von über 10 Prozent, dieser Wert wird in diesem Jahr zum fünften Mal in Folge wieder übertroffen.²⁵ Prognosen gehen davon aus, dass das chinesische BIP im Jahre 2010 höher sein wird als das von Deutschland und im Jahre 2015 bereits das BIP der bislang zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt, Japan, übertreffen wird.²⁶

Eine ähnliche Situation herrscht in Indien. Das Wirtschaftswachstum auf dem Subkontinent lag 2006 bei 9,2 Prozent und damit deutlich über den Raten von Nordamerika und Westeuropa. Die Binnennachfrage, in Indien leben 1,1 Milliarden Menschen, nimmt stetig zu und stellt schon heute einen zentralen Bestandteil des wirtschaftlichen Aufstiegs dar. Die Nettoinvestitionen in Unternehmen stiegen 2005 um 8,5 Prozent und verdeutlichen damit das wachsende Investoreninteresse vor dem Hintergrund einer stark steigenden Nachfrage und verbesserter IPO-Rahmenbedingungen. Goldman Sachs geht in einer Studie davon aus, dass das indische GDP im Jahre 2020 das GDP von Frankreich und Italien übersteigen wird, das von Deutschland in 2025 und das von Japan in 2035.⁶

Mit ungefähr 2,4 Milliarden potenzieller Konsumenten sind die asiatischen Riesen China und Indien die beiden Schwergewichte in der Region. Mit der Entstehung einer konsumfreudigen Mittelklasse werden beide Länder als Katalysatoren die wirtschaftliche Entwicklung in weiten Teilen Asiens vorantreiben. Überdurchschnittlich profitieren werden davon speziell die Länder, welche schon heute intensive Handelsbeziehungen mit den beiden Ländern betreiben.

Obwohl die wirtschaftlichen Voraussetzungen in China und Indien für Private-Equity-Investitionen positiv zu bewerten sind, bestehen auf diesen Märkten Hürden für ein erfolgreiches Investment. Trotz Reformen auf den Finanzmärkten sind China und Indien noch weit davon entfernt, wirklich offene Volkswirtschaften zu sein. Ganze Wirtschaftsbranchen sind reguliert und ausländische Investitionen werden eingeschränkt. Die staatliche Reaktion auf die zukünftige Übernahme eines prestigeträchtigen Unternehmens durch Private-Equity-Investoren ist schwer einzuschätzen.

Das Transaktionsvolumen bei Private-Equity-Investitionen stieg seit 2005 in Indien um das 3-fache und verdoppelte sich in China. Dieser Anstieg ist allerdings nicht auf einen Anstieg der Transaktionsgrößen zurückzuführen, sondern auf eine Zunahme der kleineren Deals, auf die sich die große Anzahl der regionalen kleinen Firmen spezialisieren. Es überrascht somit nicht, wenn die Bewertungen bzw. Preise dieser kleinen Zielunternehmen mit der Intensivierung des Wettbewerbs weiter steigen werden.

Aufgrund der angesprochenen Kapitalüberhangsproblematik und der intensiven Wettbewerbssituation empfehlen wir, auf diesen beiden Märkten im Bereich Venture Capital ausschließlich selektiv zu investieren. Growth Financing und Buyouts bieten dagegen lukrative Möglichkeiten zum einen im Bereich der Umstrukturierung und zum anderen bei der Entwicklung von Marktführern.

► Japan und Australien

Die japanische Wirtschaft setzt ihren Erholungsprozess dauerhaft fort. Die Produktion steht auf zwei Säulen: einem starken Exportsektor und einer stabilen Inlandsnachfrage. Schon heute ist China (inkl. Hongkong) der wichtigste Handelspartner Japans.²⁷ Aktuell hat Japan zwar einen höheren Importanteil, aber vor dem Hintergrund der Entwicklungen auf dem chinesischen Markt ist von einem starken Anstieg des Exportanteils Japans in den nächsten Jahren auszugehen. Japan als bedeutender Handelspartner wird überdurchschnittlich von der wachsenden Stärke Chinas profitieren.

In den letzten Jahren nimmt Australien von den OECD-Ländern eine Spitzenposition. Seit 1992 erlebt Australien eine Phase kontinuierlichen Wachstums. Von 1992 bis 2003 hat das Bruttoinlandsprodukt im Schnitt um jährlich rund 3,8 Prozent zugelegt – deutlich mehr als beispielsweise die USA. Australiens Wirtschaft ist exportorientiert. Seine wichtigsten Handelspartner sind, neben der EU und den USA, die Länder Ost- und Südostasiens. Neben der Wirtschaft hat auch der australische Private-Equity-Markt eine beeindruckende Entwicklung vollzogen. Australien hat 2006 Japan als das Land mit dem größten Transaktionsvolumen in Asien abgelöst und repräsentiert nun knapp 28 Prozent des gesamten in Asien investierten Kapitals. Zudem wurde in Australien der Großteil (37 Prozent) der Megadeals über USD 500 Mio. in Asien-Pazifik durchgeführt.

Betrachtet man die Situation in Japan und Australien so wird deutlich, dass beide Private-Equity-Märkte über ein dominierendes Buyout-Segment verfügen. Es ist nicht verwunderlich, dass beide Länder von dem Anstieg der Transaktionsgrößen in Asien überdurchschnittlich profitieren konnten. Wie bereits erwähnt, hat sich aufgrund der steigenden Transaktionsgrößen das Transaktionsvolumen in Australien seit 2005 verzehnfacht.

Anleger können von dieser positiven Entwicklung in Japan und Australien profitieren. Daher empfehlen wir, ein besonders großes Gewicht auf Investitionen in den Buyout-Sektor zu legen. Steigende Transaktionsgrößen und relative Kapitalknappheit machen dieses Segment besonders interessant.

► **Südkorea und Südostasien**

In Südkorea gibt es aufgrund einer schwächer werdenden Inlandsnachfrage erste Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung. Sowohl die Konsumgüter- als auch die Investitionsgüternachfrage stagniert. Das Exportwachstum zeigt sich jedoch trotz einer 20-prozentigen Aufwertung des Won innerhalb der letzten drei Jahre robust. Die Gründe dafür sind eine steigende Produktivität und eine starke Marktstellung der Koreaner bei IT-Produkten. China ist nicht nur für Japan, sondern auch für Südkorea der wichtigste Handelspartner und wird somit auch hier positiv auf die koreanische Volkswirtschaft wirken.

Südostasien hat sich von der Finanzkrise 1997 gut erholt und setzt seinen Aufwärtstrend fort. Die wirtschaftliche Integration der ASEAN-Staaten schafft einen Binnenmarkt von knapp 500 Millionen Konsumenten und ein aggregiertes BIP in Höhe von rund USD 700 Milliarden. Charakteristisch für diese Volkswirtschaften sind die gut ausgebildeten Arbeitskräfte und das relativ niedrige Lohnniveau. Im Sog der gigantischen Nachbarn China und Indien ist auch weiterhin davon auszugehen, dass Südostasien seinen dynamischen Wachstumspfad konsequent beschreiten wird.

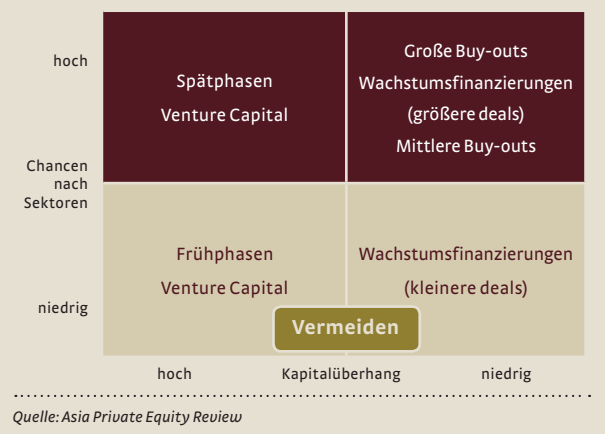
Südkorea und die Staaten Südasiens werden von den Entwicklungen in China und Indien überproportional profitieren können. Im Sog der konsumfreudigen Mittelklasse werden diese Volkswirtschaften ihre wirtschaftliche Dynamik steigern. Daher empfehlen wir, über panasiatische Private-Equity-Fonds in diese Länder zu investieren.

Strategische Kapitalallokation/ Empfehlung

Nach Auswertung der Ergebnisse dieser Studie kommen wir zu der Empfehlung, dass Anleger den Fokus in Asien sowohl auf die aufstrebenden als auch auf die reifen Volkswirtschaften legen sollten.

Dabei sollte in den reifen Volkswirtschaften, wie Japan, Australien und zu Teilen auch Südkorea, die Konzentration auf dem traditionellen Buyout-Sektor liegen. In Japan und Südkorea liegen große Vermögenswerte in den Konglomeratsstrukturen. Durch Private-Equity-finanzierte Spin-offs und Umstrukturierungen bieten Buyout-Fonds herausragende Möglichkeiten. Australien hat sich zum wichtigsten Buyout-Markt in der Region entwickelt und wir gehen davon aus, dass diese Entwicklung die nächsten Jahre Bestand haben wird.

Abb. 12 ← Worauf Private-Equity-Investoren in Asien-Pazifik achten müssen



In den schnell wachsenden aufstrebenden Volkswirtschaften empfehlen wir eine selektive Investition in Growth Financing. Die angesprochene Entstehung einer riesigen Mittelklasse in Teilen Asiens wird die Binnennachfrage in Asien stark anwachsen lassen. Der steigende Konsum wird vor allem der Konsumgüterbranche, der Finanzbranche, der Automobilbranche, der Freizeitindustrie, den Medien, der Telekommunikation und der Pharmaindustrie zugute kommen.

Allokation nach Finanzierungsphasen

Wir empfehlen, bei der Portfoliokonstruktion im Hinblick auf die spezielle Finanzierungsphase den Anteil der Large Buyouts, also globaler oder regionaler Private-Equity-Firmen mit Fonds über USD 1 Milliarde, überzugewichten. Das Midmarket-Buyout-Segment sollte mit länderübergreifenden Fonds sowie länderspezifischen Fonds für Australien, Japan und Indien mit positiven Wachstumsperspektiven genauso im Portfolio vertreten sein, wie Growth Financing über regionale Firmen mit größeren Fonds und panasiatischen Strategien. Das Venture-Capital-Segment sollte untergewichtet und nur sehr selektiv in ausgewählte Fonds, die bereits über einen aussagekräftigen Leistungsnachweis verfügen, investiert werden.

Sektoren mit einem hohen Kapitalüberhang werden gemieden, da dies die Gefahr steigender Preise und sinkender Performance birgt. Aus diesem Grund sollte bspw. Venture Capital untergewichtet werden, da in diesem Segment die Gefahr eines hohen Kapitalüberhangs besteht. Demgegenüber besteht im Buyout-Sektor de facto die Tendenz einer Kapitalknappheit. Eine Fokussierung auf den Buyout-Bereich konfrontiert den Investor, im Vergleich zu einem stärkeren Engagement auf dem Venture-Capital-Markt, somit nicht mit der Kapitalüberhangs-problematik und den sich daraus ergebenden Konsequenzen. Zusätzlich wird durch Konzentration auf Fonds mit einem Fokus auf Buyouts und Growth Financing in etablierten Wirtschaftsbereichen eine Reduzierung des Investitionsrisikos erreicht, da die fokussierten Zielunternehmen in der Regel eine geringere Volatilität im operativen Geschäft aufweisen und über einen positiven Cash-Flow verfügen. Start-Ups oder Early-Stage-Investitionen können sich hingegen, wegen den fehlenden Cash-Flows und den in der Entwicklung stehenden Unternehmensstrukturen, für den Investor schnell zu einem Fass ohne Boden entwickeln und stellen somit Investitionen mit einem erhöhten Risiko dar. Unbestritten ist die Tatsache, dass es bestimmt lukrative Venture-Capital-Zielunternehmen auf dem asiatischen Markt gibt, aufgrund der oben angesprochenen Kapitalüberhangs- bzw. Wettbewerbsproblematik ist eine Allokation dieser Perlen zu einem vernünftigen Preis jedoch schwierig.

Geographische Allokation

Eine Übergewichtung der großen globalen Private-Equity-Firmen mit Asien-Exposure oder pan-asiatischer Ausrichtung, welche über die Größe und die Strategie verfügen mit denen sie von den positiven Entwicklungen auf dem Large-Buyout-Segment in Asien profitieren können, ist zu empfehlen. Weiterhin interessant sind Fonds mit Fokus auf die reifen Volkswirtschaften Japan, Südkorea und Australien. Auch diese Fonds müssen allerdings die Überzeugungskraft aufweisen, um die großen Deals stemmen zu können. Die beiden Schwergewichte der Region Indien und China sind unserer Einschätzung nach unterzugewichtet bzw. nur sehr selektiv in das Portfolio aufzunehmen.

Bei Private-Equity-Investitionen ist es zudem von besonderer Bedeutung, darauf zu achten, Manager zu finden, welche über die notwendige Erfahrung, das Wissen, ein breites Netzwerk und spezifische Asienkenntnisse verfügen. Wir warnen vor Early Stage Venture Capital, Fonds mit unerfahrenem Management und vor Buyouts mit kleinen Transaktionsgrößen.

VI. FAZIT

In wenigen Jahren wird sich das Bild der Weltwirtschaft komplett verändern. Angetrieben vom starken Wirtschaftswachstum wird es in Asien zu massiven Umwälzungen kommen. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass solche Transformationen lukrative Chancen für Investoren bieten. Private-Equity-Investitionen in diese Boomregion müssen allerdings differenziert betrachtet werden. Zum einen muss unterschieden werden, welche Finanzierungsstadien am interessantesten sind und zum anderen, welche Länder das größte Potenzial bieten.

Diese Studie hat gezeigt, dass von den beiden Riesen China und Indien zum großen Teil die Umwälzungen in der Region ausgehen, andere Länder allerdings aussichtsreichere Investitionsmöglichkeiten bieten. Die reifen Märkte der Region wie Japan, Australien, Südkorea, Hongkong oder Singapore kommen alle in den Genuss der positiven Auswirkungen des wirtschaftlichen Booms in China und Indien. Sie bieten Investoren jedoch zusätzlich eine höhere Rechtssicherheit und aufgrund der entwickelten Strukturen und Rahmenbedingungen in Bereichen, wie bspw. dem Buyout-Segment, äußerst lukrative Anlagemöglichkeiten. Die auf China und Indien konzentrierte Gefahr eines Kapitalüberhangs im Venture-Capital-Bereich erfordert zwingend eine äußerst selektive Investition in diesem Bereich.

Chinas und Indiens Aufstieg zu Weltmächten rückt die beiden Staaten in den Mittelpunkt der öffentlichen Wahrnehmung. Private-Equity-Investoren müssen darauf achten, dass andere asiatische Staaten im Mittelpunkt der eigenen Anlagestrategie stehen. ★

Rechtlicher Hinweis

Diese Publikation stellt weder einen Verkaufsprospekt noch ein Angebot zum Kauf dar. Die hierin enthaltenen Informationen dienen lediglich dazu, einen Überblick zu geben, und ersetzen auch nicht ein Beratungsgespräch. Die Angaben sind ohne Gewähr und können ohne Vorankündigung geändert werden. Es wird dringend empfohlen, eine Anlage erst nach Prüfung des allein verbindlichen Verkaufsprospektes zu tätigen, da ausschließlich dieser diejenigen Angaben

enthält, die zur Beurteilung der Anlage erforderlich sind. Der Verkaufsprospekt wird von der STAR Private Equity VI Beteiligungs GmbH & Co. KG, Südliche Münchner Straße 1, 82031 Grünwald, zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Vor einer Anlage sollte jeder Anleger die Einzelheiten und Risiken der Vermögensanlage unter Berücksichtigung seiner persönlichen Verhältnisse eingehend prüfen und die Beurteilung fachlicher Berater, insbesondere seines Steuerberaters, einholen.

Quellenangaben

- 1 AVCJ, Venture Economics & NVCA, EVCA, Somerset.
- 2 Venture Economics (Renditen zum 30.6.2006).
- 3 Boettcher, J. (2006): The China Paradigm Factor.
- 4 Goldman Sachs; CHINDIA: A New World Economic Order by 2020, Oktober 2006.
- 5 IMF International Monetary Fund; Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen.
- 6 Börsen-Zeitung, Ausgabe 92 vom 15.05.2007, S. 6.
- 7 SCM Strategic Capital Management AG, „The State of the Asian Private Equity Markets“, Februar 2007.
- 8 IMF International Monetary Fund, F & D, Juni 2006, Vol. 43, Nr. 2.
- 9 Forbes.com, 04.06.2007.
- 10 Süddeutsche Zeitung, 18.08.2005.
- 11 Bloomberg.
- 12 Roger Leeds, Julie Sunderland: Private Equity Investing in Emerging Markets.
- 13 Asian Private Equity Review, APER 2006 Year-End Review, 2007.
- 14 Asian Private Equity 2007, The Guide 2007 to Private Equity & Venture Capital in Asia, 2007.
- 15 Asian Private Equity Review, APER 2007 Mid Year Data Issue.
- 16 Thomson Financial, 2006 Year-End Report, Januar 2007.
- 17 Der hier verwendete Renditebegriff basiert auf der Berechnungsmethode des Internen Zinsfußes, der sog. IRR-Methode (Internal Rate of Return).
- 18 Asian Private Equity Review – 2005 Year-End Key Points.
- 19 Asian Private Equity Review.
- 20 IMF, World Economic Outlook, April 2007.
- 21 Asian Development Bank, Asian Development Outlook 2007, 2007.
- 22 <http://german.china.org.cn>
- 23 http://www.welt.de/print-welt/article218729/Erstaunliche_Rekorde.html
- 24 IMF, World Economic Outlook, April 2007; Asian Development Bank, Asian Development Outlook 2007, 2007.
- 25 IMF International Monetary Fund, Regional Economic Outlook – Asia and Pacific, April 2007.
- 26 Goldman Sachs, The BRICs Dream, 2006.
- 27 Auswärtiges Amt Bundesrepublik Deutschland, Länderinformationen Japan, Mai 2007.



RISING STAR
Invest with the best

Seestrasse 46
CH-8598 Bottighofen
Switzerland

Phone +41 71 68 69 400
Fax +41 71 68 69 415

E-Mail info@risingstar.ch
www.risingstar.ch