

Ausgabe
2/2008



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.



CHINA, INDIEN UND IHRE PRIVATE-EQUITY-MÄRKTE

in Kooperation mit der



Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG)
Lehrstuhl International Management-South East Asia

INHALT

VORWORT	3
Abstract – Zusammenfassung	4
EINLEITUNG	5
1. CHINA	5
1.1 Das Wiedererwachen der Volksrepublik China	5
1.2 Wachstum – ein ökonomischer Imperativ	6
1.3 Ökonomische Grenzen	6
2. INDIEN	7
2.1 Indien – eine graduelle Entwicklung	7
2.2 Immer noch in der ersten Phase der Transformation	7
2.3 Indiens Herausforderungen	8
3. CHINA UND INDIEN IM VERGLEICH	9
3.1 Wesentliche Unterschiede	9
3.2 Die Entstehung von zwei Massenkonsummärkten	9
3.3 Wie schnell können China und Indien in Zukunft wachsen?	10
3.4 Die Jagd nach Renditen	11
4. PRIVATE EQUITY IN CHINA UND INDIEN – RISIKEN UND CHANCEN	12
4.1 Zahlen und Fakten	13
4.2 Aktiv in China und Indien investieren	13
4.3 Chancen und Risiken	15
4.4 Ausstiegsoptionen	15
SCHLUSSFOLGERUNGEN	16

► 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

Auflage
2.500 Exemplare

Über die RISING STAR AG

Die RISING STAR AG ist auf Alternative Investments in den Anlageklassen Private Equity, Hedgefonds und Rohstoffe spezialisiert. STAR im Namen steht für Strategy Target Absolute Retrun.

Im Jahr 2001 hat RISING STAR mit dem RISING STAR I Hedge-Zertifikat das erste bankenunabhängige Hedgefonds-Investment im deutschen Markt positioniert, das seit sechs Jahren zu den international erfolgreichsten Hedgefonds-Produkten zählt. Die STAR Private-Equity-Serie, die sich auf die dynamischsten Wirtschaftsregionen der Welt fokussiert, leistete bereits nach zwei Jahren die höchste Sonderausschüttung in Deutschland in diesem

Zeitraum. Kennzeichen aller Investmentprodukte der RISING STAR AG ist es, Zugang zu den international erfolgreichsten Managern zu offerieren, die nur einem limitierten Anlegerkreis zugänglich sind. Deshalb zählen zu den Investoren der RISING STAR AG institutionelle Anleger, vermögende Familien, renommierte, private Geschäfts- und Verbundbanken sowie erfolgreiche internationale Vermögensverwalter und Finanzinstitute. In unterschiedlichen Portfoliostrukturen verwaltet die RISING STAR AG ein Anlagevolumen von über 1,3 Milliarden CHF. Der Sitz des Unternehmens befindet sich in Bottighofen bei Zürich.

© 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.



DER AUTOR

Raphael L. Kästli
*Universität St. Gallen,
Hochschule für Wirtschafts-,
Rechts- und Sozialwissen-
schaften (HSG)*

VORWORT

Wir freuen uns, Ihnen mit der beigefügten Studie „China, Indien und ihre Private-Equity-Märkte“ den ersten, in Kooperation mit der Universität St. Gallen erstellten Research-Bericht vorzustellen. Unsere Zusammenarbeit mit führenden Hochschulen in Europa, wie der European Business School, haben wir durch eine Kooperation mit dem Research Institute International Management – South East Asia der Universität St. Gallen konsequent weiter ausgebaut. Zielsetzung unserer Zusammenarbeit ist es, wissenschaftliche Forschungsschwerpunkte und empirische Marktexpertise für die umfassende Beurteilung von Investitionsentscheidungen zusammenzuführen. Die vorliegende Research-Studie „China, Indien und ihre Private-Equity-Märkte“ ist eine Zusammenfassung der politischen und wirtschaftlichen Situation Chinas und Indiens als größte Katalysatoren der dynamischsten Wachstumsregion der Welt: Asien-Pazifik. Diese Studie beleuchtet und bewertet detailliert, welche Funktion die beiden Giganten übernehmen und welche spezifischen Chancen und Risiken sich für Investoren ergeben. Außerdem wird darauf hingewiesen, dass sich durch das nachhaltig hohe Wirtschaftswachstum in der bevölkerungsreichsten Region der Welt eine Konsumnachfrage entwickelt, die historisch in diesem Ausmaß unbekannt ist. Der damit verbundene ökonomische Aufstieg der asiatisch-pazifischen Staaten wird einen Großteil der Weltbevölkerung erfassen und das aktuelle Gesicht der Weltwirtschaft nachhaltig verändern.

Der Strukturwandel in der Region Asien-Pazifik ermöglicht Investitionschancen, von denen Anleger, insbesondere mit unternehmerischen Beteiligungen in der Anlageklasse Private Equity, am stärksten profitieren können. Damit haben Investoren nochmals eine vergleichbare Chance wie beim Aufstieg der USA zur Wirtschaftsmacht des 20. Jahrhunderts oder wie beim Aufstieg Asiens zur Wirtschaftsmacht des 21. Jahrhunderts. In Phasen nachhaltig starken wirtschaftlichen Wachstums wurden in den entwickelten Volkswirtschaften in Europa und in den USA die größten Vermögen begründet. Die Studie zeigt jedoch deutlich, dass trotz positiver wirtschaftlicher Rahmenbedingungen eine differenzierte Betrachtung der einzelnen Private-Equity-Märkte in Asien für einen Anlageerfolg entscheidend ist. Gerade im Hinblick auf die Investitions- und Rechtssicherheit ergeben sich deutliche Unterschiede. Weitergehende Informationen stellen wir Ihnen mit der bereits erschienenen STAR Research-Studie „Der Aufstieg Asiens – Worauf Private-Equity-Investoren achten müssen“ auf der Internetseite der RISING STAR AG unter www.risingstar.ch zur Verfügung.

Ihr RISING STAR Research-Team

CHINA, INDIEN UND IHRE PRIVATE-EQUITY-MÄRKTE

in Kooperation mit der



Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG)
Lehrstuhl International Management-South East Asia

► Abstract

China and India are the two most populous countries in the world and are among the fastest growing emerging markets. Both countries are in the midst of an ambitious transition, and face considerable economic and social challenges. With over a billion inhabitants and a low per capita income each, both countries appear similar but most characteristics are very different. China's population is ageing, while more than a third of India's population is under age of working. In China, manufacturing is the fastest growing sector, while in India the service sector includes the countries' most dynamic enterprises. Although China and India have both undertaken considerable reforms in recent years, neither country has a fully functioning market economy. Accounting standards, corporate governance, transparency, and the rule of law remain problems throughout the region. Future growth will need additional reforms and financing. Economic reforms will have to steadily improve the investment climate. Western venture capitalists must be well prepared and well versed in the nuances of the Chinese and Indian environment, and adjusted to the specific contexts if they hope to maximize their chances of success in those intriguing and complex markets.

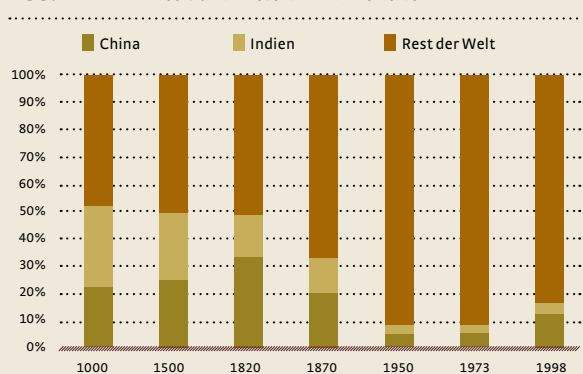
► Zusammenfassung

China und Indien sind die zwei bevölkerungsreichsten Länder dieser Welt und gehören zu den am schnellsten wachsenden Emerging Markets. Beide Länder befinden sich mitten in einer ehrgeizigen Übergangsphase und stehen vor grossen wirtschaftlichen und sozialen Herausforderungen. Mit mehr als einer Milliarde Einwohnern und einem niedrigen Pro-Kopf-Einkommen erscheinen die beiden Länder sehr ähnlich, weisen aber bei genauerem Betrachten der meisten Merkmale grosse Unterschiede auf. Chinas Bevölkerung wird immer älter, während mehr als ein Drittel der indischen Bevölkerung noch unter dem arbeitsfähigen Alter liegt. Die industrielle Produktion ist der am schnellsten wachsende Sektor in China, während sich in Indien im Dienstleistungssektor die am dynamischsten wachsenden Unternehmen finden. Obwohl China und Indien in den letzten Jahren erhebliche Reformen erfolgreich umgesetzt haben, verfügen beide Länder noch nicht über eine voll funktionsfähige Marktwirtschaft. Mangelnde Buchhaltungsstandards, fehlende Corporate Governance, Intransparenz und ein schlecht funktionierendes Rechtssystem bleiben weiterhin zu bewältigende Herausforderungen. Die zukünftige ökonomische Entwicklung wird hauptsächlich von weiteren Reformen und Finanzierungsmöglichkeiten für die Wirtschaft abhängen. China und Indien müssen ihre Wirtschaftsreformen weiter vorantreiben, um das Investitionsklima allmählich zu verbessern. Gleichzeitig werden Risikokapitalgeber vermehrt Gewicht auf ein gutes Verständnis der lokalen Gegebenheiten legen müssen, um die Komplexität der chinesischen und indischen Märkte zu erfassen und ihre Chancen auf Erfolg zu wahren.

EINLEITUNG

China und Indien gehörten im Laufe der Geschichte immer zu den Ländern, in denen fast die Hälfte der Weltbevölkerung lebte (Maddison, 2001). Bis Anfang des 19. Jahrhunderts war ihnen auch annähernd die Hälfte der Weltproduktion zuzuschreiben. Mit Einsetzen der Industrialisierung¹ und der Kolonialisierung durch die westlichen Mächte ist die wirtschaftliche Entwicklung beider Länder stark ins Hintertreffen geraten, besonders in Bezug auf den Anteil an der Weltbruttowertschöpfung.² Auch während ihres sozialistischen ökonomischen Experiments im zwanzigsten Jahrhundert blieb der wirtschaftliche Output beider Länder niedrig. Erst als diese Experimente Ende der 80er Jahre scheiterten, begann für beide Länder ein langer Prozess ökonomischer Reformen (Ippolito, 2007).

Abb. 1 ► Anteil am Welt-BIP in Prozent



Quelle: Angus Maddison

China und Indien gehören gegenwärtig zu den vielversprechendsten Volkswirtschaften der Welt (Tannon, 2006). Heute stellt sich nicht mehr die Frage, ob China und Indien ihre Bevölkerung ernähren können, sondern viel mehr, wann beide Länder zusammen wieder die Hälfte der Weltproduktion stellen.³

1. CHINA

1.1 ► Das Wiedererwachen der Volksrepublik China

Chinas ökonomische Reformen erfolgen seit Anfang der wirtschaftlichen Öffnung in geordneten Bahnen (Frey und de Pablo, 2004). Deng Xiaoping, damaliger Führer der Kommunistischen Partei Chinas, begann mit der wirtschaftlichen Öffnung 1978 (Ippolito, 2007), zu einem Zeitpunkt, als die gesamte Wirtschaft noch staatlich kontrolliert wurde und noch immer unter den negativen Auswirkungen der Kulturrevolution litt. China hat über die Jahre verstanden, seine administrative und politische Macht zu nutzen, den Agrar- und Industriesektor zu reformieren, die Infrastruktur zu modernisieren und das Bildungskapital nachhaltig zu erhöhen. 1984 wurden die ersten „Special Economic Zones“ an Chinas Südküste errichtet. Investoren wurden durch Steuererleichterungen, liberale Handelsbedingungen und spezielle Landnutzungsrechte angezogen. Heute sind die inzwischen sogenannten „National Economic and Technological Development Zones“ über ganz China verteilt und die Liberalisierung wurde auf sämtliche wirtschaftlichen Bereiche ausgedehnt. Diese Liberalisierung ermöglicht heute gewisse Eigentumsrechte sowie die Restrukturierung bzw. sogar die Auflösung ehemals staatlicher, unrentabler Unternehmen und manifestiert sich ebenfalls in sinkenden Handelsstarifen und inzwischen auch in „wholly foreign owned enterprises“ (WFOE), Unternehmen, die zu 100 % ausländischen Gesellschaften gehören (Frey und de Pablo, 2004).⁴ Der Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation (WTO) 2001 war ein weiterer wichtiger Schritt in Richtung Öffnung und Integration in die Weltwirtschaft. Dennoch wird China einen weiten Weg bis zur vollständigen Umsetzung seiner Verpflichtungen gehen müssen.⁵

Chinas Volkswirtschaft wächst seit mehr als einem Jahrzehnt überdurchschnittlich (Smith, 2006). Offizielle Statistiken gehen von einem jährlichen Wachstum von rund 9 % für die letzten Jahre aus.⁶ Andere Indikatoren⁷ besagen jedoch, dass das Wachstum noch höher liegt. Chinas jüngste Wachstumsphase war unausgewogen und die Wirtschaft zeigte klare Zeichen von Überhitzung (Frey und de Pablo, 2004). Das Ungleichgewicht war hauptsächlich durch hohe Investitionsausgaben und geringen privaten Konsum entstanden, wobei erwartet wird, dass der private Konsum langsam aber stetig weiter zunimmt. Die Regierung ist sich der in vielen Sektoren abzeichnenden Überkapazitäten und der daraus entstehenden Notwendigkeit Investitionen zu drosseln, durchaus bewusst. Der Bankensektor wurde angewiesen, seine Reserven zu erhöhen, um das Geldangebot und die Aktivgeschäfte zu bremsen.⁸ Die chinesische Zentralregierung zögert allerdings,

4 Grundsätzlich ist es immer noch so, dass die chinesische Regierung Privateigentum nur dann anerkennt, wenn es als Zubehör von öffentlichem Eigentum betrachtet werden kann, sprich öffentlichem Eigentum dienlich ist (Tan 1999).

5 NZZ, 17.11.06, Nr. 268, S. 21.

6 <http://www.stats.gov.cn>

7 OECD economic outlook 2007, volume 2007/1, No. 81 June.

8 http://www.chinarevaluation.com/history_of_growth_chinas_overheating_economy.htm

1 <http://lexikon.meyers.de/meyers/Industrialisierung>

2 Western Europe overtook China already in the 14th century. But only at the beginning of the 19th the locus and characteristics of economic leadership effectively changed (Maddison 2001, S. 46).

3 Gemessen an der Kaufkraft.

aus Angst vor einer harten Landung der Wirtschaft analog Mitte der 90er Jahre, härtere Massnahmen, wie eine starke Zinserhöhung, einzuleiten. Die nachhaltige Aufrechterhaltung des chinesischen Wirtschaftswachstums ist für China im Kampf gegen Arbeitslosigkeit und soziale Unruhen absolut entscheidend. Selbst wenn Chinas Wirtschaftswachstum sich graduell auf lange Sicht abkühlen sollte, so wird doch erwartet, dass das Wachstum in den kommenden Jahren auf dem derzeitigen Niveau bleiben wird (OECD Economic Outlook 2007).⁹

1.2 ► Wachstum – ein ökonomischer Imperativ

Ungeachtet des vergangenen Erfolgs liegt der Schlüssel für das zukünftige Wachstum und die Stabilität Chinas in weiteren strukturellen Reformen. Die aktuellen Herausforderungen liegen dabei insbesondere in der Restrukturierung des immer noch grossen staatlichen Unternehmenssektors, der Stärkung des Bankensystems, der Errichtung sozialer Vorsorgesysteme und der Beseitigung von Engpässen in Infrastruktur und natürlichen Ressourcen (Frey und de Pablo, 2004). Obwohl der chinesische Staat immer noch einen grossen Teil der wirtschaftlichen Aktivitäten bestimmt, wächst der Wettbewerbsdruck innerhalb Chinas aber auch im Verhältnis zum Rest der Welt stark an. Der Anteil an Transaktionen, die zu Marktpreisen getätigt werden, stieg in den vergangenen Jahren rasch und hat die 90 %-Marke schon fast erreicht (Lardy, 2002). Dank steigendem Konkurrenzdruck, dem besonders staatliche Unternehmen ausgesetzt sind, ist deren Ineffizienz offensichtlich geworden. Offizielle Daten belegen, dass die Rendite auf Aktivposten der staatlichen Unternehmen in den späten 90er Jahren 5 % betrug und bis heute nur eine Steigerung auf 8 %¹⁰ erzielt hat - dies liegt weit unter dem Schnitt privater chinesischer Unternehmen. Die grundlegende Restrukturierung der staatlichen Unternehmen hat bisher nur zu steigender Arbeitslosigkeit geführt (Frey und de Pablo, 2004). Dies bringt China in ein Dilemma: Soziale Probleme erhöhen das Risiko sozialer Unruhen, falls die Restrukturierung des staatlichen Sektors zu rasch vorangetrieben wird. Erfolgt der Wandel jedoch andererseits zu langsam, dann schwinden die Aussichten auf weiteres wirtschaftliches Wachstum und dies birgt wiederum ein weiteres Risiko sozialer und politischer Instabilität. Reformen und Wachstum werden folglich gemeinsam ökonomische Imperative für China bleiben.

Wachstum muss finanziert werden

Keine Volkswirtschaft war je in der Lage ohne ein effizientes Finanzsystem als Intermediator zwischen Sparer und Investor problemlos zu wachsen. Chinas Bankensystem hat bislang diese Rolle nur mit geringer Effizienz erfüllt (Ippolito, 2007). Die meisten Banken sind immer noch staatlich und stark mit notleidenden Krediten belastet. Dieses Problem ist ein Vermächtnis der jahrzehntelangen Kreditvergabe an unwirtschaftliche staatliche Unternehmen, die das Entstehen einer Kreditkultur weitgehend verhindert hat und sich bis heute in fehlendem

Wissen über Kreditbonität, Risikokontrolle und Risikopreisberechnung äussert. Die „faulen Kredite“ machten gemäss einer Schätzung von Standard & Poor's im Jahre 2000 mehr als 40 % aller ausstehenden Kredite aus und stellten die grösste wirtschaftliche Bedrohung für die chinesische Volkswirtschaft dar. Der bedrohliche Anteil wurde mit grösster Anstrengung innerhalb von drei Jahren auf 13 % reduziert (Boyazny, 2005). Dieser Rückgang zeigt, dass sich Chinas Regierung der Problematik bewusst war. Der chinesische Bankensektor hat sich auch anderweitig unter dem Druck internationaler Standards, wie beispielsweise die Eigenkapitalquote zu erfüllen, fortschrittlich verändert.¹¹ Trotzdem dürfen diese positiven Aspekte nicht über die wahren Probleme hinwegtäuschen, denn die notleidenden Kredite wurden weitgehend lediglich abgeschrieben oder aus den Bilanzen der Finanzinstitute in ausgelagerte Asset-Managementgesellschaften verschoben (Frey und de Pablo, 2004). Der prozentuale Rückgang wurde zudem durch starkes wirtschaftliches Wachstum unterstützt. Unter den Marktanalysten haben sich deswegen auch zwei Meinungslager gebildet: Die Einen glauben fest, dass die positive Entwicklung eine beispiellose Chance für überdurchschnittliche Gewinne im Verhältnis zum Risiko für kommende Jahre darstellt; den Andern schwindet die Geduld auf eine nachhaltige Problemlösung zu warten (Boyazny, 2005). Befürworter von Investitionen in China sind der Meinung, dass anfängliche Herausforderungen in der Umsetzung der Wirtschaftsreformen in einer solch grossen Volkswirtschaft nicht zu vermeiden sind. China bemüht sich um eine kontinuierliche Verbesserung wirtschaftlicher Rahmenbedingungen und der Rechtssicherheit, speziell auf dem Finanzsektor. Die sich verbessernde Kapitalunterlegung der Banken wird es dem chinesischen Staat erlauben, seinen Anteil im Finanzsektor weiter zu reduzieren. Allerdings war es hauptsächlich durch die grosse Liquiditätszuführung der Zentralbank ins Finanzsystem gelungen, eine durch notleidende Kredite verursachte Krise zu verhindern. Eine zu lose Finanzpolitik wird jedoch das strukturelle Problem am Leben erhalten. China hat bis heute seine Equity- und Bond-Märkte nicht vollständig für ausländische Investoren geöffnet und damit den chinesischen Firmen die Möglichkeit günstiger Finanzquellen vorbehalten. Will China eine Rezession wie die in Japan in den 90er Jahren vermeiden, wird es um eine baldige und vollständige Umsetzung der Reformen im Finanzsektor nicht umhinkommen.¹²

1.3 ► Ökonomische Grenzen

Chinas schnelles wirtschaftliches Wachstum in den letzten Jahren war eine treibende Kraft bei den Preissteigerungen globaler Rohstoffe. Die Nachfrage nach Rohstoffen stieg schneller als erwartet an, während Rohstoffproduzenten nur wenig in zusätzliche Förderkapazitäten investierten (Frey und de Pablo, 2004). Erst ein weiterer Preisanstieg und daraus erfolgende neue Investitionen werden Angebot und Nachfrage wieder näher zueinander bringen. Damit entstehen Spekulationen, in-

9 Cf. NZZ, 27./28.10.07, Nr. 250, S. 27.

10 <http://www.stats.gov.cn>

11 Cf. Zobel, Dieter und Kramer, Stefan, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schulthess Juristische Medien AG, Zürich 2004.

12 http://www.chinarevaluation.com/history_of_growth_chinas_overheating_economy.htm

wieferrn hohe Rohstoffpreise sich künftig auf das wirtschaftliche Wachstum auswirken werden. Heute ist Energie in China noch nicht wirklich ein Problem der Quantität, sondern eher der Qualität und der Distribution.¹³ Kohle macht in China zwei Drittel der primären Energieträger aus, wobei Kohle zur schlechtesten Qualitätsstufe gehört und somit auch hauptsächlich für die Luftverschmutzung in Städten und Industriezentren verantwortlich ist. Anstrengungen zur erhöhten Wasserkraftnutzung können nie mehr als einen Beitrag von 10 % zur gesamten Stromproduktion leisten. Alternativen wie Atomenergie werden Jahre benötigen, bis sie substanziell zur Energieproduktion beitragen können. Es ist anzunehmen, dass eine Versorgungsknappeheit, insbesondere auf dem Stromsektor, das wirtschaftliche Wachstum für eine gewisse Zeit bremsen wird (Lardy, 2002).

Was eher überrascht, ist der zukünftige Arbeitskräftemangel, dem China zu begegnen hat. Trotz der enormen Fülle an Arbeitskräften wird die Ein-Kind-Politik dem meistbevölkerteren Land¹⁴ der Welt wirtschaftlich Schwierigkeiten bereiten (Frey und de Pablo, 2004). Die chinesische Gesellschaft altert in einem Zeitraum von nur einer Generation überdurchschnittlich, sodass innerhalb sehr kurzer Zeit massiv weniger Arbeitskräfte eine überalterte Gesellschaft ernähren müssen. Es wird erwartet, dass Chinas wirtschaftliche Leistungsfähigkeit stark genug ist, die Kosten der gesellschaftlichen Transformation zu tragen. Dies ist jedoch nur unter den Bedingungen möglich, dass die Regierung die Reformen in gleichem Tempo wie bisher vorantreibt, der Bildungsstand weiter wächst und ausländische Investitionen neben Geld auch weiterhin technologisches Know-how mitbringen (Ippolito, 2007).¹⁵

Es ist wahrscheinlich, dass China wirtschaftlich weiterhin schneller wachsen wird als die Weltwirtschaft. Die anfänglich an Chinas Südküste angesiedelte Industrieproduktion bewegt sich langsam landeinwärts. Dadurch erreicht die ökonomische Entwicklung neue Regionen und führt zu höheren Einkommen und steigendem Konsum (Frey und de Pablo, 2004). Die Verwirklichung von Chinas Wachstumspotenzial ist und bleibt aber abhängig vom Effizienzzuwachs durch weitere ökonomische Reformen. Nur steigende Effizienz wird Ressourcenknappheit verringern, graduell die Wirtschaft restrukturieren und den Weg zur Integration in die Weltmärkte ebnen.

2. INDIEN

2.1 ► Indien – eine graduelle Entwicklung

Seit der Unabhängigkeit 1947 war Indien für lange Zeit eine weitgehend von den Weltmärkten abgeschottete, sozialistische Volkswirtschaft (Panagariya, 2004). Indien begann mit der Öffnung seiner Wirtschaft erst in den frühen 90er Jahren. Dies führte zu einem enormen Handelsbilanzdefizit, gefolgt von einer totalen Erschöpfung der Währungsreserven. Unter starkem Reaktionszwang lancierte die indische Regierung mit Unterstützung des Internationalen Währungsfonds ein weitreichendes Wirtschaftsreformprogramm. Bereits 1995 trat Indien offiziell der WHO bei, doch im Vergleich zu anderen Schwellenländern sind die Zolltarife bis heute hoch geblieben. Anders als in China¹⁶ existierte in Indien immer Privatbesitz (Bassolino, 2002), doch ebenso wie in China waren die wirtschaftlichen Aktivitäten an planwirtschaftliche Vorgaben gebunden. Trotz grundlegender Reformen seit Beginn der 90er Jahre ist Indien immer noch durch sein sozialistisches Vermächtnis belastet.

2.2 ► Immer noch in der ersten Phase der Transformation

Bis heute hängt Indiens Volkswirtschaft zu einem grossen Teil von der Landwirtschaft ab. Auch wenn der Agrarsektor weniger als 20 % zum Bruttoinlandsprodukt beiträgt, so sind immer noch mehr als zwei Drittel der Bevölkerung im primären Sektor tätig¹⁷, wobei der Hauptteil der Aktivitäten der Subsistenzwirtschaft dient. Indien hat es grösstenteils versäumt, seine Landwirtschaft zu modernisieren und Bewässerungsanlagen im grossen Stil einzuführen. Deshalb hängt die landwirtschaftliche Produktion heute noch massgeblich von Wetterfaktoren wie dem Monsun ab.

Indiens Industriesektor besteht traditionell aus grossen, stark regulierten und oftmals staatlichen Unternehmen (Frey und de Pablo, 2004), die über Jahrzehnte beträchtlichen Schutz vor externer Konkurrenz genossen. Verschiedene Industriesektoren wurden in den letzten Jahren für ausländische Investitionen geöffnet, was zunächst zu einem wichtigen Anstieg der Gebrauchsgüterproduktion führte. Die Schwerindustrie ist jedoch nach wie vor in staatlichem Besitz und teilweise fehlt immer noch der Druck zu Umstrukturierungsmassnahmen. Somit wird dieser Industriezweig noch auf Jahre hinaus international nicht konkurrenzfähig sein (Mathur, 2004).

Der Dienstleistungssektor macht mehr als die Hälfte des indischen BIP aus und umfasst einige von den konkurrenzfähigsten Unternehmen Indiens¹⁸, wie beispielsweise Informationstechnikunternehmen, die zu den bekanntesten Firmen ausserhalb Indiens gehören (Frey und de Pablo, 2004). Auch heute noch ist der Dienstleistungssektor zu einem grossen Teil staat-

13 Kohle im plus und Erdöl im minus.

14 China führt die Welt mit neu ins Berufsleben eintretenden Akademikern an und übertrifft die U.S.A. um mehr als 100 % (<http://www.uis.unesco.org>).

15 2006: Kapitalanhäufung von 45 %.

16 Erst seit Juli 2000 erkennt die Volksrepublik China offiziell Unternehmenswerte als privates Eigentum an.

17 <http://ibef.org/home.aspx>

18 <http://ibef.org/home.aspx>

lich und damit auch ineffizient und ein Hindernis für Wachstum. Noch ist der private Anteil am tertiären Sektor bescheiden, aber er spielt eine wichtige Rolle in der Transformation des gesamten Sektors. Private Unternehmen zum Export von IT-Dienstleistungen verzeichneten seit 2003 ein Wachstum von mehr als 50 %, gerade weil eine wachsende Anzahl amerikanischer und europäischer Unternehmen ihre Datenverarbeitungsprozesse und andere Serviceleistungen nach Indien verlagerten (Ippolito, 2007). Die Tatsache, dass mehr als 650.000¹⁹ IT-Experten 2003 für Indiens IT-Industrie arbeiteten, verleiht Indiens Potenzial in diesem Bereich Nachdruck. Eine Studie von Goldman Sachs²⁰ geht davon aus, dass sich diese Zahl bis zum Jahr 2012 auf mehr als 2 Millionen steigern wird. Die Anzahl der Absolventen im Studiengang Informatik belief sich 2004 auf rund 110.000, dazu kamen weitere 90.000 in angegliederten Fachbereichen. Ausserdem bildet Indien jährlich 300.000 Studenten in weiteren technischen Disziplinen aus. Diese grosse Zahl an Absolventen schafft einen riesigen Pool hoch qualifizierter Arbeitskräfte mit technischem Know-how, die alle der englischen Sprache mächtig sind.

Im Gegensatz zu vielen Industriestaaten, und gerade auch gegenüber China, weist Indien eine positive demografische Struktur auf. 35 % der Gesamtbevölkerung sind heute unter 15 Jahre alt. Die arbeitsfähige Gesellschaft wird somit bis 2030 um 335 Millionen zunehmen (OECD Economic Outlook 2007). Für dieses Potenzial an Arbeitskräften müssen neue Arbeitsplätze geschaffen werden. Es wird angenommen, dass jeder neue Arbeitsplatz im IT-Sektor indirekt weitere drei bis sechs Arbeitsplätze ausserhalb des IT-Sektors schaffen wird. Die sich ändernden Bedürfnisse der IT-Branche, die zu weitreichenden Reformen führen, gehen mit signifikanten Neuerungen in anderen Sektoren einher, wie zum Beispiel bei Finanzdienstleistungen, der Telekommunikation oder im Bereich Luftfahrt. Alle diese Zweige waren bisher Engpässe für wirtschaftliches Wachstum und bedürfen umfangreicher Reformen. Wird die Regierung weiterhin ihre Reformen vorantreiben und die Wettbewerbshindernisse aus dem Weg schaffen, so wird die indische Bevölkerungsdynamik ihren Anteil zu ihrem und nachhaltigem Wirtschaftswachstum beitragen.

2.3 ► Indiens Herausforderungen

Indien sieht sich in den nächsten Jahren grossen Herausforderungen gegenüber, denn die Reformen der 90er Jahre haben Indien wirtschaftlich gespalten (Ippolito, 2007). Einerseits sind führende Unternehmen entstanden, die sich auf dem Weltmarkt erfolgreich behaupten, auf der anderen Seite blieb der Industriesektor weitgehend geschützt und gemessen an internationalen Standards wenig wettbewerbsfähig. Protektionismus der Kleinindustrie hat dazu geführt, dass die industrielle Produktion der Entwicklung weit hinterher hinkt. Durch Lizenzbeschränkungen für bestimmte Güter konnten Skaleneffekte nie genutzt werden. Zudem blieben Verwaltung und das Rechtssystem bis heute bürokratisch (Frey und de Pablo 2004). Die Gründer von Infosys benötigten zwei Jahre und mussten mehrmals nach Delhi reisen, bis sie eine Bewilligung für ihren ersten Tele-

fonanschluss erhielten. Solche Hindernisse sorgten denn auch viele Jahre für eine umfassende Blockierung unternehmerischer Aktivitäten. Bis heute werden internationale Investoren von langen Genehmigungsverfahren abgeschreckt. Obwohl das Wirtschaftsleben ständig vereinfacht wird, ist Indien von westlichen Standards noch weit entfernt: Die schwache Infrastruktur im Bereich Transport, Kommunikation, Betriebsmedien und die fehlenden effizienten staatlichen Dienstleistungen bleiben langfristig zu bewältigende Herausforderungen (Mathur, 2004). Auch wenn in speziellen Wirtschaftszonen modernste Infrastruktur zur Verfügung steht, so bleibt die indische Wettbewerbsfähigkeit als Ganzes im Vergleich zu anderen asiatischen Ländern zu gering. Es wird noch Jahre dauern, bis Indiens Basisinfrastruktur das vergleichbare Niveau von Ländern der Region erreicht.

Eine unübersehbare Schwäche der indischen Wirtschaft rührt von der chronisch schwachen Finanzpolitik her (Frey und de Pablo, 2004). Das Staatsdefizit ist zwar letztlich unter 5 % gefallen, der Primärsaldo bleibt jedoch im Defizit. Die Verschuldung der Lokalregierungen wächst immer mehr und lässt das konsolidierte Defizit der öffentlichen Hand auf mehr als 10 % anschwellen. Die Folge sind ständig steigende Staatsschulden, die heute mehr als 65 % des Bruttoinlandsproduktes ausmachen und sich vor wenigen Jahren noch auf 50 % beliefen. Indien wird sich Dank seiner wachsenden Exporte und des Kapitalzuflusses, wohl kaum in Zahlungsbilanzschwierigkeiten hineinmanövrieren, denn trotz loser Finanzpolitik blieben die Zinsraten bis heute niedrig (Mathur, 2004). Ausreichende Liquidität, niedrige Inflationserwartungen und eine strikte Kapitalkontrolle begünstigen ein Umfeld niedriger Zinsen. Allerdings mischt sich Indien, wie viele andere asiatische Staaten, in den Devisenmarkt ein, um eine Aufwertung seiner Währung zu verhindern. Steigende Exporte und Kapitalzufluss liessen jedoch die Kapitalreserven ständig anwachsen. Die Regierung wird daher die ständige Geldmengenausweitung neutralisieren müssen. Das tiefe Zinsniveau wird schlussendlich zu einem Ende kommen, entweder durch teurere Kreditkonditionen, steigende Inflationserwartungen oder durch eine Aufwertung der indischen Währung. Dennoch kann Indien beachtliche Fortschritte in Bezug auf Stärkung und Verbesserung der Kapitalausstattung verbuchen (Frey und de Pablo, 2004). Die Öffnung des inländischen Bankensektors, die Liberalisierung des Zinsfusses, die Kapitalmarktentwicklung und Ermöglichung handelbarer Emissionszertifikate führten zu einer beständigen Erhöhung des Intermediationsniveaus (Ippolito, 2007). Unglücklicherweise hat die indische Regierung Mitte der 90er Jahre im Finanzmarkt angesichts ihrer damaligen finanziellen Notlage interveniert. Aufgrund dieses negativen Erlebnisses profitiert Indiens Wirtschaft heute nicht in dem Ausmass von den internationalen Kapitalmärkten, wie eigentlich möglich wäre (Mathur, 2003) und seine Rolle in der Weltwirtschaft ist auch heute noch marginal (Frey und de Pablo, 2004). Indien hat sich jedoch vergleichsweise starke Vorteile in IT- und mit IT zusammenhängenden Dienstleistungen geschaffen - in einer Zeit, in der die Weltwirtschaft mehr und mehr von diesen Dienstleistungen abhängt. Auch wenn die Bedeutung Indiens als Zentrum für IT-Dienstleistungen jährlich weiterhin stark zunimmt, so ist nicht zu erwarten, dass die IT-Industrie einmal den Hauptteil des Bruttoinlandsproduktes ausmachen wird (Mathur, 2003). Die positiven Auswirkungen der IT-Branche auf andere Wirtschaftszweige sind jedoch vielversprechend.

19 <http://www.niit.com/ILB/India/asp/articles/CSR-article-May-6-2004.htm>

20 <http://www2.goldmansachs.com/insight/research/reports/99.pdf>

3. CHINA UND INDIEN IM VERGLEICH

Gemeinsamkeiten zwischen China und Indien sind weitgehend vordergründiger Natur. Vergleiche zwischen diesen beiden Nationen haben die Tendenz, sich rein auf Grösse der Volkswirtschaften, der Bevölkerung und deren späte wirtschaftliche Öffnung zu beziehen (Frey und de Pablo, 2004). Das Pro-Kopf-Einkommen, das Verhältnis des Exports zum BIP und die Bevölkerungsgrösse Indiens sind heute tatsächlich den jeweiligen Indikatoren Chinas vor zehn Jahren sehr ähnlich. Indien hat sich zudem gut positioniert, um mit China direkt um Arbeitskostenvorteile zu konkurrieren. Weiter verbindet Indien und China eine sozialistische Vergangenheit. Auch wenn Indien Privateigentum immer anerkannte, so war eine zentrale Planwirtschaft ein Charakterzug beider Staaten. Diese Vergangenheit hinterliess in beiden Ländern ähnlich grosse, ineffiziente und oft staatlich kontrollierte Industrien.

3.1 ► Wesentliche Unterschiede

Sowohl Indien als auch China weisen Schwächen in der Infrastruktur auf, dies jedoch aus ganz verschiedenen Gründen. Ein Gutachten des Global Competitiveness Report²¹ konstatiert, dass die Qualität der indischen Infrastruktur beständig hinter der Infrastruktur Chinas zurückliegt. Daten der Weltbank²² zeigen, dass weniger als 50 % der Strassen in Indien asphaltiert sind, während in China der Anteil bei 90 % liegt. Eine bedeutende Verbesserung der indischen Infrastruktur bahnt sich mit dem landesweiten Bau eines Schnellstrassennetzes an. Dieses Projekt umfasst ein Strassennetz von mehr als 13.000 Kilometern Länge, das heute zum grossen Teil schon realisiert wurde.²³ Der indische Staat erlaubt gegenwärtig auch vermehrt private Investitionen in Infrastrukturprojekte, wie beispielsweise Investitionen in Seehäfen, welche die Umladezeiten um ein Mehrfaches verkürzt haben. Die chinesische Infrastruktur scheint, wie bereits erwähnt, der indischen Infrastruktur überlegen zu sein (Anderson, 2004). Dennoch haben die letzten Jahre gezeigt, dass die Infrastruktur mit dem chinesischen Wirtschaftswachstum nicht mithalten kann. Engpässe in der Energieversorgung behindern die Wirtschaft, fehlende Hafkapazitäten beschränken den Handel. Wie Indien, so muss auch China erheblich in neue Infrastrukturprojekte und in deren Bewirtschaftung investieren, um das Wirtschaftswachstum auf dem jetzigen Niveau halten zu können.

Es gibt jedoch auch markante Unterscheide zwischen Indien und China. Diese betreffen in erster Linie die ausländischen Direktinvestitionen. Die Unterschiede zwischen beiden Ländern sind frappant, jedoch nur, wenn man rein nominelle Zahlenwerte vergleicht (Frey und de Pablo, 2004). Chinas Statistik zu ausländischen Direktinvestitionen schliesst Investitionen ein, die im

Inland von ausländischen Tochtergesellschaften getätigt werden. Indische Statistiken berücksichtigen diese sowie reinvestierte Gewinne und Kredite in Fremdwährung nicht. Dennoch liegt China in Bezug auf Direktinvestitionen vor Indien, auch wenn Indien über ein westlichen Ländern vergleichbares Rechtssystem verfügt und geistiges Eigentum im Vergleich zu China effektiver geschützt wird - was gerade in einer wissensbasierten Gesellschaft von absoluter Wichtigkeit ist. China sieht sich gerade in Bezug auf Direktinvestitionen aufgrund seines schwachen Finanzsystems grossen Herausforderungen gegenüber (Ippolito, 2007). Indiens Bankensystem ist nämlich heute bereits weit besser entwickelt, als das chinesische Pendant. Ausserdem stellt der chinesische Bankensektor heute vor allem in Bezug auf die Offenheit des Finanzsystems und die notleidenden Kredite ein nicht zu unterschätzendes Risiko dar. Deshalb ist eine fundamentale Restrukturierung des Sektors längst überfällig.

Einer der wichtigsten Unterschiede der beiden Länder betrifft deren demografische Entwicklung, denn Demografie ist ein wesentlicher, das wirtschaftliche Wachstumspotenzial auf lange Sicht bestimmender Faktor. Indiens arbeitsfähige Bevölkerung wird in den nächsten Jahren doppelt so stark wie die Bevölkerung Chinas anwachsen (Frey und de Pablo, 2004). Daraus resultiert, dass Indiens Arbeitskraft sich im Verhältnis zur Gesamtbevölkerung in den nächsten Jahren weiter steigert, während das alternde Bevölkerungsprofil Chinas zum Gegenteil führen wird.

3.2 ► Die Entstehung von zwei Massenkonsummärkten

Indien und China sind auch heute noch für viele Güter relativ kleine Märkte, auch wenn beide mit Abstand die bevölkerungsreichsten Länder der Welt sind (Berner und de Pablo, 2004). Dies erstaunt insofern nicht, da in beiden Ländern das Pro-Kopf-Einkommen nach wie vor sehr niedrig liegt. Es wird jedoch erwartet, dass China und Indien in den nächsten 20 Jahren zu einem Konsumgütermarkt heranwachsen, der gemessen an der Kaufkraft fünfmal der Grösse des heutigen U.S.-amerikanischen Gütermarkts entspricht.²⁴ Das weitere Wachstum dieser beiden Märkte wird jedoch hauptsächlich von ihrer Demografie bestimmt werden. Indiens relativ junge Gesellschaft lässt auf lange Zeit ein höheres wirtschaftliches Wachstumspotenzial, allerdings mit einer wachsenden Sparquote erwarten. Dieses wirtschaftliche Potenzial wird die Möglichkeiten Chinas übersteigen, wo ein wachsender Anteil älterer Menschen ihre Altersersparnisse konsumieren wird.

Der Aufstieg dieser beiden Volkswirtschaften ist nur das Ergebnis eines grösseren Phänomens, das die ganze Weltwirtschaft betrifft und deshalb nicht nur isoliert betrachtet werden darf (Bassolino, 2002). China und Indien sind heute wirtschaftlich viel offener, als es andere Staaten in ihrer vergleichbaren Entwicklungsphase waren. In Korea lag in den 60er Jahren als Beispiel der Handelsanteil gemessen am BIP bei 15 %, während es bei Indien heute 30 % und bei China 50 % sind.²⁵ Deshalb ist auch anzunehmen, dass diese Länder einem anderen Entwick-

21 <http://www.worldcompetitiveness.com/OnLine/App/Index.htm>

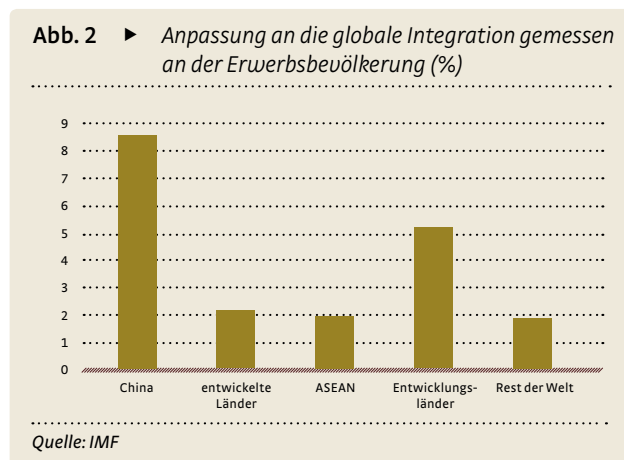
22 <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/SOUTHASIAEXT/INDIAEXT/N/O,,menuPK:295589--pagePK:141159--piPK:141110--theSitePK:295584,00.html>

23 http://en.wikipedia.org/wiki/Golden_Quadrilateral

24 <http://www2.goldmansachs.com/insight/research/reports/99.pdf>

25 <http://www.wto.org/>

lungsmuster folgen werden, als andere Staaten in der Vergangenheit. Heute sind Produktionsprozesse beispielsweise weitgehend integriert. Für China bedeutet dies, dass ungefähr die Hälfte des Endwerts der exportierten Produkte aus importierten Zwischenprodukten hervorgeht (Berner und de Pablo, 2004). Der Anteil der Wertschöpfung an einem chinesischen Elektronikexportprodukt kann deshalb zu mehr als der Hälfte aus einem anderen Teil der Welt stammen. Schlüsselkomponenten könnten aus Japan kommen, die Software könnte in Indien entwickelt worden sein, während das Design und die technische Planung amerikanischen Ursprungs sein könnten. Diese differenzierte Wahrnehmung ist äusserst wichtig, denn in den letzten Jahren sind gegenüber Indien und China Ängste entstanden, gerade weil viele Backoffice-Funktionen von globalen Unternehmen nach Indien ausgelagert wurden und China den Welttextilmarkt mit eigenen Produkten überschwemmt. Man muss jedoch bedenken, dass die Welt schon immer als Ganzes von Wirtschaftswachstum und Handel profitiert hat, auch wenn Segmente gewisser Industrien einschneidende Anpassungsprozesse durchlaufen mussten. Eine kürzlich vom Internationalen Währungsfonds veröffentlichte Studie zeigt, dass die Integration Chinas in die Weltwirtschaft die grössten Anpassungen in China selbst erfordern wird, während die Auswirkungen auf die Industriestaaten und den Rest Asiens marginal sein werden.

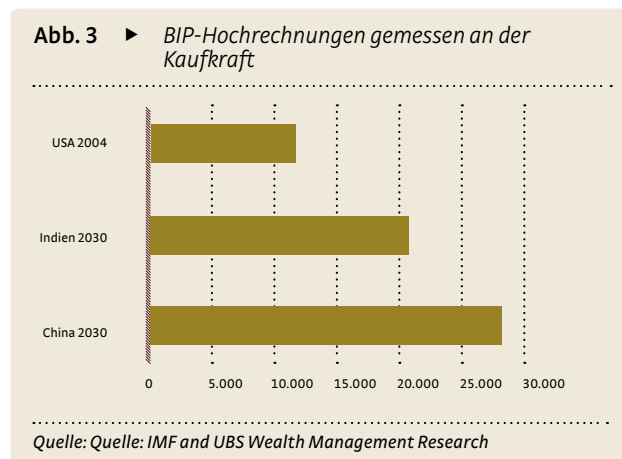


3.3 ► Wie schnell können China und Indien in Zukunft wachsen?

Ökonomische Aktivitäten werden durch die drei Variablen Kapital, Arbeit und Wissen (Technologie) bestimmt (Cobb und Douglas, 1928). Für jeden Anteil von Kapital bedeutet dies, dass eine Erhöhung der Arbeitskraft eine Erhöhung der wirtschaftlichen Aktivitäten bringt. Dasselbe gilt auch für Kapital und technische Innovationen. Wachstumserwartungen einer Volkswirtschaft müssen deshalb unter Einbeziehung aller drei Variablen berechnet werden.

Die UBS hat in einer ihrer Studien das Wirtschaftswachstum Indiens und Chinas anhand der Cobb-Douglas-Funktion berechnet.²⁶ Die UBS geht davon aus, dass beide Länder auf lange

Sicht stärker als die Industriestaaten²⁷ wachsen, gerade weil sie zum Wissensstand der westlichen Welt allmählich aufschliessen. Wenn die Einkommen steigen, wird sich die Produktivitätsrate Chinas und Indiens jedoch an die der Industriestaaten angleichen. Das Arbeitskräftewachstum basiert auf einer Schätzung der Vereinten Nationen, vernachlässigt allerdings sowohl positive als auch negative Wirtschaftswachstumsrisiken.²⁸ Eine vereinfachte Annahme impliziert, dass das Bevölkerungswachstum und die Produktivitätssteigerungen die treibenden Kräfte eines BIP-Wachstums sind. Das Resultat ist selbst unter relativ geringen Wachstumsannahmen beeindruckend. In U.S.-Dollars gemessen wird sich das BIP in Indien pro Kopf bis 2030 von 600 USD auf fast 2.800 USD verfünffachen und sich in China von 1.100 USD auf 5.000 USD mehr als vervierfachen. Simple Zahlen mögen vielleicht nicht so beeindruckend sein – rechnet man dies jedoch in Kaufkraftparität um, dann wird Indiens BIP pro Kopf 14.000 USD betragen und China fast die Marke von 20.000 USD erreichen. Gemessen an der Kaufkraft käme die chinesische Volkswirtschaft auf ein Kaufkraftvolumen, das dem doppelten des heutigen U.S.-amerikanischen Marktes entspräche.



Wachsendes Einkommen bringt steigenden Konsum; doch Konsum steigt nicht stetig mit dem Einkommen. Individuelles Konsum- und Sparverhalten wird nämlich von einer Vielzahl von Faktoren bestimmt, wie zum Beispiel dem aktuellen Wohlstandsniveau, Erwartungen bezüglich zukünftiger Einkommen und dem Zugang zu Krediten. Die bekannteste Theorie zu Konsum- und Sparverhalten beschreibt das menschliche Verhalten anhand eines Lebenszyklus (Ando und Modigliani, 1957). Die Theorie besagt, dass Individuen dahin tendieren in der Phase des Arbeitslebens Geld zu sparen, damit sie davon im Ruhestand zehren können. Deshalb ist die Sparrate einer Nation hauptsächlich vom Altersprofil der Gesellschaft abhängig. Indien verfügt über eine junge, China über eine schnell alternde Gesellschaft (Berner und de Pablo, 2004). Daraus lässt sich ableiten, dass der Konsum in China in den nächsten Jahren drastisch anwachsen, in Indien dagegen langsamer als das BIP ansteigen wird.²⁹ Solche Veränderungen ereignen sich jedoch in

26 $Y=AK^{\alpha}L^{1-\alpha}$ where A represents productivity, K is capital and L is labor.

27 -5%

28 Positive Auswirkungen, beispielsweise steigendes Bildungsniveau, bessere Infrastruktur; negative Auswirkungen: z.B. soziale und politische Spannungen.

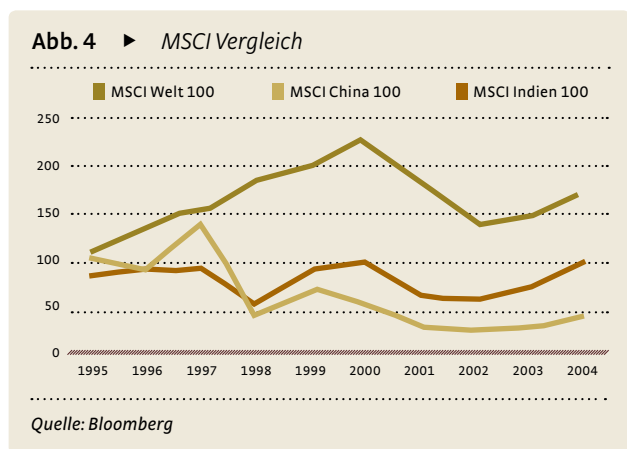
29 Chinas Konsumverhalten wird in den nächsten Jahren von 45% auf 57% (gemessen am BIP) anwachsen, während Indiens Konsumrate in derselben Zeit von 64% auf 48% fallen wird.

kleinen, inkrementellen Schritten über einen längeren Zeitraum.

Ein steigendes Pro-Kopf-Einkommen wird aber auch unwillkürlich zu einer Veränderung im Konsumverhalten der Gesellschaft führen. Der Wirtschaftswissenschaftler Ernst Engel war der erste, der die Beziehung zwischen Einkommen und Konsumverhalten im Jahre 1857³⁰ untersuchte. Er entdeckte dabei, dass bei wachsendem persönlichem Einkommen, der Anteil an Ausgaben für lebensnotwendige Güter wie Lebensmittel, Kleidung und Unterkunft sanken. Während der Anteil für Lebensmittel merkbar zurückging, blieb der Anteil für Unterkunft und Kleidung anfangs konstant. Das einfache Gesetz von Engel über Einkommen und Konsum ist für alle Länder und somit auch für China und Indien anwendbar. Die einzige Frage hierbei ist jedoch, ab welchem Einkommensniveau diskretionäre Ausgaben anfangen zu steigen und ob dies in China und Indien bereits der Fall ist.³¹

3.4 ▶ Die Jagd nach Renditen

China und Indien sind in den letzten zehn Jahren wirtschaftlich schnell gewachsen. Dennoch wurden die Investoren von den beiden Aktienmärkten weitgehend enttäuscht. Der Markt erholte sich zwar einige Male signifikant, aber konsolidiert haben China deutlich und Indien bis vor Kurzem, im Vergleich zum Rest der Welt, die Erwartungen nicht erfüllt.³² Volkswirtschaftliches Wachstum und Aktienmärkte müssen nicht zwingend Hand in Hand gehen. Wirtschaftliches Wachstum ist zwar ein entscheidender Faktor für Unternehmenswachstum, jedoch nicht entscheidend für den Gewinn pro Aktie (Meyer, 2004). Viele andere Faktoren, wie das Marktregulationsumfeld, Marktliberalisierung und vermehrtes Bewusstsein von Corporate Governance, scheinen wesentlich wichtiger zu sein. Investitionsgelegenheiten werden künftig auch nicht mehr nur vom wirtschaftlichen Wachstum abhängen, sondern vermehrt von der Entwicklung eines integrierten Finanzmarktes.



Indiens und Chinas Aktienmärkte sind keine Ausnahmerscheinungen für Schwellenländer. Historische Daten zeigen, dass höhere inflationsbereinigte Renditen eher in Ländern zu erwarten sind, in denen das Pro-Kopf-Einkommen höher liegt (Berner und de Pablo, 2004). Aktienmarktrenditen hängen auch nicht von der Reife der Märkte, gemessen in Jahren der Tätigkeit ab.³³ In Schwellenländern ist nicht nur die Wirtschaft aufstrebend, sondern die ganzen regulatorischen Rahmenbedingungen, wie beispielsweise die Normen der Rechnungslegung, die Kultur des Shareholder Values und andere wichtige Faktoren, sind erst am entstehen. Die Renditen der indischen³⁴ und chinesischen³⁵ Aktienmärkte in der Vergangenheit sind ausserdem kein Indikator für zukünftige Renditen. Nur eine Lagebeurteilung der letzten Jahre unter Einbeziehung von Aspekten, wie zum Beispiel der Marktvolatilität, Korrelation zum Weltmarkt sowie Corporate-Governance-Massstäben, kann für künftige Investitionen aufschlussreich sein. Gerade weil die Märkte erst am entstehen sind, ändern sich die Investitionsmöglichkeiten ständig und müssen deshalb kontinuierlich an die neuen Gegebenheiten angepasst werden.

Die Struktur des Aktienmarktes in Indien und China wird durch limitierte Kapitalflüsse kompliziert (Anderson, 2004). Restriktionen bei Kapitalflüssen können schnell einen Keil zwischen Wertpapierbewertungen im lokalen Markt und den Evaluationen am Weltmarkt treiben. Gemessen am Preis-Gewinn-Verhältnis (P/E) gehören die chinesischen Aktien, die in Übersee kotiert sind und für das 14-fache des Gewinns gehandelt werden, zu den günstigsten Aktien in Asien (im Vergleich dazu werden die indischen Aktien mit dem 16,5-fachen des Gewinns gehandelt). Betrachtet man die lokalen Wertpapiermärkte einzeln, treten einige markante Unterschiede zum Vorschein. Im chinesischen Markt werden A-Aktien³⁶ hoch bewertet, da diese nur von inländischen Investoren erworben werden, die nicht in Überseeaktien investieren können (Berner und de Pablo, 2004). Da die Zahl der lokalen Investoren beschränkt ist, spiegelt die Preisbildung nicht wirklich die Marktattraktivität wider, sondern eher den Informationsfluss und das Liquiditätsniveau. Die graduelle Öffnung der Märkte für ausländische Investoren sollte jedoch helfen, eine mit anderen Märkten vergleichbare, effektive Preisbildung zu ermöglichen.

Indische Wertpapiere wurden historisch gesehen schon immer höher gehandelt als chinesische Aktien, denn sie brachten auch eine höhere Rendite (Mathur, 2004). Der mit Eigenkapital erzielte Gewinn lag in Indien über die letzten 15 Jahre berechnet bei 17 %, verglichen mit 13 % bzw. 11 % für chinesische Red Chips³⁷ und H-Aktien.³⁸ Der Grund dafür ist nicht in erster Linie der unterschiedliche Geschäftserfolg, sondern die Tatsa-

30 Engel, Ernst (1857), Die Produktions- und Consumtionsverhältnisse des Königreichs Sachsen, Zeitschrift des statistischen Bureaus des Königlich Sächsischen Ministeriums des Inneren, Nr. 8 und 9.

31 Asian Venture Capital Journal, June 4 2007, Vol. 20, No. 21.

32 UBS Research Focus 2004.

33 Die Börse in Bombay wurde bereits 1875 gegründet, während Shanghai und Shenzhen erst seit 1990 eine Börse haben.

34 <http://www.stratstar.com/>

35 <http://www.chinafundinc.com/performance/>

36 A shares are Chinese stocks listed in Shanghai or Shenzhen, denominated in CNY, and open only to domestic investors and count for around 60% of the market capitalization of Chinese equity markets.

37 Red Chips are companies that are incorporated and listed overseas, but the parent company is a mainland incorporated, partially state owned entity with a significant share of earnings from China. They are denominated in a foreign currency and open to foreign investors only and use international accounting standards.

38 H shares are incorporated in China but listed overseas. These shares are denominated in a foreign currency and open to foreign investors.

che, dass indische im Gegensatz zu chinesischen Unternehmen einen grösseren Anteil an privaten Investoren und ausländischem Management zulassen.

Die Aktienmärkte in China und Indien weisen beide höhere Volatilitäten als entwickelte Märkte auf.³⁹ Am chinesischen Aktienmarkt besteht zudem eine grössere Volatilität als an der indischen Börse. Dieser Unterschied erklärt sich mit der Tatsache, dass in China eine geringe Anzahl Firmen im Index stark gewichtet sind, weil der Staat immer noch mehr als 70 % der in China kotierten Aktien hält. Die geringere Volatilität der indischen Aktien beruht hauptsächlich darauf, dass ein grösserer Prozentsatz von Unternehmensanteilen an der Börse gehandelt wird. Weitere ökonomische Reformen werden im Laufe der Zeit die Volatilität reduzieren und der freie Kapitalfluss wird die Liquidität in den Märkten stärken sowie die Privatisierung den Streubesitz anwachsen lassen.

Als Schlussfolgerung dieses ersten Teils sei gesagt, dass diskretionäre Ausgaben⁴⁰ schneller als bisher wachsen werden. Schon heute hat China das Niveau erreicht, bei dem die Konsumenten sich nicht mehr nur auf das Wesentliche beschränken; Indien liegt in dieser Entwicklung nicht weit zurück. Der Konsumgütermarkt in beiden Ländern scheint somit zwar vielversprechend, doch darf eine solche Entwicklung aber auch nicht zu sehr vereinfacht werden. Weiterreichende strukturelle Veränderungen werden neue Investitionsmöglichkeiten an den Tag fördern, die sich heute noch nicht in Wachstumszahlen ausdrücken lassen. Im Laufe der Zeit werden neue Sektorzusammensetzungen die sich verändernden Marktbedingungen widerspiegeln. Ausserdem werden Unternehmen in beiden Ländern auch zukünftig nicht auf externe Finanzierung verzichten können. Die Entwicklung der Bond-Märkte und die Einführung neuer Anlageinstrumente wird auch in Zukunft interessante Investitionsmöglichkeiten bieten.

4. PRIVATE EQUITY IN CHINA UND INDIEN – RISIKEN UND CHANCEN

Steigende globale Investitionen in Venture Capital (VC) und Private Equity haben in den letzten Jahren die Zahl der aktiven Fonds in Schwellenländern stark anwachsen lassen (Smolarski, Verick, Foxen und Kut, 2005). Die Globalisierung hat dazu geführt, dass sich heute eine steigende Zahl von Fonds in neue, unbekanntere Regionen vorwagen. Investitionen in jede Firma und in jede Region bedeuten ein gewisses Risiko. Ob es nun entwickelte oder sich erst entwickelnde Volkswirtschaften sind, einige Unternehmen besitzen ein Risikoprofil, das ihnen erlaubt, über konventionelle Kanäle wie Bankkredite Kapital aufzunehmen (Roger und Sunderland, 2003). Andere Unternehmen hingegen sind zu jung, um eine überzeugende Erfolgsgeschichte vorlegen zu können, sind überschuldet oder weisen keine schlüssigen Finanzberichte auf. Ab einer gewissen Lebensphase eines Unternehmens sind diese Firmen jedoch nicht mehr in der Lage, ohne externe Investitionen weiterhin auf dem Markt erfolgreich zu bestehen. Private Equity eröffnet gerade für unternehmerische Projekte in der Wachstums- oder Buy-out-Phase, die von klassischen Bankkrediten ausgeschlossen sind, interessante Finanzierungsmöglichkeiten und füllt damit die Lücke zwischen Eigenfinanzierung und Fremdfinanzierung (Le, Venkatesh und Nguyen, 2006).

Private Equity in Schwellenländern wurde bislang eher kontrovers beurteilt (Wright, 2007), zumal es bis heute die Erwartungen nicht erfüllt hat (Roger und Sunderland, 2003). Auch wenn Goldman Sachs, Morgan Stanley und Warburg Pincus 2005 erfolgreiche Investments in China abgeschlossen haben⁴¹ und der Markt seither bedeutend aufgeholt hat⁴², so sind die Resultate doch in absoluten Zahlen und noch viel mehr im Vergleich mit den Risiken von U.S.-amerikanischen und europäischen Fonds enttäuschend (Wright, 2002). Die Schlussfolgerung ist, dass das in den U.S.A. und in Europa so gut funktionierende Venture-Capital-Modell, sich nicht einfach auf andere Märkte übertragen lässt (Boisot und Child, 1996; Peng, 2000). Denn Märkte in Ländern mit einer sozialistischen Vergangenheit und einer von Familienbanden geprägten Kultur folgen ganz bestimmten sozialen, wie auch gewerblichen Verhaltensweisen (Scarborough, 1998). Private Firmen in China haben heute immer noch nur beschränkte Möglichkeiten Ressourcen zu allokalieren oder ihre Geschäftstätigkeiten zu ändern (Peng, 2001). Oft kommt es vor, dass Geschäfte aufgrund persönlicher Verbindung abgewickelt werden, bei denen allein die persönliche Beziehung zu einem Geschäftspartner zählt und die Leistungsfähigkeit der Firma völlig nebensächlich ist (Peng, 2000).

39 Asian Venture Capital Journal, June 4 2007, Vol. 21, No. 20.

40 Ausgaben für nicht lebensnotwendige Güter oder Dienstleistungen.

41 Asia Private Equity News, September 7, 2005.

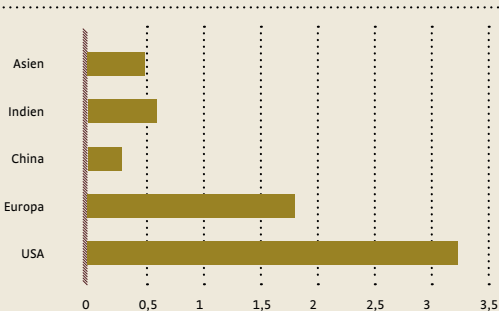
42 Asia Private Equity Review, November 2006.

Die Private-Equity-Industrie entwickelte sich in den letzten 50 Jahren in den U.S.A. aufgrund einer grossen Nachfrage von Unternehmen, einer gezielten Förderung durch den Staat, eines verlässlichen Rechtssystems, politischer und wirtschaftlicher Stabilität sowie eines gut entwickelten Finanzmarktes. Diese Erfolgsfaktoren fehlen jedoch grösstenteils in aufstrebenden Märkten. Noch fehlt den Regierungen von Schwellenländern die Erkenntnis, wie wichtig Private Equity für die Entwicklung des privaten Sektors ist. Gleichzeitig müssen die Regierenden jedoch bereit sein, die nötigen Reformen zu implementieren (Wright, Lockett und Pruthi, 2002). Die bisher enttäuschenden Resultate müssen bei allen Beteiligten dazu führen, ihre Ansätze neu zu überdenken und sie den lokalen Bedingungen besser anzupassen.

4.1 ► Zahlen und Fakten

Der Private-Equity-Markt ist weltweit und speziell in Asien in den letzten Jahren stark gewachsen (Ippolito, 2007). Der asiatische Anteil lag 2006 gemessen am weltweiten Handelsvolumen bei 7 % und Experten der Branche gehen davon aus, dass das Wachstumspotenzial noch lange nicht ausgeschöpft ist. Eine Länder vergleichende Studie, welche die Private-Equity-Investitionen durch das BIP der jeweiligen Länder teilt, zeigt, dass China und Indien interessante Märkte für Private-Equity-Investoren sind.

Abb. 5 ► PE-Investitionsvolumen gemessen am BIP 2006



Quelle: Ippolito 2007

Im Zeitraum 2000 bis 2006 machten die chinesischen Investitionen 20 % des Volumens der Private-Equity-Geschäfte in Asien aus und wuchsen über die Jahre mit einer jährlichen Wachstumsrate von 40 % (Davis, 2006). Der Hauptanteil der in China investierten Fonds stammt aus ausländischen Quellen.⁴³ Das grösste Vertragsvolumen erzielten Investitionen im Industriesektor, während bei der Anzahl der Transaktionen der Technologiesektor überwiegt.

Indien auf der anderen Seite gehört im gleichen Zeitraum mit einer jährlichen Wachstumsrate von mehr als 45 % zu den am schnellsten wachsenden Private-Equity-Märkten im asiatisch-pazifischen Raum (Davis, 2006). Gründe für dieses

starke Wachstum sind hauptsächlich Kostenvorteile, hoher Bildungsstandard und die Englischkenntnisse der Arbeitskräfte, die Struktur des indischen Kapitalmarkts, Börsengänge sowie erfolgreiche Private Equity Exits durch Verkauf an strategische Investoren. Bislang lag das Hauptgewicht indischer Private-Equity-Investitionen auf den Bereichen IT und Kommunikation, mit einem wachsenden Trend zu Pharma, Gesundheitswesen, Textil und Medien (Ippolito, 2007). Die kürzliche Zusammenlegung der Finanzmarktaufsicht unter das Securities Exchange Board of India (SEBI) hat die regulatorischen Bedingungen weiter gestärkt (Smolarski et al., 2005). Viele Fonds haben den Fehler gemacht, dass sie den Hauptteil der Investitionen im ersten Jahr getätigt und damit wenig erfolgreich waren (Singh, Singh und Jadeja, 2005). Warburg Pincus, Vorreiter auf dem Private-Equity-Markt, tätig beispielsweise im Durchschnitt nur ein bis maximal zwei Investitionen in einem Land pro Jahr. Der Schlüssel zum Erfolg in Indien ist es, mit viel Geduld und Zeit die richtige Investition ausfindig zu machen, das kompetente Management-Team zusammenzustellen und dann zu investieren. Eine der letzten wichtigen Entwicklungen im indischen Private-Equity-Markt war Ende 2004 die Eröffnung einer Niederlassung der Silicon Valley Bank in Bangalore. In den letzten Jahren konnte Indien aufgrund seiner zukünftigen unternehmerischen Talente, seiner wachsenden Forschung und Entwicklung auf Weltklasseniveau und seiner konkurrenzfähigen Arbeitskräfte auf eine beneidenswerte Position aufrücken. Damit das geschaffene Potenzial auch ausgeschöpft werden kann, muss Indien jedoch die Schwachpunkte in der Wirtschaftspolitik und Infrastruktur beseitigen (Subhash, 2006).

Die Private-Equity-Märkte in China und Indien weisen gewisse Gemeinsamkeiten auf: Die durchschnittliche Transaktionsgrösse ist in beiden Ländern klein (China 33 Millionen USD, Indien: 24 Millionen USD⁴⁴), Wachstumsfinanzierung macht dabei mehr als 80 % des Volumens aus und mehr als 60 % der Investitionen beschränken sich auf wenige Industriezweige wie Computer, Finanzen, IT und Telekommunikation. Markante Unterschiede zeigen sich einzig in der Herkunft der Investoren und der Art des Ausstiegs aus einer Beteiligung, wobei diese Unterschiede lediglich auf unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen, Reformanstrengungen und wirtschaftlichen Veränderungen beruhen.

Auch wenn Wachstum, Profitabilität und die Lockerung von Restriktionen mehr ausländische Direktinvestitionen anziehen, so sollte sich ein Investor immer der Risiken bei Investitionen in einem Schwellenland bewusst sein. Dabei muss jedoch unterschieden werden zwischen generellen Risiken von Schwellenländern und den spezifischen Risiken in China und Indien.

4.2 ► Aktiv in China und Indien investieren

Im Vorfeld der Investitionen müssen die Investoren ganz klare Prozesse zur Risikobeurteilung definieren und Strategien zur Risikominimierung ausarbeiten. Die häufigsten Risiken in Zu-

43 Centre for Asia Private Equity Research LTD, Autumn 2006.

44 Asia Venture Capital Journal, May 30 2007, Vol. 21, No. 10.

sammenhang mit Venture Capital und Private Equity entstehen durch asymmetrische Informationen (Smolarski et al., 2005). Gemäss der Principal-Agent-Theorie besitzt der Agent mehr Informationen über das Unternehmen als der Geschäftsinhaber. Aus diesem Grund sind die richtige Auswahl der Investition, das zukünftige Management-Team sowie die Corporate-Governance-Richtlinien für ein Investment von grosser Bedeutung.⁴⁵ Kein Investment würde heute mehr ohne Due Diligence getätigt werden (Ahlstrom, Bruton und Yeh, 2007). Auch in optimalen Fällen ist die Beziehung zwischen Investor und den Managern komplex und oft von Unstimmigkeit geprägt. Untersuchungen haben ergeben, dass gesunde Corporate-Governance-Praktiken das Verhältnis zwischen Agent und Geschäftsinhaber merklich verbessern können (Roger und Sunderland, 2003). In keinem anderen Bereich ist diese Problematik so diffizil wie bei Familienunternehmen. Gerade in China ist es üblich drei bis sechs Monate mehr für Due Diligence zu verwenden, als in der westlichen Welt. In der asiatischen Kultur ist diese Zeit jedoch gut investiert, denn es ist absolut wichtig zu wissen, in welchem sozialen Umfeld sich der Unternehmer bewegt. Gute Beziehungen zum Staat oder anderen einflussreichen Organisationen sind wichtige Qualitäten, die der Firma einmal dienlich sein können (Fok, 2007).

China ist dafür bekannt, dass die Finanzdaten oft sehr bescheiden und meist nicht wirklich zuverlässig sind. Zudem weichen chinesische Rechnungslegungsregeln oft von internationalen Standards ab (Peng, 2000). Dies macht es besonders schwierig zeitlich richtige und nützliche Informationen aufzubereiten. Ausserdem sind Fachbegriffe und Definitionen verschiedener Industriezweige und Regionen oft nicht deckungsgleich (Broadman, 1999). In Indien sind Finanzdaten wesentlich glaubwürdiger und meistens einfach erhältlich, denn Indien wendet seit Längerem die allgemein anerkannten Rechnungslegungsgrundsätze (GAAP) an.

Seit mehreren Jahren bereits haben sich China und Indien für ausländische Investitionen geöffnet, wobei sich diese Öffnung in Indien wesentlich schneller als in China vollzogen hat. Seit Chinas Beitritt zur WHO im Jahr 2001, haben sich - wie bereits früher erwähnt - weitere Wirtschaftssektoren für ausländische Investoren geöffnet. Dennoch bleiben viele Hürden⁴⁶ bestehen. Im Vergleich zu China sind in Indien einzelne Bewilligungen für Direktinvestitionen nicht erforderlich, ausser es handelt sich um Industriesektoren von nationaler Bedeutung wie Medien, Versicherungen und Militär. Ausländische Investoren dürfen sich lediglich nicht mit mehr als 25 % an einem einzelnen Unternehmen beteiligen. Solche Einschränkungen sind jedoch oft politischer Natur. Deshalb sollten Beobachtungen am politischen Horizont nicht vernachlässigt werden.

Im Westen verlassen sich die Investoren auf Finanz- und Rechnungslegungszahlen der Businesspläne, um eine erste Evaluierung des Investments und der Risiken vorzunehmen (Wright, Thompson und Robbie, 1992). Unabhängig vom Land dienen ausgeklügelte Vertragswerke als Basis für Finanztrans-

aktionen (McGrath, 1997). Fehlt jedoch ein verlässliches Rechtssystem und können die vertraglich vereinbarten Rechte nicht eingeklagt werden, wird die Rechtsunsicherheit zu einem grossen Problem. China ist dafür bekannt, dass Beamte Gerichtsentscheide gerne beeinflussen (Becker, 2000) und lokale Manager und Unternehmer verstehen unter Loyalität oft etwas anderes, als wir im Westen (Zhang, 2002). Internationaler Druck versucht China dazu zu bewegen, sein Rechtssystem internationalen Standards anzupassen und gerade auch den Schutz geistigen Eigentums vollständig umzusetzen. Das indische ist im Vergleich zum chinesischen Rechtssystem wesentlich weiter fortgeschritten, doch erfolgen Veränderungen viel langsamer. Auch in Indien existiert ein langwieriges Prozedere zum Eintrag von Eigentumsrechten und ein veraltetes, nicht mehr taugliches Enteignungsgesetz. Ausserdem unterscheiden sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Indien von Bundesstaat zu Bundesstaat. Politisch motivierte regulatorische Veränderungen können Investitionsausgänge somit direkt beeinflussen (Roger und Sunderland, 2003).

Grundsätzlich wird vorgeschlagen, die oben erwähnten, möglichen Risiken hinsichtlich des Verhältnisses zwischen Principal und Agent durch spezielle Verträge auszuschliessen (Smolarski et al., 2005). Dies bedingt jedoch, dass der Unternehmer die Risiken vorher erkennen, in ein Vertragswerk einbringen und später seine eventuell entstehenden Ansprüche auch rechtlich durchsetzen kann. Eine Syndizierung kann hier auch eine Möglichkeit sein durch Partizipation eines Koinvestors das Problem der adversen Selektion durch Informationsasymmetrie zu umgehen (Gompers, 1995). Eine andere Vorgehensweise zur Reduzierung von Risiken besteht in einer stufenweisen Finanzierung (Duffner, 2003). Das Vertretungsproblem kann dadurch minimiert werden, dass Informationen zum Projekt über längere Zeit fliessen und zwar Informationen, die im Normalfall bei einer einzigen Finanzierungsrunde nicht erhältlich gewesen wären.

Es gibt jedoch auch Risiken, die durch Verträge nicht ausgeschlossen werden können. Dazu zählen beispielsweise Steuerschlupflöcher, die von Politikern jederzeit und je nach deren Popularitätsniveau geschlossen werden können. Chinas Finanzministerium (SAFE) hat ein Rundschreiben⁴⁷ in Umlauf gebracht, wonach angekündigt wird, die Möglichkeit von Private-Equity-Gesellschaften über zwischengeschaltete Offshore-Gesellschaften Gewinnsteuern zu umgehen, aufzuheben (Tannon, 2006). Durch Offshore-Gesellschaften kann ein Investor die Kapitalstruktur ausserhalb des chinesischen Rechtssystems belassen und gleichzeitig mit WFOE in China operativ tätig sein.⁴⁸ Um die Situation noch zu verschärfen, hat das chinesische Finanzministerium ein weiteres Schreiben formuliert. Darin wird angekündigt, dass alle chinesischen Bürger, die ausländische Aktien halten, diese als Offshore-Transaktionen beim Finanzministerium deklarieren und für zukünftige Transaktionen eine Bewilligung beantragen müssen. Auch wenn das Rundschreiben Steuerumgehungen verhindern soll, so würde dessen Umsetzung letzten Endes doch nur Finanztransaktionen zwischen chinesischen Unternehmern und aus-

45 Asian Venture Capital Journal, Vol. 21, No. 9.

46 Defizite im Kommunikations- und Transportsektor, in Flughafeninfrastruktur und in staatlichen Genehmigungsverfahren, gerade auch was Aktienanteile betrifft.

47 Circular 11

48 These structures also expand access to capital, simplify corporate governance, and facilitate exit strategies.

ländischen Investoren behindern (Lim, 2007). Private-Equity-Investoren in China haben den Inhalt dieser Rundschreiben stark kritisiert. Überraschenderweise ist das Finanzministerium auf die Kritik teilweise eingegangen und hat die beiden Rundschreiben durch ein neues Schreiben ersetzt: Chinesische Bürger müssen weiterhin ihre Offshore-Aktivitäten registrieren lassen, allerdings nur wenn sie die Kontrolle über eine in China investierende Offshore Holding erlangen (Lee, 2006). Die neue Regelung ist zwar praktikierbar, doch ihre Umsetzung bleibt unklar (Thomson, 2007). Auch die indische Regierung diskutiert darüber, von Investoren durch Zwischenschalten von Gesellschaft genutzte Steuerschlupflöcher zu schliessen. In Indien ist es jedoch nicht wahrscheinlich, dass solche Veränderungen schnell umgesetzt werden.

Im Laufe der letzten zwei Jahrzehnte hat sich das Verständnis eines Unternehmens von der neoklassischen Vorstellung gelöst. Die wissenschaftliche Forschung geht heute davon aus, dass Institutionen sich ergänzen müssen, um optimale Werte zu schaffen (Eid, 2006). Diese simple Einsicht ist für die Geschäftswelt absolut zentral, wird jedoch nicht immer von politischen Entscheidungsträgern verstanden. Eine Investitionsgesellschaft, ebenso wie ein Private-Equity-Fonds, kann keinen Wert schaffen, wenn wichtige Rahmenbedingungen, wie ein verlässliches Rechtssystem, aber auch Know-how für deren Implementierung, fehlen. Es ist absolut zwingend, dass diese notwendigen Strukturen, ebenso wie eine Finanzgesetzgebung und -regulierung, bereits bestehen. Dank der wachsenden Erkenntnis dieser Notwendigkeiten sinkt zumindest die Gefahr nachteiliger Veränderungen.

4.3 ► Chancen und Risiken

Seit China der WHO beigetreten ist, wurde das Land in den Medien zum Traumland für Investitionen gekürt. Es besteht zwar durchaus die Chance in China hohe Renditen einzufahren, gleichzeitig besteht aber auch eine gleich grosse Chance Verluste zu machen (Zhang, 2002). Es gibt keine Aufstellung darüber, wie viele Venture-Capital-Firmen in China bereits Geld verdient haben. Zhang glaubt auf jeden Fall, dass dies nur eine kleine Anzahl von Unternehmen sei. Bis heute fehlen in China spezifische Managementfähigkeiten, gerade was internationale Standards und die englische Sprache betreffen. Ausserdem bestehen Restriktionen für die Rekrutierung ausländischer Arbeitskräfte. Für Investitionen in China ist aber Voraussetzung, dass das Management professionelle Managementqualitäten nach westlichen Kriterien und zugleich lokale Expertise aufweist (Zhang, 2002). Langfristiger Erfolg bleibt sonst wohl eher unwahrscheinlich.

Im Gegensatz dazu verfügen indische Manager in der Regel über gute Englischkenntnisse und kennen sich mit GAAP sowie westlicher Betriebsführung aus (Bruton, Lan und Yuan, 2000). Pruthi, Wright und Meyer (2006) beschreiben in ihrer Analyse zur Internationalisierung von VC, dass es heute wichtiger ist, lokale Experten anzustellen als Expatriats zu entsenden. Die Entsendung von Expatriats in Schwellenländer birgt das Problem, dass westliche Geschäftsmodelle sich nicht ohne Weiteres in einem anderen Kontext anwenden lassen. Dabei

spielt die Auswahl der richtigen Leute bereits am Anfang des Unterfanges eine entscheidende Rolle (Bruton, 1994). Arthur Rock, eine Legende auf dem Gebiet VC, sagte einmal, dass beinahe alle Fehler, die ihm unterlaufen sind, darauf zurückzuführen waren, dass er sich die falschen Leute ausgesucht hatte (Bygrave und Timmons, 1992). Diese Aussage wird in China noch viel mehr zutreffen, da oft nicht einmal valide Finanzdaten zur Verfügung stehen und persönliche Kontakte umso entscheidender sind. In der chinesischen Kultur wird sich kein Verantwortungsträger finden, der wichtige Informationen mit jemandem teilt, mit dem er nicht eine persönliche Beziehung pflegt (Wank, 1996).

Das indische VC-Modell unterscheidet sich vom U.S.-amerikanischen Ansatz und ist ebenfalls grundsätzlich unterschiedlich zum asiatischen VC-Modell (Verma, 1997). Deshalb muss auch in Indien nach einem neuen Investitionsansatz vorgegangen werden. Ausserdem darf auch in diesem Land ein lokales, gut vernetztes Management-Team nicht unterschätzt werden. Aus Indien zu stammen oder einfach ein erfahrener U.S.-Investor zu sein, reichen heute beides nicht mehr aus (Ramachandran und Ramnarayan, 1993). Gerade in Indien zählen Beziehungen viel. Ein Zusammentreffen kann aber auch viel weniger bedeuten als ein Handschlag bei einem Drink (Amba-Rao, Petrick, Gupta und Von der Empse, 2000). Menschen sagen auch nicht einfach nein und schlagen einem was ab. Gleichzeitig besteht das indische Leben aus vielen kleinen Täuschungsversuchen. Selbst wenn solch eine Täuschung aufgedeckt wird, versucht man die Sache als Missverständnis darzustellen.

Die richtige Universität besucht zu haben und den richtigen Verwaltungsbeamten zu kennen, können bereits zur Lösung der Hälfte der täglichen Herausforderungen beitragen (Singh, Singh und Jadeja, 2005). Bruton et al. (1999) schliessen daraus, dass VC-Investoren die Beziehung zwischen den Unternehmen nicht nach dem Arms, Length-Prinzip beurteilen sollten, sondern diese Beziehung vielmehr als ein konsolidiertes Netzwerk sehen müssten, das den Ausgangspunkt zu einem anderen Investitionsmodell bieten könnte.

4.4 ► Ausstiegsoptionen

Das Ziel jeden Private-Equity-Investitionszyklus ist es, innerhalb eines vorgegebenen Zeitrahmens einen erfolgreichen Ausstieg aus einer Beteiligung vorzunehmen (Roger und Sunderland, 2003). Black und Gilson (1998) haben dazu geschrieben, dass sich die Ausstiegsmöglichkeiten der einzelnen Investitionsmärkte fundamental unterscheiden. In Industrienationen definieren klare Rahmenbedingungen Exit-Optionen (Lockett und Wright, 2002). Eine gut funktionierende Börse spielt dabei eine wichtige Rolle. Fällt diese Option schon von vornherein weg, so verbleiben grundsätzlich nur die Möglichkeit eines Trade Sales, eines Anteilrückkaufs oder eines Secondary Buy-outs (Jeng und Wells, 2000). Gemäss empirischen Untersuchungen und gemessen an den anderen Alternativen erzielen Börsengänge im Schnitt den höchsten Firmenwert. Doch in Asien scheinen meistens nie alle der genannten Ausstiegsmöglichkeiten zur Verfügung zu stehen.

Die meisten Private-Equity-Investoren in China hatten anfänglich geplant, ihre Beteiligung an die Börse zu bringen. Dies hat sich aber selbst für bereits erfolgreiche Exits als problematisch erwiesen, denn zum Einen fehlen immer noch Wertpapiermarktgesetze sowie Offenlegungspflichten und zum Anderen entscheidet immer noch der chinesische Staat darüber, welche Firma prioritär an die Börse gehen darf (Peng, 2000). Das chinesische Finanzamt verteidigt seine Einmischung damit, dass mit VC ausgestattete Firmen bereits eine gute Kapitalbasis besitzen und deshalb das zusätzliche Kapital über die Börse nicht benötigen. Für die eine Restrukturierung bedürftigen, staatlichen Unternehmen sei es hingegen wichtig, neues Kapital beschaffen zu können (Bruton, 2000). Wie bereits erwähnt, sind die lokalen chinesischen Aktienmärkte wenig liquide (Wright, 2007).⁴⁹ Die einzigen, verbleibenden valablen Exit-Strategien sind somit die Möglichkeit einen strategischen Käufer zu finden, dass das Unternehmen selbst Anteile zurückkauft oder dass man die seltene Bewilligung eines Börsengangs in Übersee erhält (Bruton, 2000). Strategische Käufer machen dabei den grössten Anteil der Ausstiegsmöglichkeiten aus, obwohl diese Option auch grosse Hürden birgt. Kapitaltransfers sind nämlich nicht in jeder Grössenordnung einfach möglich und üblicherweise beabsichtigen strategische Partner eine Mehrheit am Unternehmen zu erwerben. Dies bedeutet, dass der ursprüngliche Investor nicht nur seinen Anteil verkaufen, sondern auch seinen chinesischen Partner davon überzeugen muss, einen Teil seiner Beteiligung zu veräussern und Minderheitsaktionär zu werden. Ein solcher Vorschlag ist für einen chinesischen Geschäftspartner im Normalfall nicht annehmbar. Aufgrund der schlechten Veräusserungsbedingungen bringen Verkäufe an einen strategischen Partner daher nie einen annähernd so grossen Gewinn wie ein Börsengang. Hinzu kommt, dass Kapitalabflüsse in China nur über eine gewisse Zeitspanne hinweg erlaubt sind. Die Option Kapitalabflüsse über Offshore-Gesellschaften abzuwickeln, bleibt aktuell eine wichtige aber mit zahlreichen Regeln behaftete Möglichkeit, deren Interpretation vage ist und dennoch minutiös eingehalten werden muss.

In Indien fand im Laufe der letzten Jahre eine ganze Anzahl von erfolgreichen Börsengängen statt, die relativ einfach umgesetzt werden konnten und eher durch das Problem qualifizierte Analysten zu finden und ein gutes Volumen zu erzielen, kompliziert wurden (Subhash, 2006). Indien kann jedoch einen wichtigen Vorteil für sich verbuchen: Sämtliche Gewinne des ursprünglichen Investments können ins Ursprungsland zurückgeführt werden. In Bezug auf die Zeitvorgaben eines Private-Equity-Investments ist dies absolut entscheidend (Thandani, 2007). Deshalb sollten Gewinne auch nur an der Höhe des Kapitals gemessen werden, das Investoren auch tatsächlich aus dem jeweiligen Land wieder zurückführen können (Zhang, 2002). Letzten Endes ist dies das, was für die Limited Partners zu Hause zählt (Gottschalg, 2006).

SCHLUSSFOLGERUNG

China und Indien sind die zwei grössten aufstrebenden Volkswirtschaften und bergen unglaubliche Chancen, aber auch wirtschaftliche Risiken. In solche Länder zu investieren, ist keine leichte Aufgabe. Grundvoraussetzungen des U.S.-amerikanischen Investitionsansatzes wie Rechnungslegungsstandards, Corporate Governance, Transparenz und Rechtssicherheit fehlen massgeblich (Roger und Sunderland, 2003). Fundamentale Unzulänglichkeiten zeigen, dass das Private-Equity-Umfeld anders und viel schwieriger sein kann, als die von zu Hause gewohnte Praxis. Wissenschaftler und Praktiker vertreten die Meinung, dass das Verständnis über die lokalen Gegebenheiten der Märkte wie auch über den Private-Equity-Markt im Allgemeinen die Voraussetzung für den Erfolg ist. Bis vor kurzem behaupteten Fonds-Manager noch, dass ihre Erfolge mit Chinas und Indiens grossen Märkten und ihrer Fähigkeit, die besten Investitionen auszuwählen, zusammenhängen. Marktbeobachtungen zeigen jedoch, dass Erfolge in China und Indien nicht ohne weiteres zu erzielen sind. Erfolge hängen grundlegend von einer Vielzahl von Fähigkeiten ab. Zudem werden Gewinne in Zukunft nur dann wachsen, wenn die Fonds-Manager ihre Geschäftsmodelle an die Realität der Schwellenländer angleichen und die Erfahrungen aus dem Westen mit erworbenem Wissen in China und Indien verbinden. Dies ist der einzige Weg Fähigkeiten zu entwickeln, die zum Verständnis der Dynamik des chinesischen und indischen Marktes beitragen und dazu führen, die richtigen Geschäfte abzuschliessen und die Menschen auszuwählen, mit denen man wirklich zusammenarbeiten will.

Die nahe Zukunft wird mit Bestimmtheit ein neues Investitionsmodell hervorbringen, das die Verschiedenheiten zwischen Schwellenländern und der westlichen Welt besser abbildet und die Unterschiede gleichzeitig hervorhebt. Dies wird konsequenterweise zu einer differenzierteren Auswahl von Investitionsprojekten führen. Die besten Geschäfte werden jedoch weiterhin diejenigen sein, die man selbst aktiv kreiert. Das bedeutet, dass Manager proaktiv spezifische Firmen angehen und nicht nach attraktiven Firmen in einer Bidding-Runde Ausschau halten müssen. Gute Geschäfte passen genau zu den eigenen Fähigkeiten, dem spezifischen Wissen über eine Industrie und bieten identifizierbare Geschäftsmöglichkeiten für aussergewöhnlichen Erfolg.

In Anbetracht der Grössenordnung der finanziellen Diskrepanz zwischen Finanzierung und Investitionsmöglichkeiten haben sich Regierungen wenig darum bemüht, das Umfeld für Private Equity zu verbessern. Private-Equity-Investoren müssen deshalb hellhöriger gegenüber spezifischen lokalen Herausforderungen werden, klar zwischen Ländern unterscheiden und innovative Anpassungen ihres Investitionsverhaltens vornehmen, die den Herausforderungen der Umstände Rechnung tragen. Erst dann werden die Möglichkeiten von Private Equity auch in Schwellenländern vollständig realisiert werden können.

⁴⁹ Weniger als 5 % der börsennotierten Gesellschaften sind in Privatbesitz (Bassalino, 2002)

► **Literaturverzeichnis:**

- Ahlstrom, D., Bruton, G., and Yeh, K., 2007, Venture Capital in China: Past, present, and future, *Asia Pacific Journal of Management*.
- Amba-Rao, S., Petrick, J., Gupta, J. and Von der Embse, T., 2000, Comparative performance appraisal practices and management values among foreign and domestic firms in India, *International Journal of Human Resource Management*, 11(1) pp. 60-89.
- Anderson, Jonathan, 2004, China and Asia, 2004 Outlook, UBS Investment Research.
- Ando, A. and Modigliani, F., 1957, Tests of the Life Cycle Hypothesis of Saving, *Bulletin Oxford University Institute of Economic Statistics*, May 1957, 19, pp. 99-123.
- Bassolino, Francis, 2002, Private Equity in China, Why the Time is Right, *The Journal of Private Equity*, Summer 2002.
- Becker, J., 2000, *The Chinese*, John Murray, London.
- Berner, Thomas and Navarro de Pablo, José, 2004, in: *Research Focus UBS Wealth Management*, Zurich, pp. 33-46.
- Black, B. and Gilson, R., 1998, Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets, *Journal of Financial Economics*, 47 (3), pp. 243-278.
- Boisot, M.H. and Child, J., 1996, From fiefs to clans and network capitalism: explaining China's emerging economic order, *Adm. Sci. Q.* 41, pp. 600-628.
- Borel, Philip, 2007, Asian Private Equity will not escape unscathed from the global credit crunch, *The magazine for Private Equity in Asia, Australia and the Middle East*, 14, October 2007.
- Boyazny, Maria, 2005, Taming the Asian Tiger: Revival of Non-Performing Assets on the Asian Continent, *Special Turnaround Management Issue*, Spring 2005.
- Broadman, H.G., 1999, The Chinese state as corporate shareholder, *Finance Dev.* 36 (3), pp. 52-55.
- Bruton, G.D., Dattani, M., Fung, M. Chow, C. and Ahlstrom, D., 1999, Private Equity in China: differences and similarities with the Western mode, *Journal of Private Equity*, (2), pp. 7-13.
- Bruton, G.D., Lan, H., Yuan, L., 2000, China's township and village enterprises: Kelon's competitive edge, *Review of Academic Management* 14, (1), pp. 19-30.
- Bygrave, W., Timmons, J., 1992, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston.
- Cobb, Charles W., and Douglas, Paul H., 1928, A Theory of Production, *The American Economic Review*, pp. 139-165.
- Davis, Phil, 2006, FT Reports, March 6, 2006.
- Dossani, Rafiq and Kenny, Martin, 2002, Creating an Environment: Developing Venture Capital in India, *Berkeley Roundtable on the International Economy Working Paper* 143, pp. 1-58.
- Duffner, S., 2003, Principle Agent Problems in venture finance, Working paper, University of Basel.
- Eid, Florence, 2006, Private Equity Finance as a Growth Engine: What is means for emerging markets, *Business Economics*, July 2006.
- Fok, Winnie, 2007, Guan xi goes a long way, *The magazine for private equity in Asia, Australia and the Middle East*, 2, July 2006.
- Frey, Christian and Navarro de Pablo, José, 2004, *Research Focus UBS Wealth Management*, Zurich, pp. 8-32.
- Gompers, P., 1995, Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital, *Journal of Finance*, 50, pp. 1461-1489.
- Gottschalg, Olivier, 2006, Performance assessment: what we know and what we do not know, *Private Equity International*, December/January 2006/07.
- IMF 2003, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*.
- IMF 2004, *World Economic Outlook*.
- Ippolito, Roberto, 2007, Private Equity in China and India, *The Journal of Private Equity*, Fall 2007.
- Jeng, L., and Wells, P., 2000, The determinants of venture capital funding: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance*, (6), pp. 241-289.
- Lardy, Nicolas, 2002, *Integrating China into the Global Economy*, Brookings.
- Le, N.T.B., Venkatesh, S, and Nguyen T. V. 2006, Getting bank financing, A study of Vietnamese private firms, *Asia Pacific Journal of Management*, (2), pp. 209-227.
- Lee, Rocky, 2006, Exciting and uncertain times, *Private Equity Manager*, December 2006.
- Leeds, Roger and Sunderland, Julie, 2003, Private Equity, Investing in Emerging Markets, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, Spring 2003.
- Lim, Sharon, 2007, More growth expected, *The magazine for Private Equity in Asia, Australia and the Middle East*, 7, February 2007.
- Lockett, Andy and Wright, Martin, 2002, Venture capital in Asia and the Pacific Rim, *Journal of Venture Capital*, Vol. 4. No. 3, pp. 183-195.

- Lubman, S.B., 2001, *Bird in a Cage*, Stanford University Press, Stanford, CA.
- Maddison, Angus, 2001, *The World Economy: a millennial perspective*, Paris: OECD, pp. 29-50.
- Mathur, Sanjay, 2003, *Asian Economic Perspectives, India: The Bond Market Euphoria*, UBS Investment Research.
- Mathur, Sanjay, 2004, *Asian Economic Perspectives, The India Story*, UBS Investment Research.
- McGrath, R.G., 1997, A real options logic for initiating technology positioning investments, *Academic Management Review* 22, pp. 974-996.
- Meyer, Stefan, 2004, *Research Focus UBS Wealth Management*, Zurich, pp. 47-66.
- OECD Economic Outlook 2007, volume 2007/1, No. 81, June, pp. 172-175.
- Panagariya, Arvind, 2004, *India in the 1980s and 1990s, A Triumph of Reforms*, IMF Working Paper (WP/04/43).
- Peng, M.W., 2000, *Business Strategies in Transition Economies*, Sage Publications, Thousand Oaks CA.
- Peng, M.W., 2001, How do entrepreneurs create wealth in transition economies? *Acad. Manage. Exec.* 15 (1), pp. 95-112.
- Pruthi, S., Wright, M., and Lockett, A., 2003, Do foreign and domestic venture capital firms differ in their monitoring of investees? *Asian Pacific Journal of Management* 20(2), pp. 175-204.
- Ramachandran, K. and Ramnarayan, S., 1993 Entrepreneurial orientation and networking: some Indian evidence, *Journal of Business Venturing*, 8, pp. 513-524.
- Scarborough, J., 1998, Comparing Chinese and Western cultural roots: why "East is East and....". *Business Horizons* 41 (6), pp. 15-24.
- Singh, Shashank, Shailendra, J., Singh and Ashok Dylan Jadeja, 2005, *Venture investing in India? Think Twice*, The Journal of Private Equity, Fall 2005.
- Smith, James F., 2006, *The Global Economic Environment for Turnarounds in 2006, 2007*, Journal of Private Equity, Spring 2006.
- Smolarski, Jan, Verick, Hira, Foxen, Sarah, Kut, Can, 2005, *Risk Management in Indian Venture Capital and Private Equity Firms: A Comparative Study*, Thunderbird International Business Review, Vol. 47 (4), pp. 469-488, July-August 2005.
- Subhash, K. B., 1999, *A Study on The Significance of Venture Capital and Entrepreneurial Development in South India*, Ph.D. dissertation, University of Calicut, Calicut 1999.
- Subhash, K.B., 2006, *How to Teach the Big Baby to Walk: Case of the Indian Venture Capital Industry*, The Journal of Private Equity, Fall 2006.
- Tan, J., 1999, The growth of entrepreneurial firms in transitional economy: the case of Chinese entrepreneur, *Journal of Management, Ind.*, pp. 83-89.
- Tannon, Jay M., 2006, *Chinese Private Equity: A Paradigm Shift*, The Journal of Private Equity, Summer 2006.
- Thandani, Anil, 2007, *Long-term Vision*, The magazine for Private Equity in Asia, Australia and the Middle East, 14, October 2007.
- Thomson, Andy, 2007, *Regulation: Mixed signals, hopes high*, The magazine of Private Equity in Asia, Australia and the Middle East, 7, February 2007.
- Verma, J.C., 1997, *Venture capital financing in India*, Response Books, New Delhi.
- Wank, D.L., 1996, The institutional process of market clientelism: guanxi and private business in a South China city, *China Quarterly* 147, pp. 820-838.
- Wright, Mike, Thompson, S., Robbie, K., 1992, *Venture capital and management-led leveraged buy-outs: a European perspective*, *Journal of Business Venturing* 7 (1), pp. 47-71.
- Wright, Mike, 2007, *Venture Capital in China: A view from Europe*, *Asia Pacific Journal of Management* 2, pp. 269-281.
- Wright, M. Lockett, A. and Pruthi, S., 2002, *Internationalization of Western capitalists into emerging markets: risk assessment and information in India*, *Small Business Economics*, 19, 13-19.
- Zhang, Tim Tianwei, 2002, *Managing Risk of Private Equity Investing in China*, The Journal of Private Equity, Summer 2002.
- Zobel, Dieter und Stefan Kramer, *Schweizerisches Kapitalmarktrecht*, Schulthess Juristische Medien AG, Zürich 2004.



RISING STAR AG
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