

Rising STAR Studie „Die neue Investmentwelt“

Investments in Emerging Markets - Kurzlebige Gelegenheit oder säkulares Thema?

Die Studie „Die neue Investmentwelt: Investments in Emerging Markets – Kurzlebige Gelegenheit oder säkulares Thema?“ der Rising STAR AG hat 10 Erkenntnisse logisch konsistent charakterisiert, die im Folgenden zusammengefasst sind.

Schwellenländer – allen voran die klassischen BRICs (Brasilien, Russland, Indien, China) - sind aufgrund ihrer ökonomischen und politischen Aktivität seit Jahren immer präsenter in den Medien. Meistens geht es dabei um Wirtschaftswachstum und damit in Verbindung stehende Themen wie Rohstoffe oder andere Gelegenheiten zur gewinnbringenden Investition von Kapital. Aber auch Meldungen über wachsenden globalen politischen Einfluss von Schwellenländern häufen sich.

1992 noch sah die Welt ganz anders aus. Deng Xiaoping warb in den chinesischen Provinzen für ein Festhalten am Reformkurs, man habe die Wahl zwischen Reform, also der Annäherung an den Westen, oder dem Untergang. Brasilien kämpfte 1994 noch mit 5000 Prozent Inflation bis zur Einführung des Reals. Die einzigen Hoffnungsträger und Vorbilder des Landes waren die international bekannten Sportler, das Land im Prinzip ein Armenhaus. Damals, vor 15-20 Jahren, sind die ersten Investmentprodukte mit Fokus auf Schwellenländer aufgelegt worden. Zu einer Zeit, als sich die Welt noch ohne weiteres nach handlichen Mustern in Nord und Süd, Ost und West oder Erste bis Dritte Welt einteilen lies, gehörte noch einiges an Mut bzw. Überzeugung dazu, um in diese Volkswirtschaften zu investieren. Heute - einige Erfolgsmeldungen, Krisen und gesammelte Erfahrungen später - herrscht noch immer keine Einigkeit darüber, ob der Aufstieg der Schwellenländer ein Modethema oder ein säkularer Trend ist, der nachhaltige Umwälzungen mit sich bringt.

Wo stehen wir aktuell? Gibt es so etwas wie einen Trend? Wenn ja, haben ihn die meisten Investoren schon jetzt verschlafen? Oder befinden wir uns mittendrin in einem Prozess, der vor langer Zeit in Fahrt gekommen, sich nun aufgrund seiner Eigendynamik Bahn bricht, bis die globale Wachablösung in Machtpolitik und Ökonomie vollzogen ist? Dies ist eine Menge – nicht nur für Investoren - strategisch äußerst relevanter Fragen.

So wird im Rahmen der Studie der Rising STAR AG mit dem Titel „Die neue Investmentwelt: Investments in Emerging Markets – Kurzlebige Gelegenheit oder säkulares Thema?“ zunächst die momentane Ausgangslage der Ökonomien der Industrienationen analysiert. Durch die Finanzkrise hat das makroökonomische Bild an Präzision und Klarheit gewonnen. Die Boomjahre davor ließen kaum Kritik an der schuldenfinanzierten Wachstumsorgie der Industrienationen zu, die Zahl der Profiteure war zu groß. Nun ist klar, dass die kontinuierliche Anhäufung von Schulden kein nachhaltiges Wachstumsmodell ist, weder für Privathaushalte, noch für Unternehmen oder den Öffentlichen Sektor. Außer Lippenbekenntnissen ist jedoch bisher nicht viel geschehen.

Die Industrienationen vermeiden die notwendige Sanierung um jeden Preis. Dies wird die Wachstumsaussichten und Handlungsfreiheiten noch lange Zeit limitieren.

Die nötige Entschuldung der Industrienationen findet nur teilweise und schleppend statt. Das Credo lautet Symptombekämpfung, da niemand mit den Folgen einer umfassenden Rosskur zur finanziellen Gesundung der Industrienationen leben möchte. Damals, als die Schwellenländer mehrere harte Finanzkrisen erlebten, war es anders. Die Industrienationen führten die Schwellenländer durch tiefgreifende Reformen, um die Ursachen der Krisen an der Wurzel zu packen. Die Maßnahmen waren erfolgreich, sie ermöglichten bisher einige Jahre starken Wachstums und auch die schlimmste Krise seit der Großen Depression konnte den Schwellenländern kaum etwas anhaben. Es gibt also Erfahrungswerte darüber, wie mit Ökonomien verfahren werden könnte, um die Folgen solcher Krisen zu beseitigen und die Anfälligkeit für neue Krisen drastisch zu senken. Stattdessen wird auf Biegen und Brechen alles versucht, um eine unbequeme und in ihren sozialen und gesellschaftlichen Folgen unkalkulierbare Sanierung der Industrienationen zu vermeiden. Leider werden die Probleme so nicht gelöst. Die Benommenheit der Industrienationen wird noch lange andauern.

Niedrige Schuldenstände und hohe Barreserven der Emerging Markets sind ein maßgeblicher Wettbewerbsvorteil

Dieses ökonomische und politische Vakuum wird rasant – wie bei großen physikalischen Druckunterschieden üblich - von den Schwellenländern gefüllt. Diese zeichnen sich durch gesunde Haushaltslagen und hohe Barreserven aus. Sie erfreuen sich deshalb sehr großer Handlungsfreiheiten, um auf ihrem Wachstumspfad den angestrebten Kurs zu halten. Dazu gehört es beispielsweise auch, immer häufiger die starke Rolle des Gläubigers zu bekleiden. Denn die Schulden der Industrienationen bei Schwellenländern steigen stetig an. Dies eröffnet ganz neue Möglichkeiten der Einflussnahme und Markterschließung. Nachrichten über in Emerging Markets beheimatete Unternehmen, die in Nordamerika oder Europa ansässige Wettbewerber aufkaufen, sowie Meldungen über finanzielle Hilfsangebote an strauchelnde Euro-Länder häufen sich, und wären vor nicht allzu langer Zeit undenkbar gewesen.

Schwellenländer vereinen einen schier unerschöpflichen Reichtum an Produktionsfaktoren

Doch Investitionskapital ist nicht der einzige Produktionsfaktor, über den die Emerging Markets verfügen. Sie verfügen ebenso über den Großteil der Reserven an Rohstoffen und Anbauflächen für Agrikultur. Nordamerika und Europa haben in den letzten Jahrhunderten eine eher aggressive Politik der Erschließung internationaler Rohstoffvorkommen praktiziert, ein teures und nicht sehr beliebtes Vorgehen. Angesichts der neuen gigantischen Rohstoffkonzerne aus den Emerging Markets herrscht in dieser Hinsicht Innovationszwang für die Industrienationen. Doch viel schlimmer ist die Situation im Bereich Humankapital. In den letzten Jahrzehnten, als es noch Diskussionsbedarf gegeben hatte, um zu klären inwiefern China und andere Schwellenländer nun eine Gefahr für die westliche Industrie darstellen würden, wurde unter Anderem regelmäßig auf die schlechte Qualität des Humankapitals der aufstrebenden Ökonomien verwiesen. Da die Industrienationen – allen voran Japan, die USA und Deutschland – insbesondere Hochburgen von Wissenschaft und Forschung seien, wog man sich in Sicherheit. Doch heute sehen wir, dass es ein Irrtum war. Das Paradigma lautet: Forschung folgt Produktion, und nicht umgekehrt. Auch in einer Welt dezentraler Wertschöpfung.

Sägen wir an dem Ast auf dem wir sitzen? Während die Industrienationen an Bildung sparen, investieren die Schwellenländer in die Innovatoren von morgen.

Unser hochgelobtes Steckenpferd ist also doch, wenn auch eher mittelfristig, in Gefahr. Doch Bildung ist ein sehr langfristiges und kostenintensives Geschäft, das sich über mehrere Legislaturperioden erstreckt. Die Anreize für eine aktuelle und mit Rekordschulden kämpfende Regierung, in Bildung zu investieren, sind nicht allzu hoch. Der Erfolg wäre erst mehrere Bundestagswahlen später messbar. Die Regierungen in Schwellenländern jedoch stehen unter Zugzwang. Sie müssen alles unternehmen, damit eine möglichst breite Schicht vom neuen Wohlstand profitiert. Denn dies ist der wirksamste Schutz vor sozialen Unruhen.

Industrienationen werden künftig immer weniger am Aufstieg der Emerging Markets teilhaben.

Mit steigender Verfügbarkeit und Qualität des Faktors Humankapital zusätzlich zu verfügbarem Investitionskapital und Rohstoffen diversifiziert sich die Wirtschaftsstruktur der Schwellenländer erheblich. Das Spektrum der Fertigkeiten im Hinblick auf industrielle Produktion und Dienstleistungen wird vielfältiger, wodurch die jeweiligen komparativen Vorteile der Ökonomien der Welt neu verteilt werden. Somit nimmt das Angebot wettbewerbsfähiger Produkte aus den Emerging Markets stetig zu. Industrienationen werden somit künftig auch auf dem Sektor technologieintensiverer Produkte zunehmend konkurrenziert. Eine logische Konsequenz ist die Abnahme der Exporte der Industrienationen in die Schwellenländer. Der Grad der Partizipation der Industrienationen am Wirtschaftswachstum der Emerging Markets wird also über die Zeit geringer ausfallen. Über Investitionen in erfolgreiche Unternehmen aus Schwellenländern kann jedoch gezielt am wirtschaftlichen Erfolg der Schwellenländer teilgenommen werden.

In der Studie wird zudem nach einem historischen Exkurs über Aufstieg und Niedergang von wirtschaftlichen und politischen Supermächten während der vergangenen 500 Jahre werden die bisherigen Entwicklungen in den Emerging Markets sowie die vorherrschenden katalysierenden Rahmenbedingungen betrachtet. Dadurch wird die Fragestellung, über welche Anlageklassen man als Investor die verschiedenen Entwicklungsphasen von Schwellenländern sinnvoll ausnutzen kann, generalistisch beantwortet.

Die Krisen zeigten, dass Eigenkapital die sicherste Form der Investition ist.

Nimmt man vergangene Krisen genauer unter die Lupe und vergleicht Private Equity Investitionen mit Investitionen in anderen Anlageklassen, so lässt sich feststellen, dass man mit Eigenkapitalanlagen am besten vor Krisen und Inflation geschützt ist. Betrachtet man Mezzanine, vorrangiges Fremdkapital oder Anleihen, so sind es diese welche für Investoren in den Krisen zumeist herbe Verluste mit sich brachten. So bezahlten die Investoren argentinischer Anleihen nach dem Staatsbankrott in 2001 durch einen Umschuldungsprozess mit einem Verlust von bis zu 2/3 des Kapitals. Die Erfahrungen der Investoren variieren nicht nur von Land zu Land, sondern auch bezogen auf die Anlageklassen in welchen Vermögen investiert waren. Generell betroffen waren Anleihen, die keinen Schutz vor Währungsproblemen und Inflation bieten. Unternehmensbeteiligungen über den Aktienmarkt oder Private Equity entwickelten sich je nach Land unterschiedlich, holten die Verluste jedoch zumeist wieder vollständig auf und entwickelten sich seitdem sehr erfreulich. Investoren, die die damaligen Krisen im Portfolio erlebt haben, sahen alte Grundsätze bestätigt: Diversifikation ist entscheidend um Risiken zu verringern. Geografische Diversifikation in Schwellenländern sowie über die verfügbaren Anlageklassen war damals wie heute die richtige Herangehensweise um von der generell positiven Entwicklung der Märkte zu profitieren, ohne dabei unverhältnismäßige Risiken einzugehen. Investoren die nur in Eigenkapital von Unternehmen investiert waren und völlig auf Anleihen verzichteten haben, haben die Krisen der goer am besten überstanden.

Seit dieser Zeit hat die Entwicklung der freien Kapitalmärkte die Evolution der Rechtssysteme positiv beeinflusst. Beispielsweise gab es innerhalb der letzten Jahre laut des Economic Freedom of the World Index (Fraser Institute, 2010) erhebliche Verbesserungen bezüglich der Eigentumsrechte in Schwellenländern. Diese positive Entwicklung wird durch die damit einhergehend steigende Bedeutung der Regionen für Investitionen weiter getragen und verstärkt.

Es gibt einen Nachfragesog für IPOs an Emerging Markets Börsen, und keinen Kapitalüberhang.

Die gestiegene Bedeutung der Schwellenländer für Investitionen spiegelt sich bspw. im hohen Angebot an Aktienfonds mit entsprechendem regionalem Fokus wieder. Es wird aufgrund der hohen Nachfrage sogar bereits vor Kapitalüberhängen gewarnt. Analysen der Entwicklung der Transaktionsbewertungen anhand der EBITDA Multiples, zeigen jedoch, dass die Preisniveaus sich immer noch auf günstigen Niveaus befinden. Wichtigste Erkenntnis ist jedoch, dass über Private Equity deutlich günstiger investiert werden kann, als über die Börse. Das Beispiel Asien zeigt, dass der Median EBITDA Multiple einer öffentlichen Akquisition um 0,49 bis 0,66 Punkte höher ist als der vergleichbare nichtöffentliche EBITDA Multiple. Nur Im Börsenkrisenjahr 2008 war es, aufgrund der äußerst niedrigen Börsenwerte, möglich im Median Unternehmen öffentlich günstiger zu erwerben. Die Volatilität der Bewertung – und damit das Risiko – ist jedoch bei Börsentransaktionen deutlich höher. Hinzu kommt, dass die Auswahl möglicher Investments im privaten Bereich deutlich höher ist. Dies gilt für Unternehmensgrößen, Branchen und andere Charakteristika. Die Diversifikation eines Beteiligungsportfolios ist also am nichtöffentlichen Markt deutlich besser möglich, als an der Börse. Die Marktkapitalisierung der Börsen in den meisten Schwellenländern befindet sich noch deutlich unter denen in Industrienationen. Da die Nachfrage bereits vorhanden ist, und die Bewertungen von gelisteten Unternehmen per se höher sind als von nichtöffentlichen, kann bei der Desinvestition ein zweites Mal vom Kostenunterschied zwischen Private Equity und den teureren Aktienmärkten profitiert werden. Die Realisierung der Investments findet schließlich neben Sekundärmarktverkäufen, MBOs und Tradesales nicht zuletzt durch Börsengänge statt.

In regionalen Märkten sind persönliche Beziehungen ein unschätzbare Mehrwert für einen Manager

Die Kunst besteht darin, stets vielversprechende Firmen in attraktiven Sektoren aufzuspüren. Seit Ende der Asienkrise sind in den Schwellenländern zunehmend Private Equity Gesellschaften von lokalen Geschäftsleuten gegründet worden. Bis dato waren hauptsächlich große international tätige PE Gesellschaften mit amerikanischen Managern asiatischer Abstammung im noch recht unterentwickelten Markt in Asien aktiv. Diese Manager der ersten Gesellschaften waren nicht in der Lage, an außerordentlich rentable Transaktionsmöglichkeiten zu kommen, da ihnen das dazu nötige persönliche Netzwerk fehlte. Die neue Riege der Private Equity Manager sind vor ihrer Managementtätigkeit zu weiten Teilen selbst erfolgreiche Unternehmer gewesen. Diese Teams verfügen über ein fundiertes spezifisches regionales Branchenverständnis und sind in der Lage mögliche attraktive Investitionsmöglichkeiten bereits früh zu erkennen. Zum anderen verhelfen die lokalen Netzwerke dieser Manager den Gesellschaften häufig zu exklusivem Zugang zu verheißungsvollen Investments, ohne dabei einem preistreiberischen Bieterwettbewerb ausgeliefert zu sein.

In China sind es die persönlichen Kontakte in Netzwerken, Guanxi genannt, die das Geschäftsleben bestimmen. Diese Netzwerke sind für Außenstehende Nicht-Chinesen nahezu verschlossen. In vielen anderen Schwellenländern sind die einheimischen Unternehmer ebenso untereinander hervorragend vernetzt, sei es in Asien oder auch in Lateinamerika. Lokal ansässige Private Equity Manager stechen mit einer klaren Länderfokussierung die überregionalen Manager mit einer deutlich höheren Rendite aus. Die Intransparenz des Marktes ist ein Grund der asymmetrischen Informationsverteilung und einer der besonderen Vorteile lokaler Private Equity Manager. Neben der Kompetenz ein Netzwerk aufzubauen und zu nutzen sind die klassischen Managerfähigkeiten eminent wichtig um erfolgreiche Investitionen zu tätigen.

Die Alpha Generierung erfolgt durch den Private Equity Manager, nicht durch Hebeleffekte.

Die Vorgehensweise der Renditegenerierung in einer Private Equity Transaktion in Schwellenländern ist zum Ansatz der Renditegenerierung in Industrienationen grundlegend verschieden. Die Aussage „akquiriere ein gutes Unternehmen mit hohem Potenzial zu einem vernünftigen Preis und verbessere die operative Lage“ trifft den Kern einer Private Equity Transaktion in Schwellenländern. Die Erfahrung von Private Equity Managern zeigt, dass es in Schwellenländern durchaus üblich ist, mit Minderheitsbeteiligungen in Familienunternehmen zu investieren. Beide Eigentümer haben dabei ein gleichgeartetes Interesse am Ausbau des Unternehmens. Dabei werden in erster Linie die bereits in der in der Akquisition Due Diligence festgestellten Möglichkeiten einer operativen und strategischen Optimierung zur Umsetzung angestoßen. Neben den operativen Zielen wie eine Umsatzsteigerung, der Ausweitung der Produktpalette oder dem Erschließen neuer Märkte sind inzwischen auch anorganische Wachstumsstrategien eine Option. In größeren Schwellenländern werden die von Private Equity finanzierten Unternehmen in den nächsten Jahren die Konsolidierung einzelner Branchen vorantreiben um in diesen Heimatmärkten und auch international eine herausragende Stellung zu erlangen.

Private Equity investiert in Unternehmen aus Branchen welche am meisten vom Aufschwung profitieren.

Diese starken Unternehmen sind es, die in der Desinvestitionsphase an der Börse oder beim Verkauf an einen strategischen Investor die höchsten Wertzuwächse erlangen. Ein Top Private Equity Manager ist in der Lage, ein Managerpremium von bis zu 15% p.a. gegenüber anderen Managern zu generieren. Durch den wirtschaftlichen Aufschwung und dem damit verbundenen Wachstum des Wohlstands der Bevölkerung ergeben sich einige interessante Branchen welche Investitionsziele für Private Equity Manager darstellen. Betrachtet man die Branchenfokussierungen der einzelnen Singlefundmanager, so fällt auf, dass die Telekommunikationsindustrie sowie Finanzwerte und der Industriesektor die Branchen stellen, in denen auch in Zukunft hohe Renditen zu erzielen sein werden. Die Sektoren welche mit dem Konsum zusammenhängen sind die, welche am stärksten vom lokalen Wachstum profitieren,

so sind die Verbrauchs- und Konsumgüterindustrie, Gesundheits- und Bildungswesen und das Dienstleistungsgewerbe von besonderem Interesse. In diesen Industriezweigen sind die Einstiegsbewertungen derzeit als günstig zu werten.

Es wird deutlich, dass die aufstrebenden Wirtschaftsregionen der Welt aufgrund ihrer Heterogenität zwar ein sehr hohes Diversifikationspotenzial bieten, gleichzeitig dem Investor jedoch ausgeprägte Fähigkeiten abverlangen. Um das Potenzial an langfristigem Wachstum und Diversifikation so entsprechend umzusetzen, bedarf es also ausgeprägter Expertise und lokaler Netzwerke.

„Die neue Investmentwelt: Investments in Emerging Markets – Kurzlebige Gelegenheit oder säkulares Thema?“ der Rising STAR gibt abschließend auch einen Überblick über die Investorennachfrage nach Emerging Markets Private Equity Produkten sowie das Marktangebot und Auswahlkriterien für entsprechende Investments.

Bezugsquelle:

Die Studie kann auf der Internetseite der Rising STAR AG im Log-in-Bereich bestellt werden.
<http://www.risingstar.ch>