



MERGERS AND ACQUISITIONS

REVIEW

BETEILIGUNGEN • ALLIANZEN • RESTRUKTURIERUNGEN • DIVESTMENTS • PRIVATE EQUITY

4/2011

www.mareview.de

Standpunkt

**Hochtief im Fadenkreuz
von ACS**

Strategien und Visionen

**Aus zwei wird eins –
Restrukturierung von
Einkaufsabteilungen in der
Post Merger Integration**

Strategien und Visionen

**Organisation von
M&A-Aktivitäten in
Unternehmen**

Private Equity

**Was Private Equity heute
in Brasilien bietet**

Austria Column

**Signifikante Erholung des
österreichischen M&A-Marktes –
positiver Ausblick für 2011
dennoch fraglich**

Top Deals

**Sanofi-Aventis übernimmt
Genzyme für rund 20 Mrd. US-\$**

SONDERDRUCK



Strategien und Visionen

Wanderer über dem Nebelmeer

Gezielte Unterstützung von Führungskräften als Beitrag zur Risikominimierung und Kaufpreisoptimierung in Verkaufsprozessen

GoingPublicMedia

AKTIENGESELLSCHAFT

Was Private Equity heute in Brasilien bietet

Dr. Katharina Lichtner, Filipe Caldas & Ricardo Fernandez, Capital Dynamics, Zug*

1. Einleitung

► Nicht zum ersten Mal in der jüngeren Geschichte ist Brasilien im Blickfeld der internationalen Private Equity-Gemeinde. Schon in den neunziger Jahren interessierten sich viele Private Equity-Anleger für Brasilien. Dies stellte sich später als „Goldrausch“ heraus, nachdem viele Investoren enttäuscht wurden und fast alle internationalen Private Equity-Manager das Land verließen. Im Laufe der letzten fünf Jahre rückte das Land wieder mehr in den Fokus, insbesondere 2010. Dies legt natürlich die Frage nahe: „Was ist heute anders?“

Kurz gesagt: Brasilien hat innerhalb der letzten beiden Jahrzehnte bedeutende politische und wirtschaftliche Fortschritte gemacht. Diese erlaubten dem Land, eine solide Basis für Unternehmen und die Entwicklung von Private Equity zu bilden. Einhergehend mit vier Schlüsselfaktoren – einer dynamischen Wirtschaft, anhaltendem wirtschaftlichem Wachstum, einer Vielzahl an natürlichen Ressourcen und den damit verbundenen vielfältigen Geschäftsfeldern – florieren die Unternehmen und damit auch Private Equity in Brasilien.

Im Folgenden soll untersucht werden, warum sich die Situation in Brasilien heute grundsätzlich anders darstellt als in den neunziger Jahren. Insbesondere soll herausgearbeitet werden, warum der Private Equity-Markt heute attraktiver ist und sich das Risiko/Return-Profil stark verbessert hat. Weiterhin geht der Artikel darauf ein, welche Industrien besonders vielversprechend aus Private Equity-Sicht sind und warum. Außerdem soll aufgezeigt werden, was beim Investieren in dieser Region beachtet werden muss.

2. Brasiliens Wirtschaft hat sich fundamental verändert

Brasilien ist mit über 190 Millionen Einwohnern und einer Fläche, die dem Festland der USA entspricht, das größte und bevölkerungsreichste Land Lateinamerikas. Goldman Sachs prognostizierte in seinem „Global Economist Analyst“-Report (erstes Quartal 2011), dass Brasilien im Jahr 2010 ein nominales BIP von 2.100 Mrd. US-\$ erreichen würde, was einer Steigerung von 7,5%

gegenüber dem Jahr 2009 entspricht, als es global gesehen bereits die neuntgrößte Wirtschaft war. Mehr als 60% des Bruttoinlandsproduktes basieren auf einheimischem Konsum. Hinzu kommt, dass es, obwohl Endkundenkredite im Zeitraum 2003 bis 2008 pro Jahr einen Anstieg um 26% verzeichneten, im Vergleich zu entwickelten Marktwirtschaften immer noch Spielraum für weitere, kontrollierte Kreditvergaben gibt. Hypotheken machen nur circa 3% des BIP aus (im Vergleich zu 38% beziehungsweise 73% in Europa und Amerika) und der Anteil aller Kredite beläuft sich auf ungefähr 45%, so dass nach wie vor genug Raum für Steigerungen in diesem Bereich bleibt, da außerdem immer mehr Fremdkapital zur Verfügung steht.

Weiterhin verfügt Brasiliens Wirtschaft über eine Vielfalt natürlicher Ressourcen: über ein Drittel der weltweiten Wasservorräte, Bauxit, Lehm, Edelsteine, Gold, Granit, Eisenerz, Kalkstein, Mangan, Nickel, Erdöl, Phosphate, Platin, Sand, Bauholz, Zinn, Uran und Energie aus Wasserkraft. Daneben ist Brasilien ein bedeutsamer Agrarstaat und weltweit führend beim Export von Zucker, Kaffee, Rindfleisch und Orangensaft. Zudem ist Brasilien einer der Top-Exporteure für Flugzeuge, Elektrogeräte, Automobile, Ethanol, Textilien, Schuhe, Stahl und Sojabohnen. Mit seiner Fülle an Ressourcen, der konsequenten Entwicklung technischer Produkte sowie einer großen Palette an Agrarprodukten, erlaubt Brasiliens Wirtschaft vielfältigste Geschäftsaktivitäten. Somit ist die Wirtschaft heute wesentlich robuster als in

* Autorenkontakt: klichtner@capdyn.com; fcaldas@capdyn.com; rfernandez@capdyn.com
Dr. Katharina Lichtner ist Managing Director, Co-Head des Investment-Management-Teams und leitet die Researchabteilung bei Capital Dynamics. Frau Dr. Lichtner war verantwortlich für die Entwicklung und Einführung der Investitionsprozesse bei Capital Dynamics. Sie ist Mitglied des Verwaltungsrates und des Executive Komitees von Capital Dynamics.

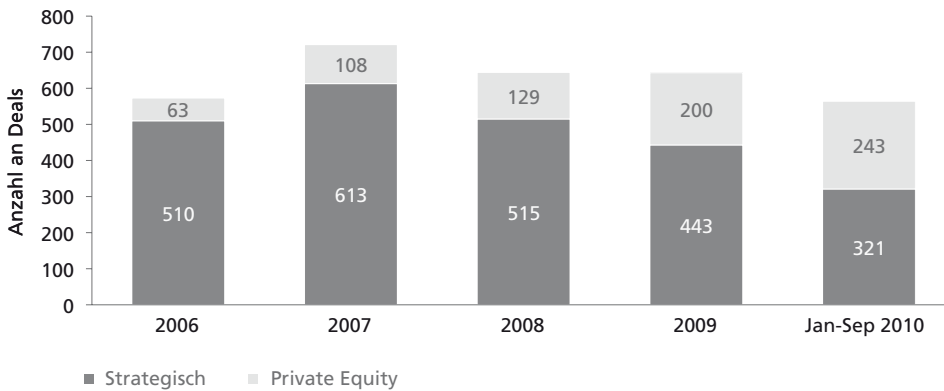
Filipe Cerqueira Caldas ist Vice President im Business Development bei Capital Dynamics, Brasilien. Er verfügt über mehr als sechs Jahre Erfahrung in den Bereichen Private Equity und Private Real Estate.

Ricardo Fernandez ist Vice President im Investment Management bei Capital Dynamics, Brasilien. Er verfügt über mehr als zehn Jahre Berufserfahrung in den Bereichen Projektfinanzierung, Fusionen & Übernahmen (M&A) und Private Equity in Lateinamerika und Europa.

Capital Dynamics ist ein unabhängiger, auf Private Assets spezialisierter Vermögensverwalter. Dies umfasst Private Equity, Clean Energy und Infrastructure sowie Immobilien. Capital Dynamics bietet Investoren eine große Bandbreite an Produkten und Dienstleistungen an Dachfonds, Direktinvestitionen, maßgeschneiderte individuelle Anlageprogramme und strukturierte Private Equity-Produkte.

Abb. 1 | Entwicklung der Private Equity-Transaktionen in Brasilien

Quelle: PricewaterhouseCoopers



den frühen neunziger Jahren. Dies führt zu einem stetig wachsenden Wohlstand der Bevölkerung und zieht unternehmerisch denkende Investoren an.

Brasilien ist seit nunmehr über 15 Jahren politisch stabil, was zahlreiche wirtschaftliche Reformen ermöglicht hat. Diese haben dazu beigetragen, die Wirtschaft zu stärken und wachsen zu lassen und schließlich den Rahmen für Investmenttätigkeiten substanziell zu verbessern. Einige der bedeutendsten Maßnahmen sind:

1. Kontrolle der Hyperinflation und Einführung eines Systems zur Inflationskontrolle,
2. Übergang zu einem freien Wechselkurs,
3. Liberalisierung des Handels und der Kapitalmärkte,
4. Aufhebung zahlreicher Preis- und Lohnkontrollen,
5. Privatisierung bestimmter vom Staat unterstützter Einrichtungen,
6. Steuerliche und rechtliche Reformen sowie Reformen bei der Sozialversicherung,
7. Einführung eines Gesetzes zur steuerlichen Verantwortung,
8. Einführung neuer Unternehmens- und Insolvenzgesetze sowie Schaffung langfristiger Darlehensmöglichkeiten von staatlich kontrollierten Banken.

Diese Veränderungen haben zu einer deutlichen Verbesserung von Brasiliens makroökonomischen Indikatoren beigetragen, die sich weiterhin sehr positiv entwickeln. Das Länderrating ist so gut wie nie zuvor und das Land hat nun die Einstufung „Investment Grade“ von Fitch, Moody’s und Standard & Poor’s erhalten. Die Inflation wurde auf 5,91% gedrückt und die Regierung strebt eine weitere Senkung auf 4,5% an. Brasiliens Interbanken-Zinssatz (SELIC) hat im Juli 2009 seinen historischen Tiefstand von 8,75% erreicht und obwohl erwartet wird, dass die Zentralbank den Zinssatz kurzfristig von aktuell 11,25% (Stand Januar 2011) erhöhen wird, ist die mittel- bis langfristige Prognose eine weitere Senkung. Jeder der oben genannten Aspekte hat zu einer stabilen Währung mit kontrollierter Volatilität beigetragen, die sich gegen alle anderen einflussreichen Wäh-

rungen behaupten kann und somit die Sicherheit von Investitionen deutlich verbessert hat.

3. Private Equity gewinnt an Boden

Brasilien weist nun ein grundlegend anderes Private Equity-Szenario auf als jenes, welches die „Pioniere“ der Neunziger vorgefunden haben. Damals war das Bild von Hyperinflation, hohen Zinssätzen, außer Kontrolle geratenen Wechselkursen und mangelnder Klarheit über rechtliche Bedingungen geprägt, die Investitionen in Private Equity zu einer wahren Herausforderung werden ließen.

Wie anders die Situation heute ist, zeigte der brasilianische Private Equity-Markt in den letzten drei Jahren. Als der Finanz-Tsunami die Welt erschütterte und zu einem jähen Abfall der M&A-Aktivitäten führte, hat Brasilien den Sturm gut überstanden. Tatsächlich hat sich der brasilianische Private Equity-Markt seit 2006 fast vervierfacht und verzeichnete im September 2010 beachtliche 243 Deals gegenüber einer Zahl von zuvor 63 (vgl. Abb. 1).

Diesem Anstieg der Investitionsoportunitäten folgte eine Fülle neuer Fonds auf dem Markt – von internationalen Managern, die Niederlassungen in Brasilien gründeten bis hin zu Spinoffs ganzer Teams und neuen lokalen Playern, die an den einzigartigen Möglichkeiten teilhaben wollen. 2010 gab es mindestens 55 Primär-Fonds auf dem Markt, 2011 könnten es noch mehr sein.

Aber was steckt hinter diesem rasanten Anstieg der Investitionsoportunitäten in Private Equity, der so viele neue Fonds auf den Markt lockt? Beobachter mögen sich fragen, wie der brasilianische Private Equity-Markt seine Transaktionen vervierfachen konnte, obwohl die Möglichkeiten Fremdkapital bei Transaktionen mit einzubeziehen faktisch noch sehr begrenzt sind und andere geografische Märkte dramatisch an Boden verloren haben. Die Antwort ist einfach: Brasilien ist ein Wachstumsmarkt und somit ist der überwiegende Teil der Transaktionen Wachstumsfinanzierungen, die mit sehr geringen Fremdkapitalanteilen auskommen oder oft rein durch Eigenkapital finanziert sind. Auch wenn alle diese Opportunitäten greifbar sind: Es ist ausschlaggebend, diese auch rechtzeitig zu erkennen und jene Strategien und Manager auszuwählen, die auf diesem Markt entsprechend erfolgreich sein können.

Auf dem brasilianischen Private Equity-Markt werden die Renditen vor allem durch operative Verbesserungen und

Wachstum der Einnahmen getrieben. Laut der McKinsey-Studie „Productivity Imperative“ aus dem Jahr 2004 hinkt die Produktivität brasilianischer Firmen anderen, entwickelten Ländern hinterher: So sind amerikanische Firmen 5,4 mal, französische 4,6 mal und portugiesische 2,3 mal produktiver. Private Equity-Manager haben diese Lücke erkannt und sehen ein attraktives Rendite-Potenzial beim Erwerb von Familienunternehmen und schlecht geführten Firmen, indem sie diese durch ein professionelles Management und eine starke Unternehmensführung aufwerten. Ähnliches Potenzial liegt in der Privatisierung staatlicher oder großer Mischkonzerne.

4. Drei überzeugende Argumente für den brasilianischen Private Equity-Markt

4.1 Wachsende Mittelklasse

Seit 2002 verzeichnet Brasilien einen anhaltenden Wirtschaftsaufschwung. Die Einkommen wurden in allen Bevölkerungsschichten bei starkem wirtschaftlichem Wachstum mit kontrollierter Inflation erhöht. Somit stiegen schließlich die Reallöhne. Dies führte zu einem robusten Ausbau der brasilianischen Mittelklasse. Laut dem „Brasilianischen Institut für Geografie und Statistik“ ist das Niedriglohn-Segment auf 14% der Bevölkerung geschrumpft, die Bevölkerung mittleren Einkommens stieg um 10% und die Gruppe der Besserverdiener hat sich in den Jahren zwischen 2000 bis 2008 um 4% vergrößert.

Eine Betrachtung der absoluten Zahlen hilft, um sich die Größenordnung dieser Entwicklung vor Augen zu führen: 34,9 Mio. Brasilianer konnten in die mittleren und höchstverdienenden Segmente aufsteigen – was der Gesamtbevölkerung Kanadas und circa der Hälfte der Einwohner Frankreichs, Italiens oder Großbritanniens entspricht. Die Mehrheit dieser 34,9 Mio. Menschen lebte früher an der Armutsgrenze. Damit ist die Gruppe der Menschen, die zum BIP-Wachstum beitragen, indem sie ihre Kinder auf Privatschulen schicken, neue Autos kaufen oder erstes Wohnungseigentum erwerben, stark gewachsen. Dies kurbelt den Konsum an und führt zu attraktiven Investmentmöglichkeiten auf den Verbrauchermärkten.

4.2 Fußball-Weltmeisterschaft 2014 und Olympische Spiele 2016

Brasilien wird Gastgeber der FIFA Fußball-Weltmeisterschaft 2014 und der Olympischen Spiele 2016 sein. Hunderttausende von Athleten und Zuschauern werden während dieser Großereignisse das Land besuchen. Wie es auch bei anderen Events in Entwicklungsländern der Fall war, wird dies beispiellose Investmentaktivitäten in Gang setzen, die sich über Jahrzehnte hinweg positiv auswirken. Insgesamt wird erwartet, dass beide Events mehr als 75 Mrd. US-\$ an Direktinvestments anziehen werden. Darüber hinaus hat die brasilianische Regierung verkündet, dass sie zwischen 2011 und 2014 folgende Ausgaben tätigen wird:

- 62 Mrd. US-\$, um die Verkehrsinfrastruktur zu verbessern. Dies betrifft insbesondere Modernisierungsmaßnahmen bei den internationalen Flughäfen der 12 Gastgeberstädte – Rio de Janeiro, Sao Paulo, Belo Horizonte, Brasilia, Cuiab, Cuitiba, Fortaleza, Manaus, Porto Alegre, Salvador, Recife und Natal, wie auch Straßenbauarbeiten und einen Hochgeschwindigkeitszug zwischen Sao Paulo und Rio de Janeiro.
- 34 Mrd. US-\$ für die Abwasser- und Abfallentsorgung, Gefahrenvermeidung, Mobilität in den Städten und Verbesserung bestehender Straßen.
- 18 Mrd. US-\$ für die Bereitstellung von Wasser und Elektrizität in städtischen Gebieten.

Am meisten werden davon das Baugewerbe, Elektrizitätsunternehmen, Wasserwerke, Müllunternehmen, die Lebensmittel-/Getränkeindustrie, Dienstleister und schließlich die IT- und Tourismusbranche profitieren. Aber auch andere wie Textilunternehmen, der Bildungssektor, der Gesundheitssektor und das Verlagswesen werden an diesem neuen Kapitalstrom verdienen. Ernst & Young prognostiziert, dass alleine durch den FIFA Welt Cup 2014 ganze 3,63 Mio. Arbeitsplätze pro Jahr geschaffen werden und zwischen 2011 und 2014 geschätzte 38 Mrd. US-\$ an Einkommen für die brasilianische Bevölkerung generiert werden.

Private Equity-Manager haben diese Opportunitäten bereits identifiziert. So wurden Fonds errichtet, die in innovative Firmen investieren, deren Produkte und Dienstleistungen auf den FIFA World Cup 2014 und die Sommer-Olympiade 2016 ausgerichtet sind. Private Equity-Manager, die in solche Unternehmen investieren, werden bestens positioniert sein, um attraktive Renditen zu erzielen.

4.3 Natürliche Ressourcen

Brasilien verfügt über große Vorkommen an nicht-erneuerbaren natürlichen Ressourcen wie Öl und Eisenerz. Außerdem kann das Land auf eine Vielfalt an erneuerbaren Energien wie Bauholz, Ethanol, Sojabohnen sowie Nutztiere zurückgreifen. Auf Brasiliens Boden befindet sich ein Drittel der weltweiten Wasserreserven. Mehr als 85% der Energie des Landes stammen aus erneuerbaren Quellen, vor allem Wasserkraft.

Die brasilianische Regierung hat 2010 verkündet, dass sie in der Zeitspanne zwischen 2011 und 2014 die Summe von 278 Mrd. US-\$ ausgeben wird und weitere 356 Mrd. US-\$ nach 2014, um die Erzeugung und Übertragung von Elektrizität, Öl und natürlichem Gas sowie erneuerbaren Brennstoffen fortzuentwickeln und die Energieeffizienz sowie die Suche nach Mineralvorkommen voranzutreiben.

Das weltweite Bevölkerungswachstum bringt eine immer größere Nachfrage für nicht-erneuerbare und erneuerba-

re Ressourcen mit sich. Da die Rohstoffpreise steigen, finden Private Equity-Investoren in diesem Umfeld attraktive Investitionsmöglichkeiten.

5. Private Equity-Investitionen in Brasilien bergen auch Schwierigkeiten

Bei aller Euphorie ist es jedoch notwendig, beim Investieren genau hinzusehen. So sind zwar die Opportunitäten mannigfaltig, allerdings ist die Anzahl der erfahrenen Manager begrenzt. Wie oben bereits dargelegt, hat die Attraktivität des Marktes dazu geführt, dass viele neue Manager auf den Markt drängen. Ein Phänomen, das auf allen aufstrebenden Private Equity-Märkten zu beobachten war und ist. China und Asien allgemein sind gute Beispiele für diese Entwicklung. So hat der Markt zwar ein großes Potenzial, allerdings passiert es regelmäßig, dass Manager auf Grund mangelnder Erfahrung nicht in der Lage sind, dieses Potenzial in attraktive Nettoerträge für die Investoren umzusetzen. Weiterhin muss darauf hingewiesen werden, dass Wachstumsmärkte allgemein auch höhere Risiken bieten. Es ist daher wichtig, eine hohe Sorgfalt bei der Auswahl der Private Equity-Manager walten zu lassen. Es ist unerlässlich, die lokalen Gegebenheiten in die Investmententscheidung mit einfließen zu lassen, um sicherzustellen, dass der Fonds-Manager über die nötige Erfahrung sowohl in den Zielindustrien als auch auf dem Markt allgemein verfügt.

Dies kann sowohl bei lokalen wie auch bei internationalen Managern der Fall sein. Allerdings ist zu beachten, dass die Investmententscheidung meistens qualitativer Natur und dadurch wesentlich zeitintensiver sind, da in der Regel nicht auf einen langjährigen Trackrecord zurückgegriffen werden kann, wie dies bei etablierten Managern auf voll entwickelten Private Equity-Märkten der Fall ist. Folglich ist eine erfolgreiche Selektion Primärer Fonds ohne lokales Know-how oft schwierig und der Erfolg fragwürdig. Um erfolgreich in Brasilien zu investieren, ist es daher wichtig, zum einen Erfahrung in der Selektion von Managern in aufstrebenden Wachstumsmärkten zu haben und zum anderen über ein gutes Verständnis der lokalen Gegebenheiten zu verfügen.

Diejenigen Investoren, die diesen interessanten Markt direkt angehen wollen, sollten sicherstellen, dass die

Größe der Allokation eine gute Diversifikation gewährleistet. In verschiedenen Studien konnte gezeigt werden, dass es notwendig ist, in acht bis zehn Fonds zu investieren, um das Einzelfondsrisiko zu minimieren. Außerdem sollte darauf geachtet werden, dass diese Fonds von verschiedenen Managern verwaltet werden. Und zum Dritten ist es wichtig, die Fonds über einen Zeitraum von mindestens drei Zeichnungsjahren zu verteilen um zu verhindern, dass das Portfolio von einem einzigen Wirtschaftszyklus abhängig ist. Bei einem Zeichnungsminimum, das in der Regel bei 5 bis 10 Mio. US-\$ liegt, bedarf es somit einer Gesamtallokation von 40 bis 100 Mio. US-\$. Für jene Investoren, denen nur eine begrenzte Allokation für den brasilianischen Markt zur Verfügung steht oder die über eine geringe Investitionserfahrung im Bereich Emerging Markets verfügen, ist es eventuell ratsam, über eine Investition in einen Dachfonds in die Region zu investieren.

6. Schlussbemerkung

Das heutige Brasilien unterscheidet sich grundlegend von dem, das Private Equity-Investoren in den neunziger Jahren vorgefunden haben. Zwei Jahrzehnte, geprägt von ständigen Verbesserungsmaßnahmen, führten zu einem stabilen politischen Umfeld und einem guten Geschäftsklima. Brasiliens dynamische Wirtschaft, sein anhaltendes Wirtschaftswachstum, große Vorkommen natürlicher Ressourcen und damit verbundene Geschäftszweige, haben neue und interessante Investmentopportunitäten eröffnet.

Insbesondere drei Aspekte – die wachsende Mittelklasse, die natürlichen Ressourcen des Landes sowie die Fußball-Weltmeisterschaft und die Olympischen Spiele – bieten Investoren eine attraktive Auswahl an Investitionsmöglichkeiten. Es ist jedoch entscheidend, jene Manager zu wählen, die den Markt genauestens verstehen, die entsprechenden Opportunitäten erkennen und über die nötige Erfahrung verfügen, um das Private Equity-Potenzial für lokale sowie ausländische Investoren zu erschließen. Bei Berücksichtigung der Risiken, gepaart mit einem entsprechendem Know-how, die richtigen Manager zu selektionieren oder gegebenenfalls durch den Einstieg über einen erfahrenen Dachfonds, kann Brasilien positiv zur Gesamterträge eines jeden Private Equity-Portfolios beitragen. ■