



Indien – Trends in der Unternehmensfinanzierung

1. Februar 2010

Investitionen des indischen Unternehmenssektors leisteten signifikanten Beitrag zum Wirtschaftswachstum. In den letzten zehn Jahren ist das Investitionsniveau in Indien enorm angestiegen; von 25% des BIP in 2000 auf mehr als 35% in 2006. Ein erheblicher Teil davon stammte aus dem Unternehmenssektor. In den vergangenen fünf Jahren haben die Unternehmensinvestitionen im Verhältnis zum BIP um 9 Prozentpunkte zugelegt. Angesichts der Korrelation zwischen dem Investitionsniveau eines Landes und seinem Wirtschaftswachstum sind Unternehmensfinanzierungen und Investitionen entscheidende Faktoren für das künftige Wachstumspotential Indiens. Die vorliegende Studie legt den Schwerpunkt auf die verschiedenen Finanzierungsquellen für Unternehmensinvestitionen.

Von der weltweiten Finanzkrise sind mehrere Finanzierungsquellen betroffen. So nahmen indische Unternehmen in den vergangenen fünf Jahren zunehmend ausländische Finanzierungen in Anspruch. Hierzu gehören External Commercial Borrowings, ausländische Direktinvestitionen, Kredite ausländischer Banken sowie ausländische institutionelle Investoren, die am Aktienmarkt investieren. Als die Auswirkungen der Finanzkrise für ausländische Anleger spürbar wurden, zogen sich diese zurück. Zwar wurde in der zweiten Hälfte 2009 eine Zunahme der ausländischen Mittelzuflüsse verzeichnet, eine vollständige Erholung der Kapitalströme dürfte jedoch bis ins Jahr 2010 dauern.

Mittelstand am stärksten vom Versiegen der Finanzierungsströme betroffen. Aufgrund des Mangels an signifikanten Gewinnrücklagen/Kapitalrücklagen und Unternehmensersparnissen gelten kleine und mittelständische Unternehmen (KMU) generell als stärker betroffen. Bei externen Finanzierungen handelt es sich nicht nur um zusätzliches Kapital, das zur Finanzierung von Wachstum und Expansionsplänen genutzt wird, sondern um essentielle Mittel zur Refinanzierung existierender Verbindlichkeiten sowie zur Aufrechterhaltung des Tagesgeschäfts.

Aktienmärkte und ausländische Direktinvestitionen: vielversprechendste Finanzierungsquellen 2010. Selbst wenn an den Märkten eine moderate Korrektur von den derzeit hohen Kursniveaus erfolgt, dürften die heimischen Aktienmärkte – sowohl über den Primär- als auch den Sekundärmarkt – in den kommenden 12 Monaten eine wichtige Finanzierungsquelle bleiben. Zudem bedeutet die Erholung an den globalen Aktienmärkten, dass auch Emissionen von American Depository Receipts (ADR) und Global Depository Receipts (GDR) gute Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen werden. Die erwartete Erholung der indischen Wirtschaft sowie die schrittweise Umsetzung von Reformen im Bereich der ausländischen Direktinvestitionen wird ein neuerliches kräftiges Wachstum der Direktinvestitionen ermöglichen. Schließlich besteht Potential bei External Commercial Borrowings (ECBs), da die Zinsen an den Kreditmärkten sinken. Allerdings könnte die Bereitschaft und Fähigkeit ausländischer Kreditgeber, Mittel an kleinere Firmen zu vergeben, begrenzt sein.

www.
dbresearch.de

Autor

Rachna Saxena
+44 207 547-6258
rachna.saxena@db.com

Editoren

Steffen Dyck
Maria Laura Lanzani

Publikationsassistentz

Bettina Giesel

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

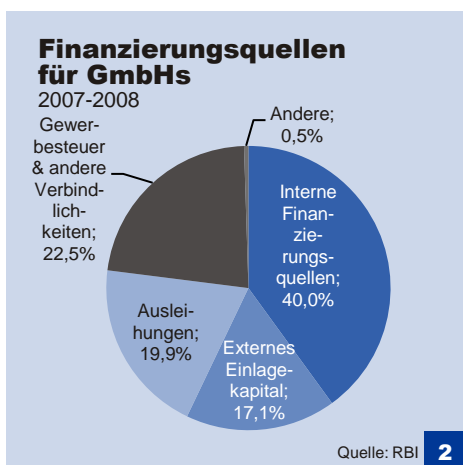
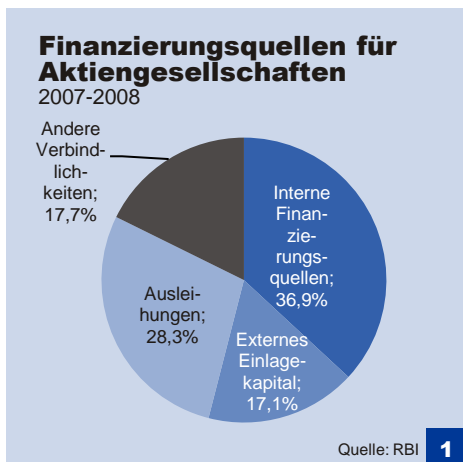
DB Research Management

Thomas Mayer

Hinweis: Dies ist eine Übersetzung des Originaltexts: Saxena, Rachna. (2009). Trends in India's corporate financing. Deutsche Bank Research. Current Issues. 27. Oktober 2009. Frankfurt am Main. Eine Kurzfassung dieses Artikels wurde in englischer Sprache im Indian Journal of Capital Market veröffentlicht.

Einführung

Zwar stammen erhebliche Summen für die Unternehmensfinanzierung aus internen Quellen wie Gewinnrücklagen, aber auch externes Kapital ist nach wie vor von großer Bedeutung. Zu den externen Finanzierungsquellen zählen Bankkredite, die Aktienmärkte, die Märkte für Unternehmensanleihen, Auslandsausleihungen (External Commercial Borrowings), ausländische Direktinvestitionen sowie nicht börsennotiertes Beteiligungskapital (Private Equity). Als im Verlauf der letzten beiden Jahre die Finanzkrise um sich griff, versiegten viele dieser Finanzierungsquellen, so dass sich die Unternehmensinvestitionen sowie das -wachstum verlangsamten. Sowohl die Liquiditätssituation als auch der Aktienmarkt haben sich von den in der zweiten Jahreshälfte 2008 und zu Beginn 2009 erreichten Tiefstständen leicht erholt, wobei sich jedoch die Mittelbeschaffung für viele Unternehmen in Indien nach wie vor schwierig darstellt. Die vorliegende Studie gibt einen Überblick über die verschiedenen Finanzierungsquellen, wobei sowohl der Trend der letzten Jahre als auch der Ausblick für das laufende Jahr beleuchtet wird.

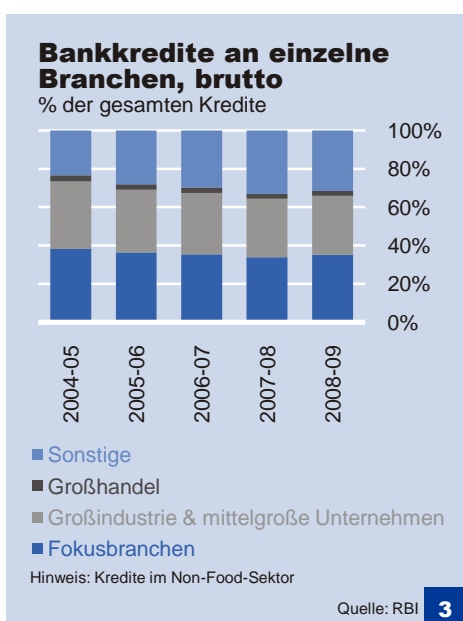


Für Großunternehmen sind interne Finanzierungsquellen wichtig

Laut Reserve Bank of India (RBI) fallen interne Finanzierungsquellen in die Kategorien eingezahltes Kapital, Reserven und Überschüsse sowie Rückstellungen (einschließlich Dividenden). Etwa 40% der Finanzierungen für Aktiengesellschaften und GmbHs stammen aus internen Quellen. Die Grafiken 1 und 2 verdeutlichen die jüngsten Zahlen. Im Detail zeigen die Daten, dass bei Großunternehmen des Verarbeitenden Gewerbes sowie des Dienstleistungssektors interne Finanzierungsquellen 67% bzw. 47% sämtlicher zur Verfügung stehenden Mittel ausmachen. Allerdings ist die Situation bei kleinen und mittleren Unternehmen deutlich anders. Diese Firmen verfügen häufig nicht über nennenswerte Ersparnisse und interne Finanzierungsquellen machen hier lediglich 10% der Gesamtmittel aus.¹ Frühere Studien, die die Jahre 1994-2003 abdecken, deuten darauf hin, dass die Beschaffung von Krediten für kleinere Firmen schwieriger ist als für Großunternehmen.² Daher sind kleine und mittelständische Unternehmen am ehesten von einer Verknappung oder dem Austrocknen externer Finanzierungsquellen betroffen. Diese Quellen werden in den folgenden Abschnitten näher untersucht.

Bankensystem weiterhin essentiell

Bankkredite gehören in der Regel zu den von Unternehmen genutzten externen Finanzierungsquellen. Bei Aktiengesellschaften machten Bankausleihungen in den Jahren 2007 und 2008 32% der externen Finanzierungen bzw. 20% des gesamten Finanzierungsvolumens aus (RBI Survey of Company Financing). Bei den GmbHs beliefen sich die Bankfinanzierungen in Finanzjahr 2007-2008 auf 28% der externen Finanzierungen bzw. 17% der gesamten Unternehmensfinanzierungen. Grafik 3 zeigt die Aufnahme von Bankkrediten nach Sektoren. Zu den Hindernissen, die einer höheren Kreditaufnahme im Wege stehen, gehören regulatorische Restriktionen wie hohe Liquiditätsanforderungen (die Banken zwingen, Einlagen in Staatsanleihen zu halten) sowie die vorgeschriebene Kreditver-

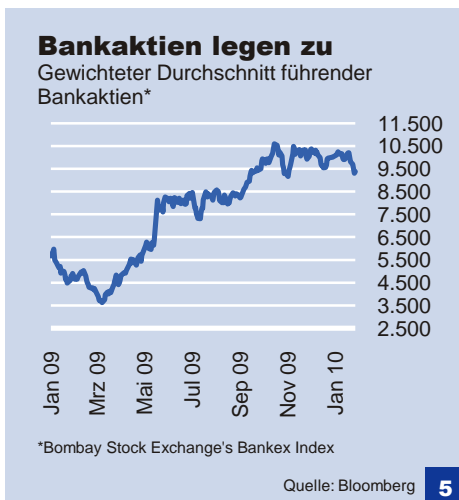


¹ Allen et al. (2007).

² Love (2005).



4



5

gabe an Fokusbranchen (die vorsieht, dass einige Banken nahezu 40% ihrer Ausleihungen an Unternehmen bestimmter Branchen vergeben).³ Daher haben sich viele indische Unternehmen anderen externen Finanzierungsquellen zugewandt. Während des konjunkturellen Booms der Jahre 2005 bis 2007 war ein allmählicher Rückgang der Kreditvergabe an die Wirtschaft zu beobachten (s. Grafik 4). Zwar sind hierfür verschiedene Faktoren verantwortlich, zum Teil aber auch die Tatsache, dass die Unternehmen andere Finanzierungsquellen suchten, und dies insbesondere am Aktienmarkt, der in dieser Phase ein erhebliches Wachstum verzeichnete. Hierfür spricht auch, dass in dieser Zeit der prozentuale Anteil von Firmenkapital an der gesamten Finanzierung stieg.

Als im September 2008 der Zusammenbruch von Lehman Brothers erfolgte, stieg die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen im folgenden Monat drastisch an, da andere Finanzierungsquellen rasch versiegten. Danach allerdings ist die Kreditvergabe der Banken an die Wirtschaft stetig und rapide gesunken (Grafik 4). Dies ist zum Teil auf eine verlangsamte Nachfrage zurückzuführen, da die Unternehmen ihre Investitions- und Expansionspläne angesichts des schwierigen globalen und inländischen Umfelds und der nach wie vor hohen Kreditkosten überdenken mussten. Auf der Angebotsseite herrscht bei den Banken trotz der geldpolitischen Lockerung, ermutigender Signale von Seiten der Politik und Liquiditätsspritzen durch die indische Zentralbank noch immer Zurückhaltung, was die Kreditvergabe angeht. Aufgrund von Rentabilitätsdruck und höheren Rückstellungen für notleidende Kredite haben die meisten Banken ihre Zinssätze nur moderat gesenkt. Auf Bankenseite herrscht weiterhin Besorgnis über die sinkende Qualität der Vermögenswerte, insbesondere in Bezug auf kleinere Firmen oder Sektoren, denen geringere Wachstumschancen eingeräumt werden.

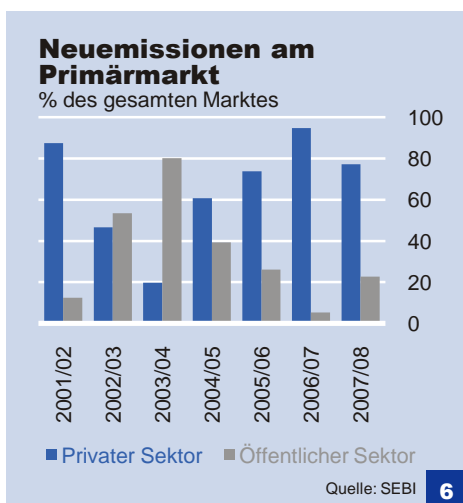
Am Markt herrscht Optimismus, dass die Kreditvergabe der Banken in den nächsten 1-2 Monaten ihren Tiefstand erreicht und über die kommenden Quartale wieder anziehen wird. Diese Erwartung zeigt sich auch in den stetigen Kurszuwächsen bei Bankaktien (Grafik 5). Bei der Entscheidung, welche Unternehmen oder Sektoren kreditwürdig sind, richten Banken ihr Augenmerk auf die Performance am Aktienmarkt, Quartalsbilanzen und makroökonomische Indikatoren. Unseres Erachtens wird sich der indische Aktienmarkt weiter positiv entwickeln und es gibt deutliche Anzeichen stärkeren Wachstums, so dass die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor auch wieder zunehmen dürfte. So werden die BIP-Daten für das 3. Quartal (Kalendarjahr), die Quartalsergebnisse der Unternehmen und Indikatoren wie Kurs-/Gewinnverhältnisse, Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze von großem Interesse sein. Zudem wird die Rekapitalisierung öffentlicher Banken diesen mehr Spielraum eröffnen, um ebenfalls ihre Kreditvergabe auszuweiten. Aber selbst die deutliche Trendumkehr an den Märkten und die erwartete Rekapitalisierung der Banken im Jahr 2010 wird unseres Erachtens nicht ausreichen, um in den kommenden Monaten die Wachstumsraten früherer Jahre zu erreichen. Zudem könnten sich die Banken im laufenden Jahr auf ausgesuchte Branchen mit geringem Risiko konzentrieren, insbesondere da weiterhin Besorgnis hinsichtlich einer Blasenbildung, z.B. im Immobiliensektor besteht.

³ RBI. Master Circular. Lending to the Priority Sector. Juli 2009.

Inländische Aktienmärkte zunehmend populär

In den vergangenen fünf Jahren haben die inländischen Aktienmärkte in Indien einen Boom erlebt; in diesem Zeitraum stieg die Marktkapitalisierung von knapp USD 300 Mrd. auf über USD 1 Bill. Das Wachstum wurde sowohl durch inländische als auch ausländische Investoren getrieben. In den vergangenen fünf Jahren profitierten die inländischen Anleger von der boomenden Konjunktur. Zwar hält die Mehrheit der Privathaushalte ihre Ersparnisse nach wie vor in Anleihen und Festzinseinlagen, doch ist über Investmentfonds ein zunehmender Trend in Richtung Aktienmarkt zu beobachten. Auch ausländische Anleger, wie z.B. institutionelle Investoren aus dem Ausland oder im Ausland lebende Inder, haben ihre Engagements erhöht, nachdem durch eine Liberalisierung in Form einer Erhöhung von Anlageobergrenzen und der Öffnung der Märkte für Derivate eine Absicherung des Risikos möglich wurde. Ende 2008 waren in Indien 1.591 ausländische institutionelle Anleger registriert; dies stellt einen Anstieg um etwas mehr als 50% seit 2006 dar.⁴ Aufgrund des großen Anlegerinteresses standen dem indischen Unternehmenssektor umfangreiche Mittel zur Verfügung.

Am Primärmarkt haben Emissionen des privaten Sektors die des öffentlichen Sektors bereits seit einigen Jahren hinter sich gelassen (Grafik 6). So hat eine Vielzahl unterschiedlichster Unternehmen, von der Unterhaltungs- bis hin zur Finanzbranche, Kapital auf dem Primärmarkt aufgenommen. Am häufigsten waren dabei in den letzten Jahren Aktienemissionen von Banken, Finanzinstituten, Baufirmen sowie Infrastrukturunternehmen. Zwar ist die Zahl der Börsengänge von den Höchstständen Mitte der 1990er Jahre, als die Märkte zum Höhenflug ansetzten, gesunken; in den letzten Jahren wurden durch Börseneinführungen dennoch stetig steigende Summen neuen Kapitals aufgebracht. 2008 wurden je Börsengang durchschnittlich knapp INR 5 Mrd. aufgebracht; Mitte der 1990er Jahre waren es im Schnitt noch unter INR 100 Mio. gewesen.⁵ Im Jahr 2006 rangierte Indien in Bezug auf die Börseneinführungen zum ersten Mal unter den 10 größten Märkten der Welt.⁶ 2008 schrieb der Börsengang von Reliance Power indische Geschichte als größte Neuemission. Die Aktienemission im Wert von knapp USD 3 Mrd. war etwa 10-fach überzeichnet.



6

Mobilisierung von Mitteln am Primärmarkt

10 Mio. INR

	2005	2006	2007	2008S
Anleihen	66	389	594	0
Aktien	30.325	32.672	58.722	49.485
Neuemissionen	9.918	24.779	33.912	18.393
Private Platzierungen	83.812	1.17.407	1.84.855	1.75.061

S: Schätzung

Quelle: Umfrage des indischen Finanzministeriums

7

Am Sekundärmarkt stiegen mit dem Wachstum des Marktes auch die Kurs-/Gewinnverhältnisse (KGV) erheblich an. Bereits an der Börse notierte Unternehmen konnten so bei neuerlichen Aktienemissionen höhere Renditen erzielen.

⁴ Indisches Finanzministerium.

⁵ SEBI Handbook of Statistics.

⁶ www.livemint.com.



Zu Beginn der globalen Finanzkrise ab Mitte 2008 verzeichneten die Märkte drastische Einbrüche. Zwischen Januar 2008 und dem Tiefststand des Sensex im März 2009 sackte der Markt um 60% ab, und die KGVs sanken im gleichen Zeitraum um mehr als 45%. Wie aus Grafik 9 ersichtlich, wurde ein Großteil der Verluste durch ausländische Anleger und ihre Besorgnis über die Erträge indischer Unternehmen und den allgemeinen Ausblick der indischen Wirtschaft ausgelöst. Laut anekdotischer Evidenz scheinen zahlreiche Investoren die Erträge ihrer Kapitalanlagen entweder in ihr Heimatland repatriert oder in „sicheren“ Anlagen wie Staatsanleihen gehalten zu haben. Die Talfahrt der Märkte wurde durch die von inländischen Anlegern abgezogenen Mittel noch beschleunigt; Gründe hierfür waren zunehmende Arbeitsplatzverluste und schrumpfende Privatvermögen. Daher hatten viele Unternehmen eine für das 2. Halbjahr 2008 und das 1. Halbjahr 2009 geplante Kapitalerhöhung verschoben. Die 40 Börsengänge im Jahr 2008 erbrachten weniger als USD 5 Mrd.; im Vergleich zum Vorjahr war dies ein Rückgang um 60% in Bezug auf die Anzahl der Transaktionen bzw. 45% bei dem aufgebrachtten Kapital.⁷



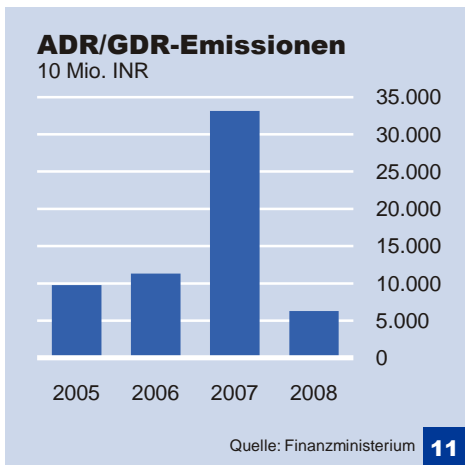
Von April bis Juli 2009 fanden nur fünf Börseneinführungen statt, während es im gleichen Zeitraum 2008 noch fünfzehn waren. In der ersten Jahreshälfte 2009 haben lediglich 6 Unternehmen dem Securities and Exchange Board of India (SEBI) Angebotsentwürfe für Aktienemissionen vorgelegt; im Vorjahr waren es im gleichen Zeitraum noch mehr als 40 gewesen.

Der Markt hat sich von seinen früheren Tiefständen erholt und die Nettoanlagen ausländischer institutioneller Investoren begannen im April 2009 wieder zu steigen. Seit Anfang 2009 bis Mitte Oktober legte der Sensex um mehr als 75% zu, da die Investoren von der wiedergewählten Congress Party Reformen erwarten, und erste Anzeichen für ein Ende der Rezession in der restlichen Welt sowie in Indien (wie das im 2. Quartal gestiegene BIP-Wachstum von 6% sowie der Anstieg einiger Konjunkturindikatoren wie Industrieproduktion und Fahrzeugabsatz, s. Grafik 10) durchaus ermutigend sind. Auch bemühen sich Regierung und SEBI um eine vereinfachte Mittelaufnahme. In der Planung sind extra für kleine und mittlere Unternehmen einzurichtende Börsen, die diesen Firmen die Mittelaufnahme ermöglichen. Zudem erwägt die Regierung eine Regelung einzuführen, nach der 25% eines börsennotierten Unternehmens zu handeln sind. Dies dürfte höhere Liquidität und Umsätze am Sekundärmarkt gewährleisten. Laut Regierungsangaben beträgt der Streubesitz an börsennotierten indischen Unternehmen durchschnittlich weniger als 15%.⁸



Die Kombination aus der Unterstützung von Seiten der Regierung und der Erholung des Marktes hat seit Juli 2009 zu einer Belebung der Aktienemissionen geführt. Seit Anfang Juli bis Mitte Oktober sind mehr als 35 Antragsentwürfe bei der SEBI eingegangen. Der Markt für Neuemissionen hat in den letzten drei Monaten ebenfalls angezogen und durch Emissionen im öffentlichen Sektor Unterstützung erfahren. Hierfür gab es großes Interesse, so dass der Weg für weitere Neuemissionen in den nächsten Monaten bereitet sein sollte, insbesondere da die Privatisierungspläne voran schreiten. Bei vielen der Neuemissionen wurde die Kursgestaltung allgemein als fairer Marktwert eingeschätzt. Unseres Erachtens wird diese konservative Kursgestaltung mindestens bis in das 1. oder 2. Quartal 2010 anhal-

⁷ Ernst & Young. Global IPO trends report 2009.
⁸ Bloomberg (2009).

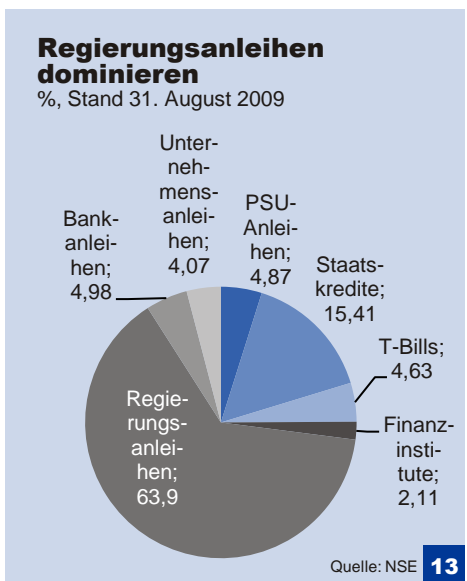


ten, um das Anlegerinteresse zu sichern. Die Aussichten für Kapitalerhöhungen sind für die nächsten 12 Monate positiv. Allerdings hält die Unsicherheit am Markt an und es gibt erneute Befürchtungen, dass sich bei Mittelzuflüssen aus dem Ausland eine Vermögenspreisblase bilden könnte. In den kommenden Monaten könnte eine moderate Korrektur am Markt einsetzen; der allgemeine Trend 2010 dürfte aber nach wie vor positiv sein. Sowohl ausländische als auch heimische Investoren dürften trotz anhaltender Vorsicht aber durchaus wieder an den Markt zurückkehren. Die wichtigsten Faktoren, die es zu beobachten gilt, sind die Unternehmensergebnisse, das Tempo der Wirtschaftsreformen, die Trendumkehr an den globalen Märkten sowie die internationalen Wirtschaftsnachrichten.

2010 mehr ADR/GDR-Emissionen erwartet

Seit 1992 sind indische Unternehmen mittels American Depository Receipts (ADR) und der Global Depository Receipts (GDR) auch an ausländischen Börsen notiert. Die Neuemissionen erreichten im Jahr 2007, als die globalen Finanzmärkte auf Höhenflug waren, ihren Höhepunkt (s. Grafik 11). Laut dem Skindia GDR-Index, der 22 aktiv gehandelte GDR von Großunternehmen wie Reliance, Infosys und der State Bank of India nachzeichnet, haben die Emissionen von GDR Anfang 2008 ihren Höhepunkt erreicht (s. Grafik 12).

Nach massiven Rückgängen in der ersten Jahreshälfte 2009 aufgrund des Zusammenbruchs von Lehman Brothers, scheint sich der Wert der ausstehenden GDR nun allmählich zu erholen. Dies dürfte Neuemissionen Auftrieb geben, insbesondere da sich die Lage der Weltkonjunktur sowie der Finanzmärkte allmählich bessert. Die jüngste Reihe von ADR- und GDR-Emissionen zeigt, dass der Markt in den nächsten Monaten wie auch im Gesamtjahr 2010 wachsen dürfte. Im Juli begannen die Neuemissionen mit dem Börsengang des Bergbauunternehmens Sterlite Industries, das durch ADR etwa USD 1,5 Mrd. aufbrachte. Tata Steel und Suzlon Energy, beides globale Akteure in den Sektoren Stahl bzw. Windenergie folgten rasch darauf mit Kapitalerhöhungen durch GDR im Wert von über USD 600 Mio.⁹ In den nächsten Monaten könnten sich weitere Unternehmen entscheiden, Mittel auf dem Wege der ADR bzw. GDR statt an den inländischen Märkten aufzunehmen. Dies dürfte sich für international agierende Firmen als attraktiver erweisen, da diese Währungsrisiken effizienter managen können als rein im Inland agierende Firmen.



Markt für Unternehmensanleihen hinkt noch hinterher

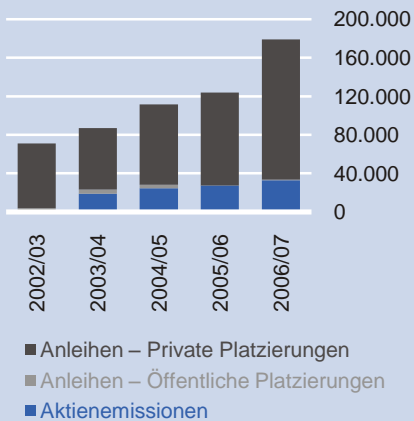
Im Vergleich zum Aktienmarkt ist der Markt für Unternehmensanleihen in Indien relativ unterentwickelt. Die Marktkapitalisierung der indischen Aktienmärkte entspricht mehr als 100% des BIP, wohingegen die Marktkapitalisierung bei Unternehmensanleihen weniger als 5% des BIP ausmacht. Letzterer wird häufig für seine ungenügende Liquidität, mangelnde Transparenz, schwierigen regulatorischen Anforderungen und die hohen Kosten von Neuemissionen kritisiert. Mit einem Anteil von 65% der Marktkapitalisierung und nahezu 35% des BIP wird der Bondmarkt von Staatsanleihen dominiert (Details s. Grafik 13). Dies ist nicht nur auf den hohen öffentlichen Kreditbedarf, sondern auch auf die gesetzlich vorgeschriebene Liquiditätsreserve zurückzuführen, die die Banken zwingt, signifikante Einlagen in Form von Staatsanleihen zu halten. Obwohl bereits auf Empfehlung der Patil-Kommission einige Fortschritte bei der Reform des Anleihemarkts erzielt wurden (wie die Zulassung von Handels- und

⁹ Wall Street Journal (2009).



Private Platzierungen dominieren am Markt für Unternehmensanleihen

10 Mio. INR



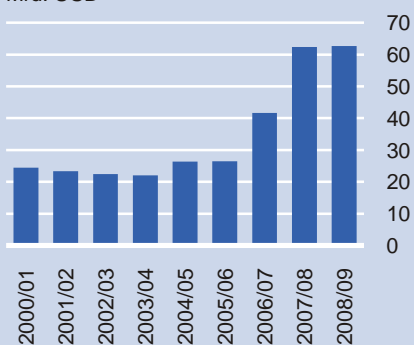
Quelle: SEBI 14

Berichtsplattformen), besteht nach wie vor erheblicher Handlungsbedarf. So sind z.B. zahlreiche Unternehmen (einschließlich öffentlicher Unternehmen – Public Sector Undertakings, PSU) dazu übergegangen, private Anleiheplatzierungen vorzunehmen, bei denen die Neuemissionen auf die Bedürfnisse der einzelnen Emittenten zugeschnitten werden können und geringere Emissionskosten entstehen, weniger komplizierte regulatorische Bestimmungen (z.B. bezüglich der Offenlegung und der Anforderungen für Kreditratings) greifen und dauerhafte niedrigere Kosten bestehen (Grafik 14).

Zwar liegen derzeit noch keine aktuellen Zahlen zu privaten Platzierungen vor, die Tabelle zu den Emissionen am Primärmarkt im Bereich Aktien zeigt jedoch, dass das Volumen der öffentlichen Platzierungen 2008 vernachlässigbar gering war. Die Zahl der Neuemissionen stieg in den ersten drei Quartalen 2009, und von fortgesetzten Reformen könnte der Markt auch 2010 profitieren. Derzeit erwägt die Regierung die Zulassung von Repo-Transaktionen auf Unternehmensanleihen, und auch die Möglichkeit der Abschaffung der Quellensteuer wird diskutiert. Die größten Risiken für das Wachstum des Marktes für Unternehmensanleihen liegen in einer Erholung des Aktienmarktes und dem umfangreichen Kreditbedarf des Staates. Da die Regierung für das laufende Fiskaljahr zur Finanzierung der Ausgaben und Ankurbelung des Wachstums die Platzierung einer Rekordzahl von Anleihen plant (Bruttoemissionsvolumen schätzungsweise 60% höher als im vergangenen Fiskaljahr) besteht die berechtigte Sorge, es könnte zu einer Verdrängung (crowding out) privater Platzierungen kommen.¹⁰ Die Regierung hat ihre Neuemissionen weitgehend vorgezogen (bis Ende September 2009 waren mehr als 50% abgeschlossen) um jeglichen Verdrängungseffekt zu vermeiden, wenn sich die Konjunktur erholt und der private Sektor wieder Neuemissionen vornimmt. Allerdings dürften die Zinsen aufgrund der zahlreichen staatlichen Neuemissionen auf kurze Sicht höher bleiben. Unserer Ansicht nach dürften die Anleihemärkte im kommenden Jahr anziehen, aber für ein kräftiges Wachstum, insbesondere bei den öffentlichen Platzierungen, sind weitere Reformen notwendig. Erforderlich sind weitreichende Reformen, wie die Anpassung der Anforderungen und die Bündelung der Aufsicht bei einer einzigen Regulierungsbehörde, die Verbreiterung der Emittenten- und Anlegerbasis (einschließlich einer weiteren Anhebung der Investitionsobergrenzen für ausländische institutionelle Investoren), bevor der Markt tatsächlich mit den Aktienmärkten als Finanzierungsquelle konkurrieren kann.

Ausstehende ECB-Kredite

Mrd. USD



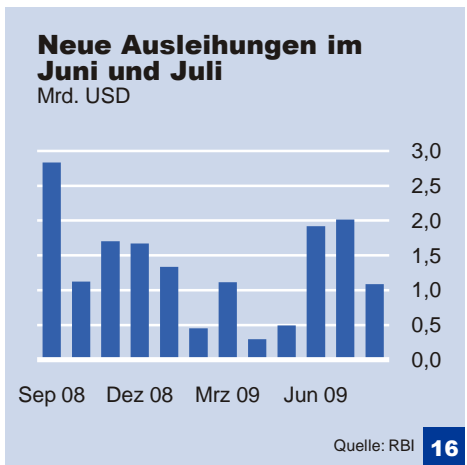
Quelle: RBI 15

ECB 2009 niedrig, Erholung für 2010 erwartet

External Commercial Borrowings (ECBs) sind kommerzielle Kredite von nicht im Inland ansässigen Kreditgebern. Außerhalb der Kapitalmärkte stellen diese wichtige Finanzierungsquellen für indische Unternehmen dar, da Firmen auf diese Weise von niedrigeren Zinsen im Ausland sowie Krediten mit längerer Laufzeit profitieren können. Die Mittelaufnahme ist auf diesem Weg sowohl automatisch als auch mit vorheriger Genehmigung möglich. Das Gesamtvolumen ausstehender ECBs hat sich zwischen 2004 und 2008 mehr als verdreifacht und zum Ende des Fiskaljahres 2007/2008 USD 62 Mrd. bzw. 27,8% der gesamten Auslandsverschuldung Indiens erreicht (Grafik 15).¹¹ Wachstumstreiber waren hierbei nicht nur der steigende Investitionsbedarf sowie das zur Verfügung stehende ausländische Kapital, sondern auch die graduelle Lockerung der

¹⁰ Deutsche Bank, Global Markets Research

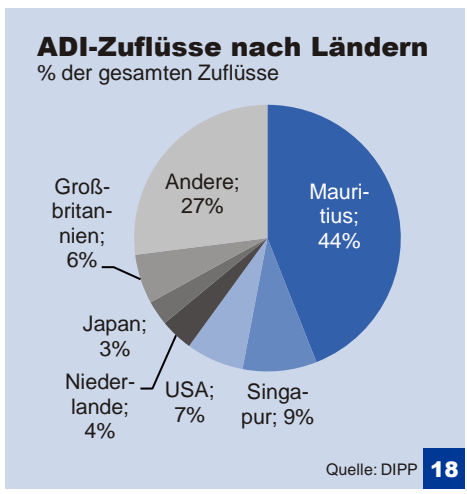
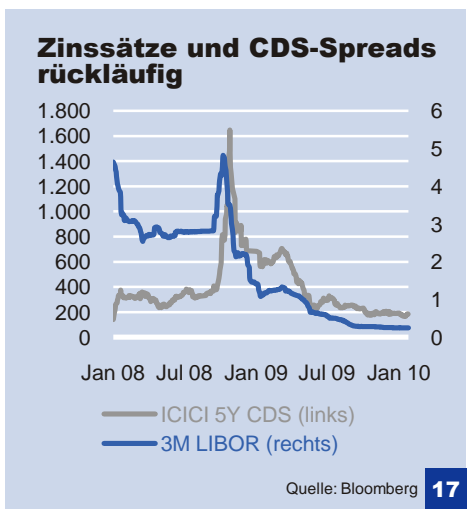
¹¹ RBI. India's External Debt von Ende März 2009.



Regulierungsbestimmungen. Im Verlauf der letzten Jahre wurde mehrfach die Deckelung für die Verschuldung in Form von External Commercial Borrowings sowie das damit im Zusammenhang stehende Zinsniveau angehoben; zudem wurden Beschränkungen bezüglich der Branchen gelockert, die das Instrument ECB nutzen können.

Dennoch hat die Mittelbeschaffung durch ECB massiv unter der globalen Finanzkrise und der internationalen Liquiditätsverknappung gelitten. Als die Kreditzinsen ihren Höhepunkt erreichten, waren die Ausleihungen deutlich rückläufig. Zum Ende des Fiskaljahres 2008/2009 war das Volumen der ausstehenden ECBs um weniger als 1% gegen Vorjahr angestiegen, und dies trotz der im Jahresverlauf erfolgten Liberalisierungsmaßnahmen. In Anbetracht der Zins- und Währungsrisiken war es häufig günstiger, Geld an den inländischen Märkten aufzunehmen – entweder über Unternehmensanleihen oder Kredite heimischer Banken.

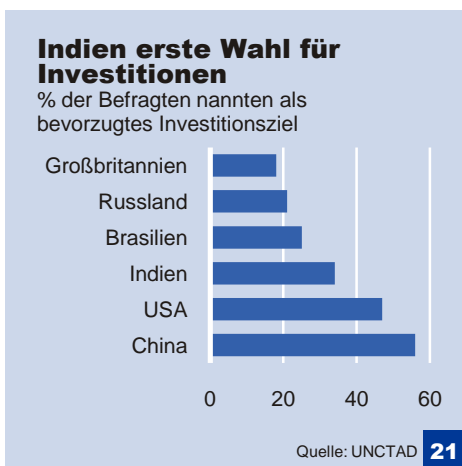
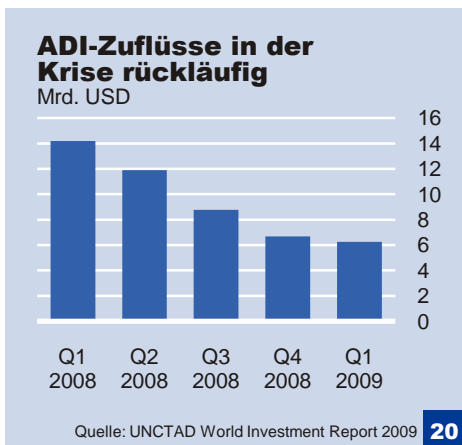
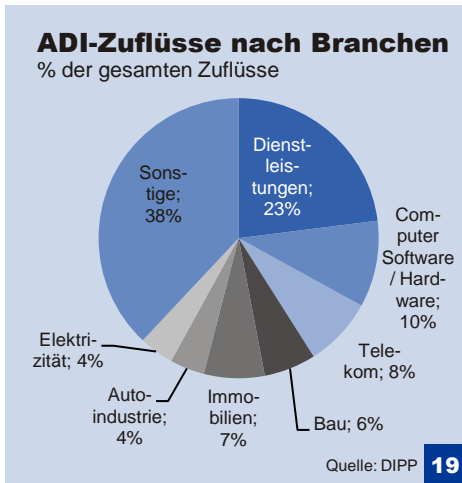
Allerdings könnte der Anstieg der externen Kreditaufnahme im Juni und Juli 2009 der Vorbote einer Erholung sein. Möglicherweise ist dies auf den Rückgang des LIBOR (der von vielen Investoren mit einem Aufschlag versehen wird, um die Kreditzinsen zu berechnen) sowie des 5J-CDS-Spreads wichtiger indischer Unternehmen wie ICICI, zurückzuführen (Grafik 17). Trotz der unlängst wieder positiveren Daten sind die Aussichten für ECBs noch immer mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten. Aus Bankkreisen gibt es Hinweise, dass die derzeit abgeschlossenen Transaktionen zumeist bilateraler Natur sind und nur sehr wenige syndizierte Kredite mit mehr als einem Kreditgeber vergeben werden. Dieser Trend der bilateralen Kreditvergabe könnte sich in den kommenden Monaten fortsetzen. Zudem dürften die Investoren auch im Nachgang der Krise größere Vorsicht walten lassen; auch bestehen zunehmend strengere Bestimmungen bezüglich der Eigenkapitalausstattung und Rückstellungen der Banken, so dass weniger Mittel für die Kreditvergabe zur Verfügung stehen. Laut einem unlängst erschienenen Bericht des Institute of International Finance über Kapitalströme in Schwellenländern haben zahlreiche kleine Unternehmen und solche mit schlechten Ratings nach wie vor kaum Zugang zu externen Finanzierungsquellen.¹² Im Falle exzessiver ausländischer Kapitalzuflüsse, die Druck auf die Rupie erzeugen, könnte die Regierung ebenfalls intervenieren. So könnten die Behörden – wie bereits 2007 geschehen – erneut strengere Restriktionen für ECBs einführen. Wir sind optimistisch, dass die External Commercial Borrowings in den nächsten Monaten allmählich wieder steigen werden; dabei dürfte diese Form der Mittelaufnahme allerdings für Großunternehmen leichter sein als für kleinere Firmen ohne Kredithistorie.



Großes Potential für ADI im nächsten Jahr

Im Verlauf der letzten Jahre haben ausländische Direktinvestitionen (ADI) in Indien dank vereinfachter Regulierung und des kräftigen Wachstums indischer Unternehmen deutlich zugenommen. So wurden in den vergangenen fünf Jahren die Obergrenzen für ADI in verschiedenen Branchen angehoben. Allein im letzten Jahr erfolgte dies im Bergbau, der Ölindustrie, der zivilen Luftfahrt sowie einigen anderen Sektoren. Zusätzlich wurden Regulierungsvorgaben (z.B. bei Investitionen im Downstream-Bereich) gestrafft und vereinfacht. Zwischen 2007 und März 2009 stiegen die gesamten Verbindlichkeiten aus Direktinvestitionen in Indien mit einem Faktor von 1,6 auf

¹² IIF (2009).



nahezu USD 125 Mrd.¹³ Laut Angaben des Department of Industrial Policy and Promotion (DIPP) kam die Mehrzahl der Zuflüsse aus Singapur, den USA und Großbritannien. Aufgrund des Steuerabkommens zwischen Indien und Mauritius kamen auch aus Mauritius umfangreiche Investitionen. In den vergangenen Jahren hatten üblicherweise der Dienstleistungssektor (Finanz- und andere Dienstleistungen), die Computerbranche, der Immobiliensektor sowie Telekommunikation die höchsten ausländischen Direktinvestitionen angezogen (weitere Details in den Grafiken 18 und 19).

In den letzten Quartalen war das Investitionsvolumen aufgrund der globalen Wirtschaftskrise, der schwächeren Ertragsituation vieler indischer Unternehmen sowie der Terroranschläge von November 2008 in Mumbai jedoch rückläufig. Zudem stieg die Risikoaversion nach dem Vorfall mit gefälschten Bilanzen des indischen Dienstleisters Satyam im Januar 2009 an. Auch wenn die Datenlage aufgrund unterschiedlicher Definitionen und Quellen leicht variiert, sind die Auswirkungen der Krise deutlich sichtbar. Die Daten des DIPP für die ersten sechs Monate 2009 zeigen, dass die Kapitalzuflüsse um etwa 40% geringer waren als im Vergleichszeitraum 2008. Laut UNCTAD-Angaben (Grafik 20) sind die ADI-Zuflüsse im 1. Hj. 2009 gegenüber dem 1. Hj. 2008 sogar um ca. 55% gesunken. Auch der britische Datenanbieter Dealogic beziffert den Rückgang der grenzüberschreitenden M&A-Aktivitäten nach Indien im 1. Hj. 2009 auf 27% gg. Vj. Im M&A-Bereich sind aufgrund abweichender Bewertungserwartungen zwischen Käufern und Verkäufern sowie umfangreicher Due-Diligence-Prüfungen infolge des Satyam-Vorfalles die Transaktionszyklen ebenfalls länger geworden.¹⁴

Seit Juli 2009 haben die Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen deutlich zugenommen (über 50% gg. Vj. sowohl im Juli als auch im August). Wir rechnen damit, dass die ADI-Zuflüsse (mit Schwankungen und in geringerem Maße) im Verlauf von 2009 und 2010 weiter wachsen, da die Anleger nach einer kräftigen Erholung der Konjunktur in Indien und der Wende an den internationalen Märkten wieder auf Renditesuche sind. Auch könnten krisengeschüttelte Unternehmen nicht essentielle Geschäftssegmente abstoßen und ausländischen Investoren zum Kauf anbieten. In den kommenden Monaten erwarten wir eher geringere Transaktionsvolumen, da die Anleger bemüht sind, unter Risikominimierung Nischenpotentiale auszuschöpfen. Obwohl die Regierung bemüht ist, bürokratische Hürden abzubauen, bestehen in lukrativen Sektoren wie Versicherungen und Einzelhandel nach wie vor Beschränkungen für ADI. So gab der schwedische Möbelgigant IKEA im Frühsommer 2009 seine Investitionspläne mit einem Volumen von USD 1 Mrd. auf, da für ausländischen Besitz in diesem Segment eine Obergrenze von 51% gilt. Eine Aufhebung dieser Beschränkungen (die allerdings auf kurze Sicht unwahrscheinlich ist) würde den Zufluss ausländischen Kapitals beflügeln. Laut einer jüngsten Studie von KPMG zu den Perspektiven des M&A-Sektors sind die vielversprechendsten Sektoren der kommenden Monate Pharmazie, Telekom, Fernsehen und Infrastruktur, wohingegen Finanzdienstleister nach wie vor mit Herausforderungen zu kämpfen haben.¹⁵ Auf mittlere Sicht dürften die ADI-Zuflüsse deutlich ansteigen. In einer UNCTAD-Umfrage zu Investitionsaussichten in den Jahren 2009-2011 belegt Indien den dritten Platz unter den bevorzugten Zielländern (Liste weiterer Länder Grafik 21). Gründe für die Attraktivität Indiens sind das Potential

¹³ RBI – International Investment Position of India, Stand Ende März 2009.

¹⁴ KPMG (2009). „The Indian M&A Landscape – A Perspective“ (2009).

¹⁵ ebenda.

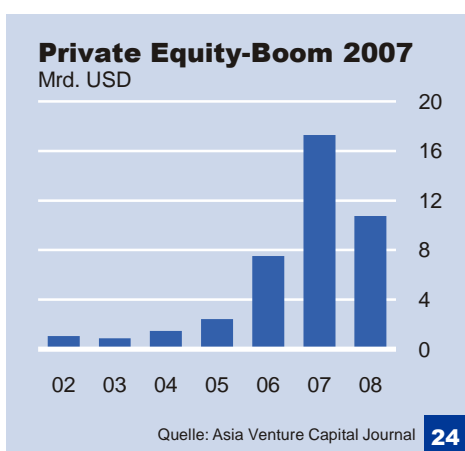
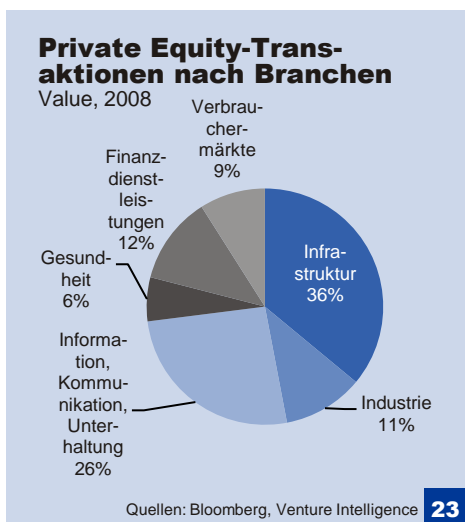
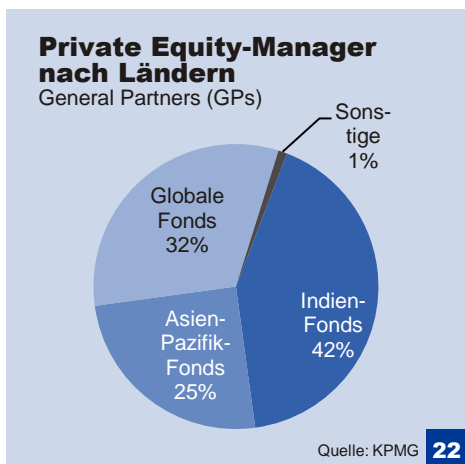
für Marktwachstum, das Vorhandensein von Zulieferern, der gute Ausbildungsstand der Erwerbsbevölkerung sowie niedrigere Lohnkosten.

Private equity – der Neue in der Runde

Eine Vielzahl internationaler Unternehmen, von globalen Private-Equity-Firmen über Investmentbanken bis hin zu Staatsfonds, haben in den letzten Jahren den indischen Private-Equity-Markt entdeckt. Daher wird dieser Sektor häufig in die ADI-Statistik integriert. Angesichts der signifikanten und weiter wachsenden Zahl inländischer Private-Equity-Firmen sollte dieses Segment jedoch eigenständig betrachtet werden. Nachdem die Regierung ihre Pläne für weitere Infrastrukturinvestitionen bekräftigt, eine größere Zahl von öffentlich-privaten Partnerschaften (PPP) gefordert und die Obergrenzen für ADI angehoben hat, verzeichnete der Private-Equity-Sektor ein deutliches Wachstum. Schätzungen zufolge sind derzeit über 350 PE-Unternehmen in Indien tätig, von denen sich viele auf einzelne Sektoren wie Infrastruktur fokussieren.¹⁶ Auf internationale Private-Equity-Fonds entfielen 2008 wertmäßig 56% und volumemäßig 38% der Investitionen, während der Anteil der Indien-Fonds 28% bzw. 49% betrug.¹⁷ Zwischen 2005 und 2007 stiegen die Investitionen in einer Vielzahl von Sektoren steil an (s. Grafiken 23 und 24).

Im Verlauf der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers geriet auch die Private-Equity-Branche unter Druck. Obwohl in den ersten drei Quartalen 2008 kräftiges Wachstum sowie eine gegenüber der Vergleichsperiode 2007 gestiegene Zahl von Transaktionen verzeichnet wurde, führte die konjunkturelle Verlangsamung insgesamt im Jahresverlauf zu einem Rückgang der PE-Transaktionen sowie geringeren Volumen der einzelnen Deals (Grafik 24). Auch legten zahlreiche PE-Firmen ihre Investitionspläne in der ersten Hälfte des Jahres 2009 auf Eis, da sie nach einer Neubewertung der Risiken (insbesondere der zuvor eingegangenen operativen Risiken) nun passende Gelegenheiten abwarten wollten.¹⁸ In einer neuen KPMG-Studie zum indischen Private-Equity-Markt berichteten die Befragten, dass die Krise sich auch auf Finanzierungen (insbesondere Stiftungen) auswirken könnte, sowie auf das Investitionsverhalten der Limited Partners (LPs). Derzeit co-investieren LPs eher gemeinsam mit General Partners (GPs), wechseln aufgrund von geringen Renditen zu anderen GPs oder investieren selbständig. Im Jahr 2009 unterschieden sich die risikoscheueren Unternehmen von anderen, die bereit waren, größere Risiken einzugehen. Für die kommenden zwei Jahre erwartet eine Mehrheit der Umfrageteilnehmer hohe Erträge.¹⁹ Für Unternehmen, die eine Private-Equity-Finanzierung anstreben, sind dies positive Aussichten. Indien bleibt auch in Zukunft ein attraktives Investitionsziel; im gesamten Jahr 2010 dürfte die Zahl der Transaktionen steigen. Grafik 25 zeigt die Erwartungen bezüglich Umfang und Anzahl der Deals in den kommenden zwei Jahren auf Basis der KPMG-Studie.

Auf mittlere Sicht dürften sich PE-Firmen Hindernissen wie kleinen Transaktionsvolumen, einem schwierigen regulatorischen Umfeld sowie Beschränkungen für ADI, mangelnder Unternehmensführung

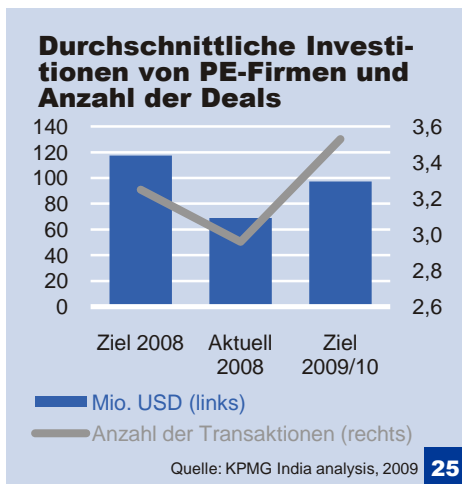


¹⁶ Schätzungen von Venture Intelligence.

¹⁷ KPMG (2009). „The Indian M&A Landscape – A Perspective“ (2009).

¹⁸ KPMG (2009). „Reshaping for future success – What’s next for Private Equity in India“ (2009).

¹⁹ ebenda.



usw. gegenüberstehen. Diese Herausforderung müssen angegangen werden, damit Private Equity als Quelle für Unternehmensfinanzierungen weiter wachsen kann.

Fazit

Die verschiedenen in dieser Studie dargestellten Finanzierungsquellen für Unternehmen zeigen das große Potential für steigende Unternehmensinvestitionen in der Zukunft. Obwohl viele dieser Finanzierungsströme durch die globale Krise unter Druck gerieten, sind mittlerweile neue Kapitalzuflüsse sichtbar. Im Gesamtjahr 2010 dürften hier trotz eines weiterhin schwierigen Marktumfelds wieder Zuwächse zu verzeichnen sein. Wie schnell diese Umkehr vollzogen wird, dürfte von Marktreformen abhängen sowie der Richtung, die sowohl die Weltwirtschaft als auch die indische Volkswirtschaft einschlagen. Den größten Erfolg versprechen hierbei die inländischen und globalen Aktienmärkte, External Commercial Borrowings sowie ausländische Direktinvestitionen. Sobald die Finanzierungen wieder anziehen, werden auch die Investitionen zunehmen und somit ein höheres Wirtschaftswachstum in Indien sichern.

Rachna Saxena (+44 207 547-6258, rachna.saxena@db.com)

Literatur

- Allen, Franklin, Rajesh Chakrabarti, Sankar De, Jun Qian, und Meijun Qian (2007). "Financing firms in India." Wharton Financial Institutions Center.
- "Capital Flows to Emerging Market Economies." Oktober 2009. Institute of International Finance.
- Handbook of Statistics on the Indian Securities Market 2008. November 2008. Securities and Exchange Board of India.
- "India among 10 largest IPO markets in 2006." Juni 2007. Livemint.
- "India policy may trigger \$39 billion of share sales." 14. August 2009. Bloomberg.
- International Investment Position of India (IIP), Stand Ende März 2009. 10. Juli 2009. Reserve Bank of India.
- "Investment exits or sell-offs by PE firms declines in 2009." 13. April 2009. Economic Times. Online Edition.
- Love, Inessa und Maria Soledad Martinez Peria (2005). "Firm financing in India: recent trends and factors." World Bank Policy Research Working Paper.
- Monthly Debt Update. Juni 2008. National Stock Exchange of India.
- Reserve Bank of India – Bulletin. Juli 2009. Reserve Bank of India.
- KPMG „Reshaping for future success – What's next for Private Equity in India“ (2009).
- „Shifting landscape – Are you ready?“ Global IPO trends report 2009. Ernst & Young.
- „Tata Steel, Suzlon raise over \$600 mn through GDR sale.“ 22. Juli 2009. Wall Street Journal.
- KPMG „The Indian M&A Landscape – A Perspective“ (2009).
- Weitere statische Daten von Bloomberg, dem Indischen Finanzministerium, RBI, SEBI, NSE, BSE, IWF, Central Statistical Organization und Venture Intelligence.

© Copyright 2010. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640