



Mikrofinanz-Investments

Eine sozial verantwortliche Anlage mit großem Potenzial

10. Januar 2008

Der Markt für sozial verantwortliche Anlagen (socially responsible investments, SRIs) wächst stark. So beliefen sich die Assets under Management von SRIs in den USA bereits auf USD 2,3 Bio. (2005) und in Europa auf EUR 1,0 Bio. (2006).

Investitionen in Mikrofinanzierungsprojekte gehören zu den SRIs und zeichnen sich durch ein duales Renditeprofil aus. Zum einen erlauben sie Anlegern, ein soziales Anlageziel, z.B. in Form der Armutsreduzierung, zu verfolgen, andererseits bieten sie Anlegern ein attraktives finanzielles Risiko-Rendite-Profil.

Der Mikrofinanzsektor weist eine immense Finanzierungslücke auf, die auf USD 250 Mrd. geschätzt wird. Zurzeit können nur ca. 100 Mio. Kunden mit Mikrokrediten im Gesamtvolumen von ca. USD 25 Mrd. versorgt werden. Experten schätzen die Zahl potenzieller Mikro-Kreditnehmer auf 1 Mrd.

Die Finanz- und Kapitalmärkte spielen zunehmend eine Schlüsselrolle bei der Reduzierung dieser Finanzierungslücke. Internationale Finanzinstitutionen und private Investoren haben ihre Kapitalzuflüsse in den Mikrofinanzsektor seit 2004 bereits auf insgesamt über USD 4,4 Mrd. im Jahr 2006 verdoppelt.

Wir prognostizieren einen Anstieg des Anlagevolumens von institutionellen und privaten Investoren auf USD 20 Mrd. bis 2015. Diese Prognose beruht auf folgenden Annahmen: Mikrofinanz-Investments werden sich erstens zu einem Nischen-Anlageprodukt entwickeln, das verstärkt von Privatanlegern nachgefragt und vom generellen Bedeutungszuwachs der SRIs profitieren wird. Ferner werden kommerziell orientierte institutionelle Anleger zunehmend Mikrofinanz-Investments aus Gründen der Portfoliodiversifizierung nachfragen. Zweitens wird im Lauf der Jahre eine kritische Anzahl von Mikrofinanz-Institutionen in der Lage sein, ausländische Mittelzuflüsse effizient zu absorbieren.

www.
dbresearch.de

Autor

Raimar Dieckmann
+49 69 910-31830
raimar.dieckmann@db.com

Editor

Bernhard Speyer

Publikationsassistentz

Sabine Kaiser

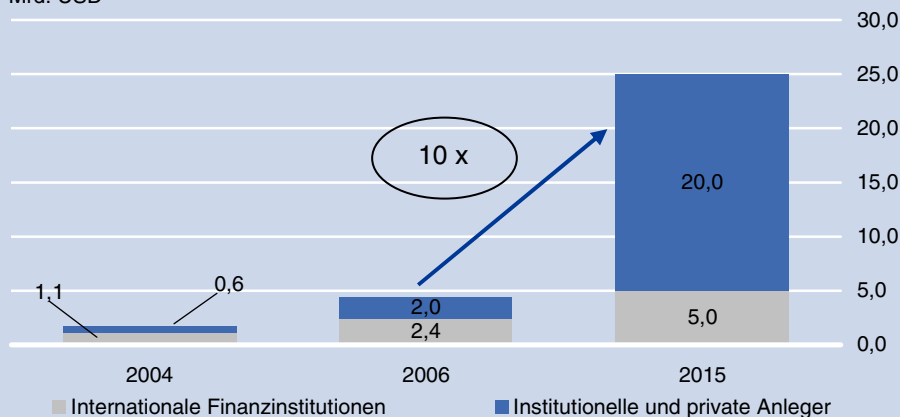
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Norbert Walter

Prognose: Anlagevolumen von institutionellen und privaten Anlegern in Mikrofinanz-Investments

Mrd. USD



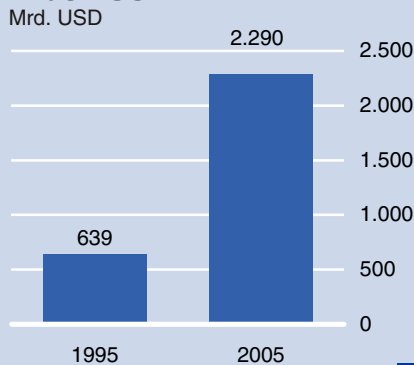
1. Einleitung

Starker Anstieg in sozial verantwortlichen Anlagen

Sozial verantwortliche Anlagen

Sozial verantwortliche Anlagen berücksichtigen neben einer finanziellen Rendite auch die sozialen, ökologischen und ethischen Konsequenzen einer Geldanlage. Grundsätzlich können drei Anlageansätze unterschieden werden, die aus der aktiven Vermeidung spezifischer Industrien, der aktiven Wahrnehmung von Aktionärsrechten für soziale Zwecke und aus gemeinwohlorientierten Anlagen bestehen. Die meisten Vermögenswerte sind gegenwärtig dem ersten Ansatz zuzurechnen; jedoch weisen die gemeinwohlorientierten Anlagestrategien, wozu die Mikrofinanz-Investments gehören, starke Wachstumsraten auf. Zu den sozial verantwortlichen Investoren gehören eine Vielzahl an Anlegern, zu denen Stiftungen, NGOs, Privatanleger, Pensionsfonds, Versicherungen, Universitäten und kirchliche Einrichtungen zählen.

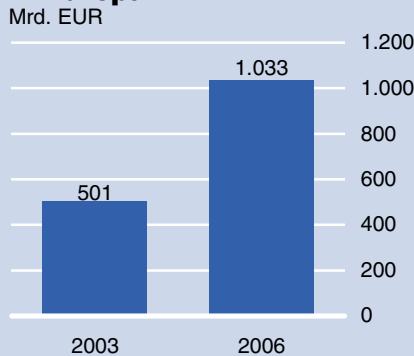
Anlagevolumen von SRIs in den USA



Quelle: SIF

1

Anlagevolumen von SRIs in Europa



Quelle: Eurosif

2

Der Markt für sozial verantwortliche Anlagen (socially responsible investments, SRIs) wächst stark. So stiegen die Assets under Management von SRIs in den USA mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 13,6% von USD 639 Mrd. in 1995 auf USD 2,3 Bio. in 2005. In Europa nahm das Anlagevolumen der SRIs sogar durchschnittlich um jährlich 27,3% von EUR 501 Mrd. in 2003 auf EUR 1,0 Bio. in 2006 zu.¹ In den Vereinigten Staaten sind laut dem Social Investment Forum bereits ein Zehntel aller professionell verwalteten Vermögenswerte dem Bereich der SRIs zuzuordnen. Aus dem großen Spektrum der SRIs gewinnen in jüngster Zeit insbesondere Mikrofinanz-Investments die Aufmerksamkeit von privaten und institutionellen Anlegern.²

Der Mikrofinanzsektor befindet sich gegenwärtig in einem Transformationsprozess, der von einer wachsenden Bedeutung marktbasierter Refinanzierungsquellen für Mikrofinanzinstitute (Microfinance institutions, MFIs) gekennzeichnet ist. Während sich MFIs ursprünglich in erster Linie über Spenden, subventionierte Darlehen oder entwicklungspolitische Fördermittel refinanzieren, haben einige MFIs mittlerweile bereits Verbriefungstransaktionen durchgeführt, Schuldverschreibungen oder sogar Aktien emittiert. Parallel dazu steigt das Interesse von privaten und institutionellen Anlegern an Mikrofinanz-Investments – nicht zuletzt wegen des dualen Renditeprofils dieser Anlageklasse: Mikrofinanz-Investments ermöglichen einerseits, einen sozialen Mehrwert in Form von Armutslinderung und anderen entwicklungspolitischen Zielsetzungen zu erreichen. Andererseits zeichnen sich Mikrofinanz-Investments durch ein attraktives finanzielles Risiko-Rendite-Profil aus, das von relativ stabilen Erträgen, sehr geringen Kreditausfallraten bei den MFIs und einer potenziell geringen Korrelation mit etablierten Kapitalmärkten und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den jeweiligen Entwicklungsländern geprägt ist. Vorläufige Forschungsergebnisse deuten darüber hinaus darauf hin, dass Mikrofinanz-Investments für die effiziente Portfoliodiversifizierung nützlich sein können.³

Das Augenmerk dieser Studie liegt auf der Rolle von privaten und institutionellen Anlegern bei der mittelfristigen Entwicklung des Mikrofinanzsektors. Welchen Beitrag können private Anleger für die Fortentwicklung des Sektors und für die Reduzierung der Finanzierungslücke leisten? Welches Anlagevolumen haben private und institutionelle Anleger bereits investiert und wie wird sich das Investitionsvolumen bis 2015 entwickeln? Welche Chancen und Risiken bestehen für private Anleger und wie können sich die Aktivitäten von privaten Anlegern und internationalen Finanzinstitutionen (International Financial Institutions, IFIs)⁴ optimal ergänzen? Welchen potenziellen Nutzen können Mikrofinanz-Anlagen für die Portfoliodiversifizierung bringen? Die Studie schließt mit einer Zusammenfassung und unserer Prognose zur mittelfristigen Entwicklung des Anlagevolumens von privaten und institutionellen Anlegern.

¹ Social Investment Forum, Eurosif.

² Die Begriffe private und institutionelle Anleger und private Anleger bzw. private Investoren werden in dieser Studie synonym verwendet.

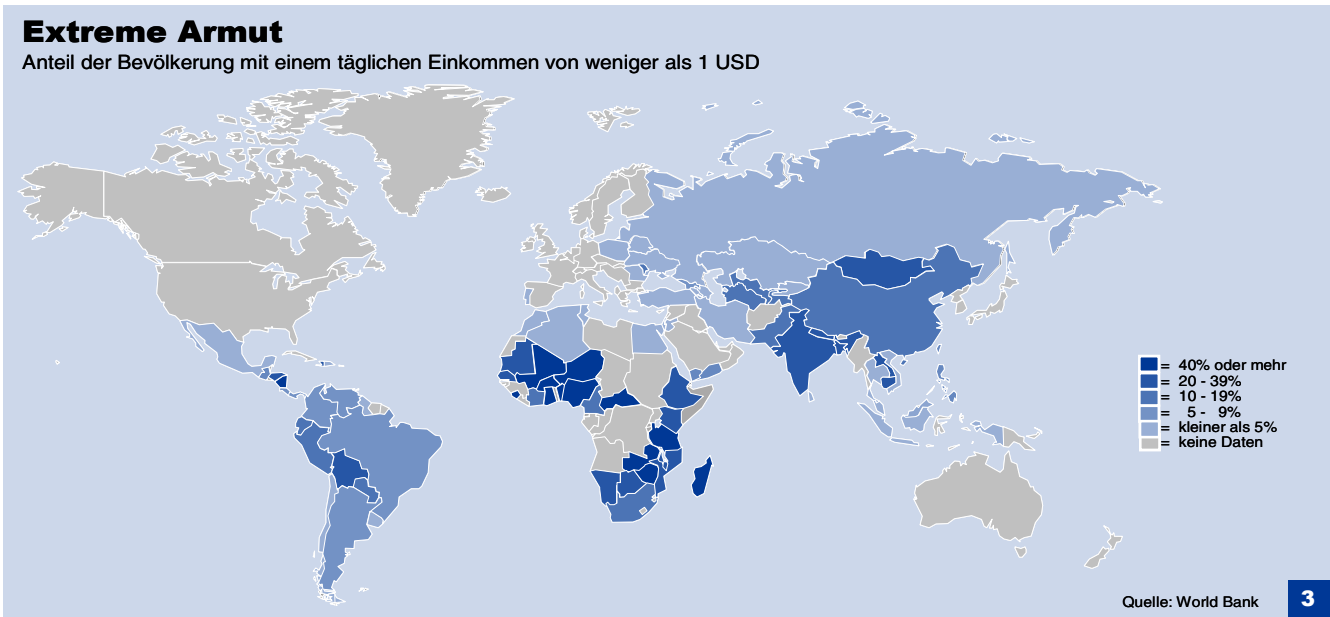
³ Die Forschung über diesen Sachverhalt befindet sich noch im Anfangsstadium, aber erste Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Evidenz für diese Aussage im Zeitverlauf erhärten wird.

⁴ Die Begriffe öffentliche Investoren und internationale Finanzinstitutionen werden in dieser Studie synonym verwendet.

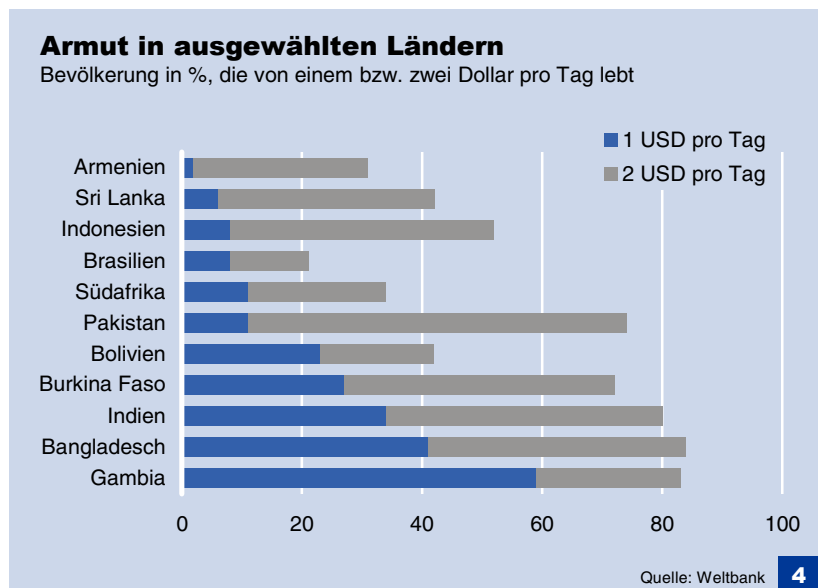
2. Die Entwicklung des Mikrofinanzsektors

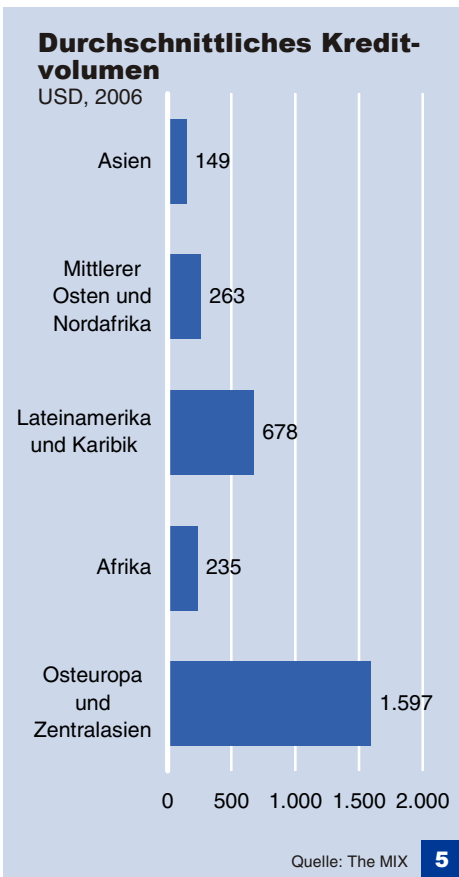
2.1 Begriffsabgrenzung

Der Begriff Mikrofinanz ist ein Sammelbegriff für die Erbringung von Finanzdienstleistungen für arme Bevölkerungsgruppen durch spezialisierte, armutsorientierte Finanzinstitutionen, die als Mikrofinanzinstitutionen bezeichnet werden. Diese sehr armen Bevölkerungsgruppen werden in der Regel von traditionellen Finanzdienstleistern nicht mit Bankdienstleistungen versorgt.



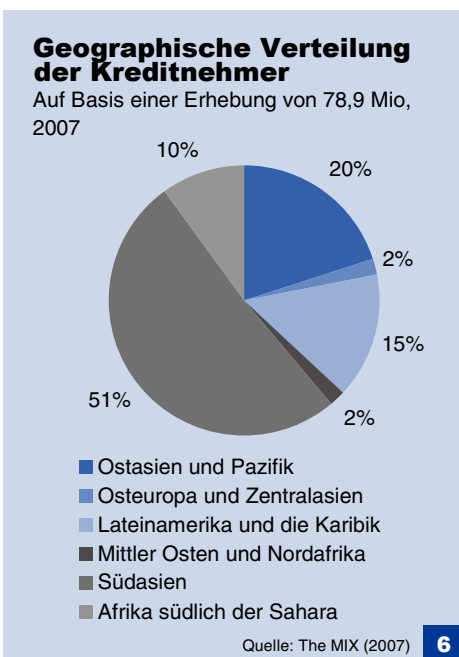
Laut Weltbank leben ca. 1,1 Mrd. Menschen in extremer Armut, d.h. sie verfügen über ein Einkommen von weniger als einem US-Dollar am Tag, und ca. 2,7 Mrd. Menschen – was grob 40% der Weltbevölkerung entspricht – leben von weniger als zwei US-Dollar am Tag. Extreme Armut ist in nahezu allen Entwicklungsländern weit verbreitet. Jedoch variiert sie stark nach geographischer Region: Während in Ost-Asien 9% der Menschen in extremer Armut leben, beträgt die Quote in dem Teil Afrikas, der südlich der Sahara liegt, 41%.





Beispiele von Mikrokreditnehmern

- Straßenverkäufer
- Händler
- Dienstleister
- Kleinbauern
- Fischer
- Hirten



Im Mittelpunkt der Mikrofinanz steht die Bereitstellung von Kleinstkrediten an arme, aber erwerbstätige Personen. Mikrokredite sind von sehr kleinen Kreditbeträgen gekennzeichnet, die oft unter USD 100 beginnen und im Laufe einer Kundenbeziehung ein Vielfaches dieses Betrags erreichen können. Das Kreditvolumen variiert stark nach geographischen Regionen: so beträgt der durchschnittliche Kreditbetrag zum Beispiel in Asien USD 150; während er sich in Osteuropa und Zentralasien auf ungefähr USD 1.600 beläuft.⁵ Zusätzlich zu Kleinstkrediten umfasst der Begriff Mikrofinanz auch die Bereitstellung von Kleinstspareinlagen und Mikroversicherungen. Es existiert eine sehr große Bandbreite an Typen von MFIs, so dass der Begriff eine Vielzahl von Rechtsformen, Geschäftsmodellen und Eigentümerstrukturen abdeckt (vgl. auch Kapitel 3.1 ff.).

2.2 Die Vergabe von Mikrokrediten

Das Modell von Mikrokrediten basiert auf der Annahme, dass auch arme erwerbsfähige Menschen unternehmerisch handeln können und grundsätzlich kreditwürdig sind. Für diese (potenziellen) Unternehmer ist die Aufnahme eines Mikrokredites in der Regel die einzige Alternative zu inoffiziellen Geldverleihern, die in Entwicklungsländern meistens exorbitant hohe Zinssätze für Kleinstdarlehen verlangen. So verlangen beispielsweise Kredithäie auf den Philippinen für einen einmonatigen Kleinkredit einen jährlichen Zinssatz von bis 1000%.⁶ Im Gegensatz dazu erheben MFIs in der Regel Zinssätze zwischen 15% und 70% p.a. Zwar mögen diese Zinssätze aus der Perspektive entwickelter Länder noch immer sehr hoch erscheinen; diese Konditionen resultieren jedoch aus der geringen Kreditgröße und den hohen Verwaltungskosten der Mikrofinanz-Institute. So müssen Kundenbetreuer oft weite Entfernungen in abgelegene Dörfer zurücklegen und Kunden in kurzen Zeitintervallen mehrmals intensiv beraten. Experten schätzen, dass ca. zwei Drittel der Zinserträge eines Kredits für die Deckung der Verwaltungskosten erforderlich sind. Darüber hinaus sind Teile der Zinserträge für potenzielle Kreditverluste in die Risikovorsorge zurückzustellen.

Mikrokredite werden größtenteils von Frauen aufgenommen. Insbesondere in Asien nehmen weibliche Kreditnehmer in einigen Ländern bis zu 99% aller Mikrokredite in Anspruch.⁷ Frauen haben sich als Darlehensnehmer als besonders zuverlässig erwiesen. Als Gründe für diesen Sachverhalt werden zum einen enge familiäre und soziale Bindungen und die geringere räumliche Mobilität von Frauen angeführt. Zum anderen agieren Kreditnehmerinnen bei der Mittelverwendung oftmals vorsichtiger als Männer. Insgesamt erleichtern diese Merkmale einem MFI die Überwachung eines Darlehens und stellen zusammen mit dem Prinzip der gruppenbasierten Kreditvergabe (s.u.) wichtige Gründe für die geringen Ausfallraten im Mikrofinanzsektor dar.

Im Gegensatz zu konventionellen Kreditinstituten vergeben MFIs Kleinstkredite ohne bankübliche Sicherheiten. Stattdessen findet vielfach das Prinzip der gruppenbasierten Kreditvergabe Anwendung, das die Kreditvergabe an eine Gruppe von fünf bis 20 Kreditnehmern umfasst. Zahlt ein Kreditnehmer einen Mikrokredit planmäßig zurück, wird die Kreditvergabe auf weitere Mitglieder dieser Gruppe ausgedehnt oder die Kredithöhe erhöht. Da die Gruppe gesamtschuldnerisch für die fristgerechte Zurückzahlung aller an sie vergebenen Kleinstkredite haftet, ist die Kreditdisziplin in der Gruppe

⁵ 2006 MFI Benchmarks, publiziert im MicroBankingBulletin von The MIX.

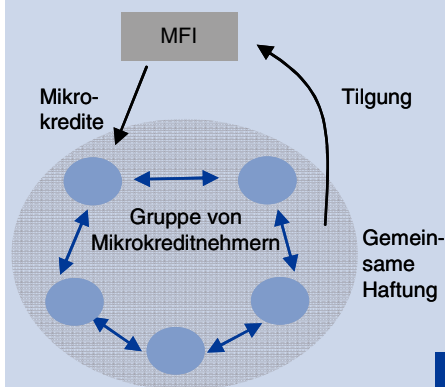
⁶ The Economist, 5. November 2005.

⁷ Benchmarking Asian Microfinance 2005. The MIX.

Die Grameen Bank

Die Gründung der Grameen Bank (wörtlich „Dorf/ländlich“) geht auf ein Forschungsprojekt des Ökonomeprofessors Muhammad Yunus an der Universität von Chittagong in Bangladesch zurück. Der erste Mikrokredit von USD 27 wurde an eine Gruppe von 42 Personen aus dem Dorf Jobra vergeben. Aus dieser Initiative, die ursprünglich dazu dienen sollte, Kreditnehmer vor Kredithaien zu schützen, hat sich drei Jahrzehnte später ein Mikrofinanz-Institut mit 2.431 Filialen und über 16.000 Mitarbeitern entwickelt. Das Institut verfügt über einen Bankstatus und erreicht über 78.659 Dörfer. Zur Jahresmitte 2007 verfügte es über 7,2 Mio. Kunden, von denen 96,6% Frauen sind. Seit ihrer Gründung 1976 hat die Grameen Bank ein Mikrokreditvolumen von insgesamt über USD 6,3 Mrd. vergeben.

Gruppenbasierte Kreditvergabe



sehr hoch. Hinzu kommt, dass der Kundenbetreuer eines MFI die Gruppe in kurzen Zeitintervallen regelmäßig aufsucht und innerhalb der Gruppe den Kreditstatus jedes einzelnen Mikrokreditnehmers bewertet. Dieses Verfahren stärkt nicht nur zusätzlich die Transparenz in der Gruppe, sondern stellt auch ein gegenseitiges Monitoring aller Kreditnehmer sicher.⁸ Ferner senken Gruppenberatungen die hohen Verwaltungskosten pro Kreditnehmer.

Trotz dieser Vorteile wenden nicht alle MFIs das Prinzip der gruppenbasierten Kreditvergabe an. Einige MFIs bevorzugen die individuelle Vergabe von Mikrokrediten. Als Defizit der gruppenbasierten Vergabe wird insbesondere angeführt, dass diese nur in ländlichen Gegenden mit hoher sozialer Kontrolle funktioniere. Ferner würde die individuelle Vergabe die Leistung eines Individuums honorieren und nicht die einer Gruppe in ihrer Gesamtheit. Empirisch zeigt sich, dass in Ländern mit höheren durchschnittlichen Kreditgrößen oftmals die individuelle Vergabe bevorzugt wird und es sich bei Kreditnehmern tendenziell um bereits selbstständig Tätige und nicht um erwerbsfähige, extrem arme Personen mit Wunsch nach Selbständigkeit handelt. Grundsätzlich haben beide Verfahren ihre Berechtigung und ihre Vor- und Nachteile. Es kann somit davon ausgegangen werden, dass beide Verfahren auch in Zukunft koexistieren werden.⁹

2.3 Internationale Anerkennung als effektives Instrument der Armutsbekämpfung

Es besteht inzwischen ein breiter Konsens darüber, dass die Vergabe von Mikrokrediten ein effektives Instrument der Armutsbekämpfung in Entwicklungs- und Schwellenländern ist. Der Ursprung der Mikrofinanz geht auf Initiativen in Südasiens und Lateinamerika in den 1970er Jahren zurück. Insbesondere war die Grameen Bank in Bangladesch mit ihrem Modell der gruppenbasierten Kreditvergabe sehr erfolgreich. Dieses Prinzip wurde in der Zwischenzeit in viele Länder exportiert und wird nunmehr von einer Vielzahl von MFIs erfolgreich angewendet.

Der Begriff der Mikrofinanzierung wurde einem breiteren Publikum bekannt, als die Vereinten Nationen (VN) das Jahr 2005 zum „Jahr des Mikrokredits“ ausriefen. Mit ihrer Initiative strebten die VN an, die Entwicklung des Mikrofinanzsektors voranzutreiben und auf sein bislang nur partiell genutztes Potenzial aufmerksam zu machen. Darüber hinaus heben die VN auch hervor, dass sich Mikrofinanz als Armutshilfe von unten („Bottom-up-Ansatz“) auszeichnet – im Gegensatz zu anderen offiziellen Entwicklungsprogrammen, wie z.B. Entwicklungshilfe oder Schuldenerlass, die „Top-Down“-Instrumente sind. Anstatt auf externe Hilfe angewiesen zu sein, kann ein Mikro-Unternehmer damit seine Lebenssituation durch eigene Anstrengungen verbessern. In ihrer Gesamtheit können Kleinstkredite so enorme gesamtwirtschaftliche Verbesserungen herbeiführen und das Wirtschaftswachstum positiv beeinflussen.

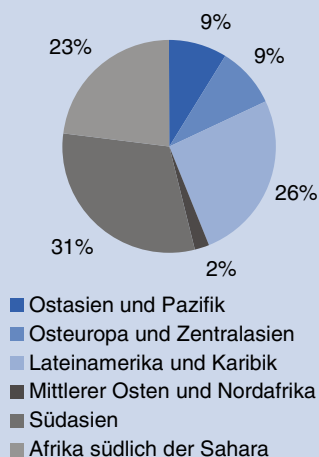
In 2006 schließlich wurde der Friedensnobelpreis gemeinsam an die Grameen Bank und ihren Gründer Prof. Yunus verliehen in Anerkennung für ihre „Leistungen, soziale und ökonomische Entwicklungen von unten zu bewirken“. Das Nobelpreiskomitee würdigte Mikrokredite als Fortschritt für die weltweite Verbesserung der Menschenrechte und der Demokratie.

⁸ Armendariz de Aghion.

⁹ Vgl. IMF.

Mikrofinanz-Institutionen

Erhebung von 2.207 MFIs, 2007



Quelle: The MIX **8**

Top 10 MFIs nach Kreditnehmern in 2006

Rang	MFI	Kreditnehmer
1	Grameen Bank	6.287.000
2	ASA	5.163.279
3	VBSP	4.695.986
4	BRAC	4.550.855
5	BRI	3.455.894
6	Spandana	972.212
7	SHARE	826.517
8	Caja Popular	643.659
9	Compartamos	616.528
10	BANTRA	563.805

Quelle: MIX Market **10**

Vorteile einer stärkeren Formalisierung für MFIs

Die Vorteile einer stärkeren Formalisierung für MFIs sind vielfältig. Erstens stößt das Finanzierungsvolumen des Mikrofinanzsektors gegenwärtig an seine Grenzen, und subventionierte Refinanzierungsquellen reichen zur Deckung des Finanzbedarfs nicht mehr aus. Eine stärkere Formalisierung erlaubt MFIs zweitens die Erschließung neuer marktbasierter Refinanzierungsquellen, wie z.B. Bankdarlehen oder ausländischer Mittel. Diese Finanzmittel können z.B. für die weitere Expansion von MFIs genutzt werden. Für den Fall, dass MFIs sich zu beaufsichtigten Mikrofinanzinstituten entwickeln, können sie in vielen Ländern auch Spareinlagen zur Refinanzierung nutzen. Drittens kann die Finanzkraft eines MFIs deutlich gestärkt werden. So hat sich in einigen Fällen die Versorgung von MFIs mit subventionierten Darlehen als langfristig kontraproduktiv für eine effiziente und nachhaltige Unternehmensstrategie erwiesen, weil subventionierte Mittel für geschäftliche Randaktivitäten genutzt worden sind. Als Faustregel gilt daher: je unabhängiger ein MFI ist, desto besser ist es in der Lage, zu expandieren und seine entwicklungspolitischen Zielsetzungen zu erreichen.

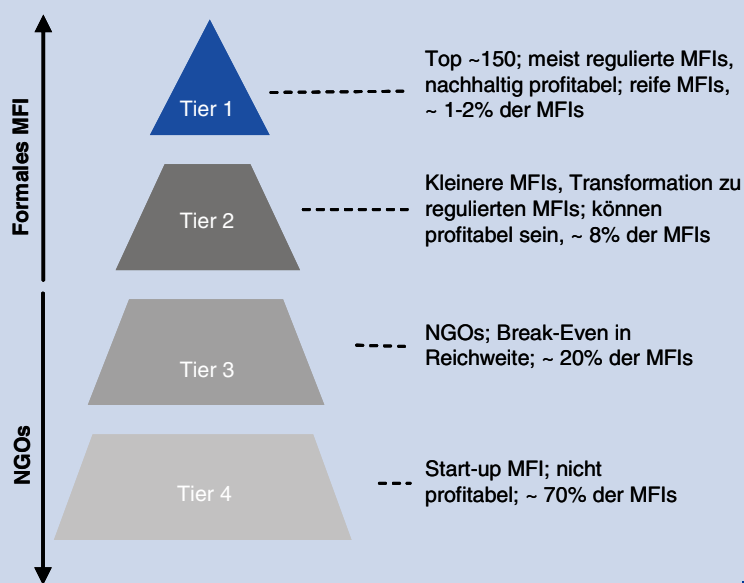
3. Die Finanzierungssituation von Mikrofinanz-Instituten

3.1 MFIs im Überblick

Experten schätzen, dass es weltweit über 10.000 MFIs gibt, die in einer Vielzahl an Organisations- und Rechtsformen Mikrokredite vergeben. Während die große Mehrzahl der MFIs in der Form von Nicht-Regierungs-Organisationen (NGO), Genossenschaften oder Kreditvereinen agiert, haben einige am weitesten fortgeschrittenen MFIs mittlerweile sogar den Status einer beaufsichtigten Finanzinstitution inne. Inzwischen treten sogar die ersten Geschäftsbanken in den Markt für Mikrofinanzierungen ein.

Kategorisierung von Mikrofinanz-Institutionen

Nach finanziellem Entwicklungsstand



Quelle: Mehan **9**

Viele MFIs wurden ursprünglich als NGO gegründet, die die Vergabe von Mikrokrediten in erster Linie durch private Spenden oder durch entwicklungspolitische Fördermittel und Garantien refinanziert haben. Im Laufe der Zeit haben sich jedoch viele MFIs zu formalisierten Finanzinstitutionen oder zu beaufsichtigten Finanzinstitutionen weiterentwickelt. Die Vorteile einer stärkeren Formalisierung liegen in erster Linie in der Erschließung neuer Refinanzierungsquellen, zu denen Bankkredite an MFIs und Spareinlagen zählen. So ist die Annahme von Spareinlagen in vielen Ländern nur beaufsichtigten MFIs erlaubt.

Die Vielfalt der Organisationstypen der MFIs kann nach dem Grad der kommerziellen Ausrichtung in vier Typen kategorisiert werden. So umfassen die beiden ersten Gruppen die am stärksten entwickelten MFIs, die gleichzeitig den Großteil des Kreditvolumens und die Mehrzahl der Kunden auf sich vereinen – obwohl sie von ihrer Anzahl nur ca. 10% aller MFIs ausmachen. Die große Mehrzahl aller MFIs entfällt mit ca. 90% auf die weniger entwickelten MFIs in der dritten und vierten Kategorie.

Die ca. 150 MFIs in der ersten Kategorie haben sich in der Regel bereits zu beaufsichtigten Mikrofinanzinstituten entwickelt. Das Interesse von privaten und institutionellen Anlegern und Geschäfts-

Trends im Mikrofinanzsektor

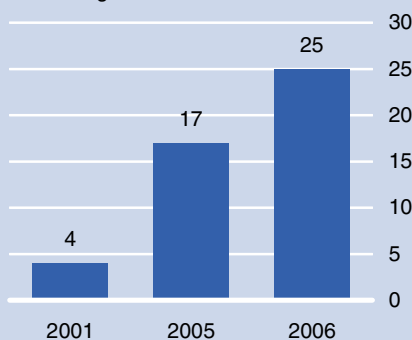
- Verstärkte Konsolidierung zwischen der ersten und der zweiten Kategorie von MFIs sowie innerhalb der jeweiligen Kategorie.
- Stärkere Auseinanderentwicklung der beiden oberen bzw. unteren Kategorien.
- Stärkere Integration der MFIs in das jeweilige nationale Finanzsystem: Einige MFIs werden beaufsichtigte Mikrofinanzinstitute oder Nischenbanken und erschließen Spareinlagen als neue Refinanzierungsquelle.
- Einige Geschäftsbanken treten in den Mikrofinanzsektor als direkter Anbieter oder indirekt über Partnerschaften ein.

Markteintritt konventioneller Kreditinstitute

Viele Geschäftsbanken vollziehen gegenwärtig den Markteintritt in den Mikrofinanzsektor. Grundsätzlich können vier verschiedene Markteintrittsstrategien unterschieden werden. Während die erste Gruppe der Banken Mikrokredite direkt an arme Bevölkerungsgruppen vergibt, vergeben andere Geschäftsbanken wie die Citibank oder ICICI Darlehen an MFIs. Die dritte Strategie umfasst den Vertrieb von Mikrofinanz-Investmentprodukten. Zum Beispiel bietet die Credit Suisse den Responsibility Microfinance Funds und die Deutsche Bank den db Mikrofinance-Invest Nr. 1 an. Der vierte Ansatz umfasst die Verbriefung der Kreditportfolien von MFIs. Transaktionen wurden z.B. von der ICICI, der Deutschen Bank oder der Citibank für verschiedene MFIs durchgeführt.

Kreditvolumen von MFIs

Schätzung in Mrd. USD



Quellen: DB Research, The MIX

11

banken an Instituten aus dieser Gruppe ist besonders stark ausgeprägt, weil diese MFIs in der Regel gewinnbringend arbeiten und oft über ein erfahrenes Management verfügen. Sie werden daher als besonders geeignet angesehen, die Mittelzuflüsse von Investoren in einer effizienten und zielführenden Weise Mikrokreditnehmern zuzuführen. Die stetige Erschließung neuer Finanzierungsquellen spiegelt sich auch im Kreditvolumen einzelner MFIs wider. So verfügten 2006 bereits ca. 30 MFIs über ein Kreditportfolio, das jeweils über USD 100 Mio. hinausging.¹⁰

Bei den MFIs in der zweiten Gruppe handelt es sich nicht immer um beaufsichtigte Mikrofinanzinstitute. Vielmehr wird diese Kategorie von jüngeren und kleineren MFIs dominiert. Viele dieser MFIs befinden sich gegenwärtig in einer Übergangsphase von NGOs zu regulierten MFIs. Im Gegensatz zu der ersten Gruppe erhalten nur ausgewählte MFIs der zweiten Kategorie bereits Mittelzuflüsse von ausländischen Investoren. Experten schätzen, dass insgesamt ca. 300 bis 400 MFIs in der Lage sind, Mittelzuflüsse von Investoren aufzunehmen.¹¹

Die MFIs der dritten Kategorie haben oft erhebliche Schwierigkeiten mit der Refinanzierung und sind in der Regel nicht profitabel. Die am weitesten entwickelten Mitglieder dieser Gruppe erreichen in der Regel gerade die Gewinnschwelle. Die MFIs des vierten Typus umfassen sehr junge Institute oder MFIs, die ihren Schwerpunkt nicht in der Vergabe von Mikrokrediten haben, sondern andere Geschäftsaktivitäten verfolgen.

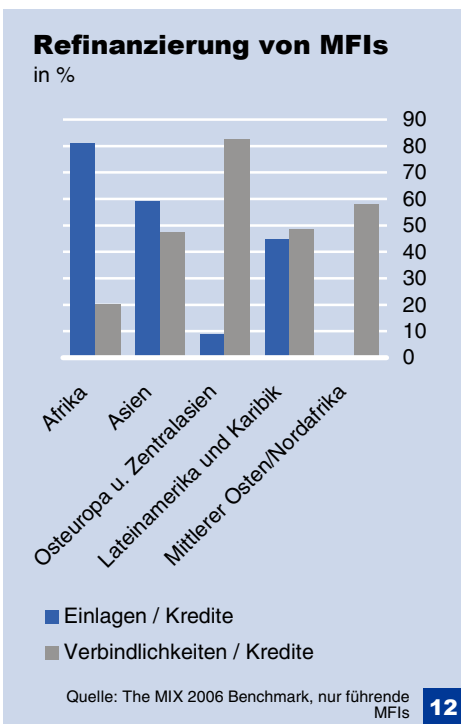
Experten erwarten, dass die Konsolidierung von MFIs innerhalb und zwischen den ersten beiden Typen von MFIs mittelfristig noch weiter zunehmen wird. Gleichzeitig wird eine noch größere Spreizung zwischen den großen kommerziell ausgerichteten MFIs und den kleinen, am Gemeinwohl orientierten Instituten vorhergesagt.

3.2 Kreditvolumen und Finanzierungsoptionen von MFIs

Das gesamte Kreditvolumen der MFIs ist von einem rasanten Wachstum gekennzeichnet. So stieg es von geschätzten USD 4 Mrd. in 2001 auf geschätzte USD 25 Mrd.¹² in 2006. Ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklung ist der verbesserte Zugang von führenden MFIs zu marktbasierter Refinanzierungsquellen, die in der Regel nationale Spareinlagen sowie in- und ausländische Schuldinstrumente umfassen. Je nach geographischer Region variiert die Bedeutung dieser Finanzierungsquellen jedoch erheblich. Während Spareinlagen z.B. in Asien eine hohe Bedeutung für die Refinanzierung einnehmen, ist ihr Anteil im Mittleren Osten und Nordafrika sehr gering. In Osteuropa refinanzieren sich MFIs in erster Linie über Darlehen und Schuldtitel. Die gewachsene Bedeutung kommerzieller Refinanzierungsquellen spiegelt sich im Anlagevolumen ausländischer Investoren wider: so haben sich die Mittelzuflüsse von IFIs und privaten Investoren von USD 1,7 Mrd. in 2004 auf über USD 4,4 Mrd. in 2006 mehr als verdoppelt.¹³

Bei den meisten MFIs entwickelt sich die Finanzierungsstruktur im Einklang mit ihrem Entwicklungsstadium, wobei der folgende Entwicklungspfad bisher dominiert hat. Während neu gegründete MFIs in einem hohen Maße von Spenden, subventionierten Kapitaleinla-

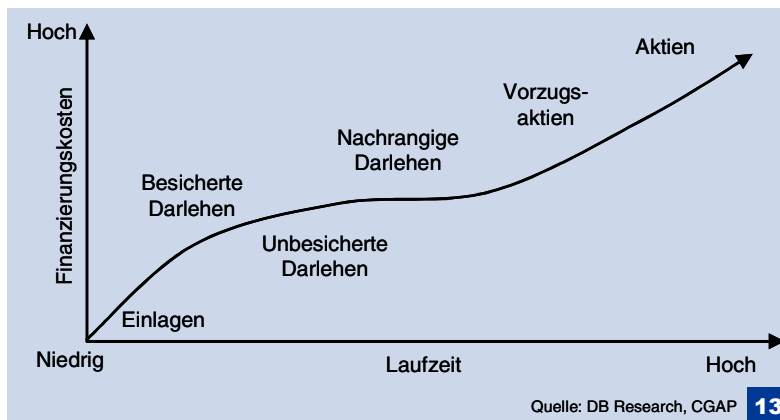
¹⁰ MIX Market.
¹¹ Accion International.
¹² DB Research, KfW, McKinsey.
¹³ CGAP Brief April 2007.



12

gen und technischen Hilfeleistungen abhängig sind, weisen entwickelte MFIs einen höheren Verschuldungsgrad aus, der aus Mittelzuflüssen von sowohl in- wie ausländischen Gläubigern resultiert. Insbesondere die MFIs der ersten Kategorie refinanzieren ihre Kreditvergabe zu einem sehr hohen Anteil mit Spareinlagen¹⁴ sowie nationalen und internationalen Schuldtiteln. Diese werden von einer Vielzahl von Geldgebern gezeichnet – z.B. IFIs, sozial orientierte Investoren, nationale Geschäftsbanken und kommerzielle Investoren – und bestehen aus Mitteln, die sowohl zum marktüblichen Zinssatz als auch zu subventionierten Zinssätzen bereitgestellt werden. Einige MFIs verschaffen sich sogar direkten Zugang zum Kapitalmarkt durch die Emission von Inhaberschuldverschreibungen, durch Börsengänge oder durch die Verbriefung ihres Kreditportfolios. Jedoch folgen seit einigen Jahren viele MFIs nicht mehr diesem traditionellen Entwicklungszyklus. So wurden z.B. in jüngster Zeit neu gegründete MFIs direkt als beaufsichtigte MFIs eröffnet, während andere MFIs auf einer bestimmten Entwicklungsstufe verharren und als spezialisiertes Institut agieren, ohne den Zugang zum formalen Kapitalmarkt anzustreben.

Die Bestimmung der optimalen Refinanzierungsstruktur eines MFIs hängt von einer Vielzahl interner und externer Faktoren ab. Zu den internen Bestimmungsgrößen gehören Kennzahlen wie die Wachstumsraten des Kreditportfolios und der Spareinlagen. Zu den wichtigsten externen Faktoren zählen der Rechtsrahmen eines Landes, das Angebot an kommerziellen und subventionierten Darlehen und die Offenheit des jeweiligen nationalen Finanzsystems. Ferner sind die Kosten und die Laufzeit unterschiedlicher Finanzierungsquellen in die Bestimmung der optimalen Mischung der Refinanzierungsquellen einzubeziehen. So ist die Emission von Aktien die kostenintensivste Form der Mittelbeschaffung (sofern dieses Eigenkapital von den Investoren nicht als Zuschuss bereitgestellt wird); nur wenig günstiger sind unbesicherte und nachrangige Darlehen. Spareinlagen gelten hingegen in vielen Ländern als die günstigste Refinanzierungsquelle. Bei der Aufnahme ausländischer Darlehen müssen MFIs ferner potenzielle Währungsrisiken als weitere Risiko- und Kostenfaktoren berücksichtigen. Die Laufzeit der genannten Finanzinstrumente ist unterschiedlich: Während die Ausgabe von Aktien MFIs eine langfristige Refinanzierung erlaubt, haben Schuldinstrumente in der Regel eine mittelfristige Laufzeit und Spareinlagen eine kurzfristige Fälligkeit.



13

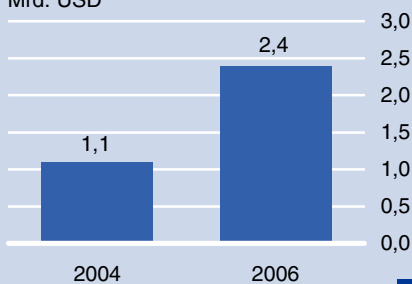
¹⁴ In vielen Ländern ist die Aufnahme von Spareinlagen an die Rechtsform eines MFI geknüpft. In vielen Ländern dürfen nur beaufsichtigte MFIs Spareinlagen aufnehmen.

Aus einer normativen Perspektive wäre es langfristig wünschenswert, wenn sich MFIs vollständig über das nationale Finanzsystem refinanzieren könnten, d.h. über nationale Spareinlagen oder durch die Emission von Schuldtiteln oder Aktien im nationalen Kapitalmarkt. Schließlich liegt die Existenz des Mikrofinanzsektors ja wesentlich in der mangelnden Entwicklung der nationalen Finanzsysteme in Entwicklungs- und Schwellenländern begründet. Daher sollte das langfristige Ziel aller Entwicklungs- und Schwellenländer die Mobilisierung von nationalen finanziellen Ressourcen sein. Im Verlauf einer derartigen Entwicklung würde sich die Rolle ausländischer privater und institutioneller Investoren im Zeitablauf verändern: Anstatt MFIs via Investmentvehikeln Darlehen bereitzustellen, würden sie dann verstärkt in die auf lokalen Kapitalmärkten emittierten Schuld- und Eigenkapitaltitel von MFIs investieren.

Beispiele internationaler Investoren:

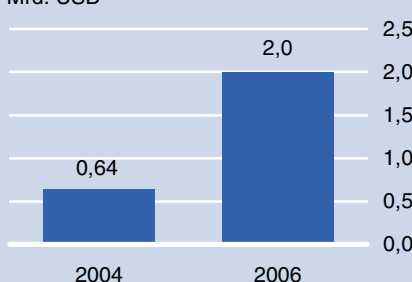
- Zu den IFI gehören nationale und multilaterale Entwicklungsbanken wie z.B. die African Development Bank, die Asian Development Bank, die European Bank for Reconstruction and Development, die Nederlandse Financierings Maatschappij voor Ontwikkelingslanden NV oder die Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- Stiftungen sind größtenteils privatrechtliche Organisationen ohne Erwerbszweck, die private Mittel zur Erreichung entwicklungspolitischer Zielsetzungen investieren.
- Hohe Bandbreite an privaten Mikrofinanzfonds mit unterschiedlicher Gewichtung von sozialer und finanzieller Renditezielorientierung.

Anlagevolumen internationaler Finanzinstitutionen
Mrd. USD



Quelle: CGAP **15**

Anlagevolumen privater & institutioneller Anleger
Mrd. USD



Quelle: CGAP **16**

3.3 Zwei Typen von ausländischen Investoren

Der Großteil der ausländischen Mittelzuflüsse in den Mikrofinanzsektor stammt von zwei Investorengruppen. Zur ersten Gruppe gehören die internationalen Finanzinstitutionen¹⁵, die bi- und multilateralen Entwicklungsbanken und entwicklungspolitischen Förderorgane, z.B. die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, die Entwicklungsbank des Europarates, die Agence Française pour Développement oder die KfW Entwicklungsbank. Seit 2004 haben IFIs ihr Investitionsvolumen in Schuld- und Eigenkapitalinstrumente im Mikrofinanzsektor auf USD 2,4 Mrd. in 2006 mehr als verdoppelt.¹⁶

Anlagevolumen von internationalen Finanzinstitutionen

	Volumen (Mrd. USD)	Anteil in %
KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau)	660	27,2
AECI-ICO (Agencia Espanola de Cooperacion Internacional und Institut de Credito Oficial)	420	17,3
IFC (International Finance Corporation)	379	15,6
EBRD (European Bank for Reconstruction and Development)	250	10,3
OPIC (Overseas Private Investment Corporation)	126	5,2
14 andere IFIs	590	24,3

Quelle: CGAP **14**

Die zweite Anlegergruppe besteht aus einer Vielzahl an privaten und institutionellen Investoren wie zum Beispiel NGOs, Stiftungen, sozial motivierten Anlegern, Spendern, Unternehmen, Pensionskassen und weiteren institutionellen Anlegern. Ihr Anlagevolumen verzeichnet sogar noch höhere Wachstumsraten als das der IFIs und stieg 2006 auf geschätzte USD 2,0 Mrd. Zu den größten Investoren gehörten ProCredit mit einem Kreditvolumen von EUR 757¹⁷ Mio. und der European Fund for Southeast Europe (EFSE) mit einem Volumen von EUR 245 Mio.

¹⁵ IFIs vergeben eine Vielzahl an Darlehen, wozu auch Darlehen an Regierungen zählen. Diese Studie betrachtet nur die Bereitstellung von Darlehen von IFIs im Mikrofinanzsektor.

¹⁶ CGAP Brief April 2007.

¹⁷ Nur Kredite von weniger als 10.000 USD bzw. EUR sind berücksichtigt. Das gesamte Kreditportfolio von ProCredit belief sich 2006 auf EUR 2,1 Mrd.



Profund ist einer der ersten Mikrofinanzierungsfonds und wurde 1995 von IFIs und privaten Spendern mit einer dualen Zielsetzung aufgelegt. Den Anlageschwerpunkt bilden Eigenkapitalbeteiligungen an MFIs. Die Zielrendite für die Anleger liegt bei ca. 7% bis 8%.

Als erstes kommerzielles duales Mikrofinanz-Investmentvehikel wurde der **Dexia Micro-Credit Fund** 1998 in Luxemburg aufgelegt. Seit 2000 wird der Fonds aktiv gemanagt und hatte 2007 Vermögenswerte von USD 205 Mio. Der Fondsmanager ist BlueOrchardFinance.

Mikrofinanz-Investmentvehikel*

	Anlagevolumen (Mio.)	
	EUR	USD
ProCredit Holding	757	
European Fund for Southeast Europe	245	
Oikocredit	231	
Dexia Micro-Credit Fund		205
responsAbility Global MF Fund		167
BlueOrchard Loans for Dev. (BOLD 2)		110
Global Commercial MF Consortium		75
Gray Ghost MMFund LLC		75
XXEB		60
db Microfinance-Invest Nr. 1	60	

* Zuletzt verfügbare Zahlen, die nicht zwingend mit den Daten von CGAP übereinstimmen müssen

Quelle: Unternehmensangaben

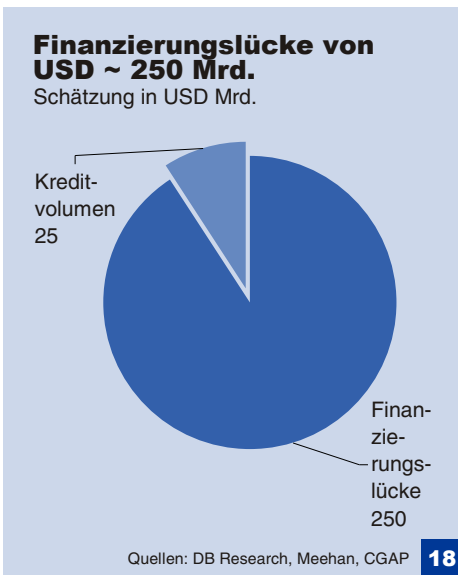
17

3.4 Direkter Zugang zum Kapitalmarkt wenig ausgeprägt

Obwohl der Zugang zum Kapitalmarkt mit fortgeschrittenem Entwicklungsstadium eines MFIs an Bedeutung gewinnt, spielt er in der Praxis derzeit noch eine untergeordnete Rolle. Abgesehen vom indirekten Zugang zum Kapitalmarkt durch die Aufnahme von unverbrieften Darlehen von Investmentvehikeln konnten sich bisher nur wenige MFIs direkt am Kapitalmarkt durch die Emission von Eigenkapital- oder Schuldtiteln refinanzieren. Eines dieser seltenen Beispiele ist der Börsengang des mexikanischen Mikrofinanz-Instituts Banco Compartamos im April 2007, welches ursprünglich 1990 als NGO gegründet wurde und 2006 über 600.000 Kunden verfügte. Der Börsengang von Compartamos wurde an den Kapitalmärkten sehr gut aufgenommen und war 13-fach überzeichnet. Compartamos erzielte zum Zeitpunkt des Börsengangs ein Preis-Buch-Verhältnis von 12,8 und ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 24,2.¹⁸ Ein weiteres Beispiel für einen Börsengang ist die Equity Bank in Kenia, deren Aktien seit 2006 an der Börse von Nairobi notieren.

Der direkte Zugang zum Kapitalmarkt durch die Emission von Schuldtiteln geschieht vor allem in Form der Verbriefung von Kreditportfolien der MFIs; eine solche Verbriefung wurde erstmals von der ICICI in Indien durchgeführt. In der Zwischenzeit führten weitere MFIs Verbriefungstransaktionen durch; z.B. verbriefte das Mikrofinanz-Institut BRAC in Bangladesch 2006 Kreditforderungen im Volumen von USD 180 Mio. durch die Ausgabe von sechs aufeinander folgenden einjährigen Verbriefungstiteln. Da die Transaktion in Bangladesch durchgeführt wurde, konnte BRAC ein Währungsrisiko vermeiden. Jeweils ein Drittel der Transaktion wurde von der niederländischen Development Finance Company (FMO) und der Citibank gekauft. Für den Anteil der Citibank stellen FMO und die KfW eine zusätzliche Garantie zur Verfügung. Das verbleibende Drittel der Transaktion wurde von lokalen Banken und der Citibank Bangladesch erworben. Ein weiteres Beispiel ist die True-Sale-Verbriefung von ProCredit Bulgarien im Mai 2006, die mit einem Volumen von EUR 47,8 Mio. startete und ein Zielvolumen von EUR 150 Mio. hat.

¹⁸ Credit Suisse und Accion Insight No. 23.

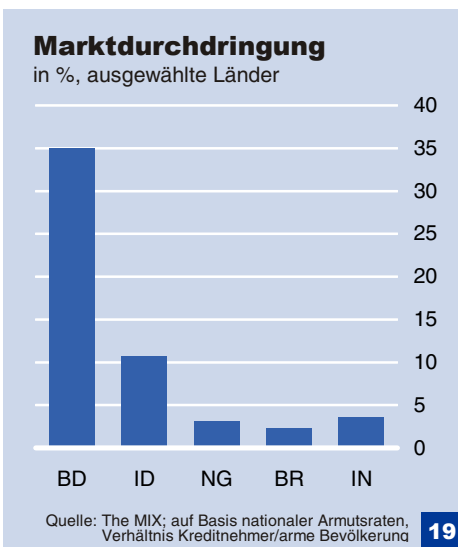


Die Transaktion wurde von der Deutschen Bank durchgeführt und enthält eine Garantie von der KfW und vom Europäischen Investitionsfonds für die Senior Tranche. Ferner hat ProCredit Serbien sich mit der Emission einer Senior Loan Participation Note von EUR 125 Mio., die über eine Laufzeit von fünf Jahren und einen Kupon von 6% verfügt, direkten Zugang zum internationalen Bondmarkt verschafft.

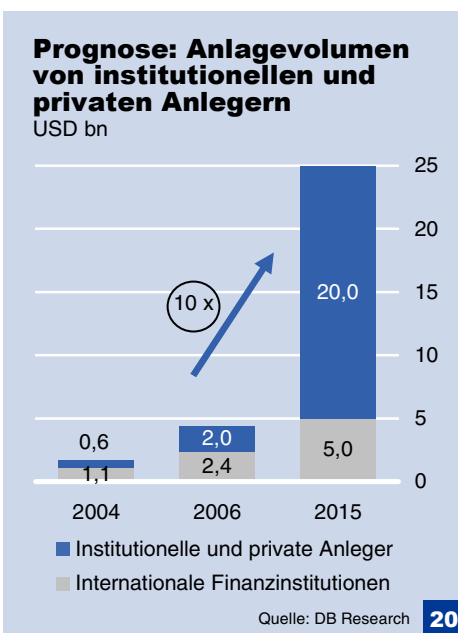
3.5 Erhebliche Finanzierungslücke von ca. USD 250 Mrd.

Obwohl MFIs ihre Kundenzahl 2006 im Durchschnitt um 23%¹⁹ ausdehnen konnten, ist der Mikrofinanzsektor in seiner Gesamtheit nicht in der Lage, mehr als einen Bruchteil der gesamten potenziellen Nachfrage nach Mikrofinanz-Dienstleistungen zu befriedigen. Die potenzielle Nachfrage nach Mikrokrediten übersteigt das Angebot sehr deutlich. Experten schätzen, dass gegenwärtig nur ca. 100 Mio. Mikrokreditnehmer bedient werden, obwohl es groben Schätzungen zufolge ca. 1 Mrd. potenzielle Nachfrager gibt.²⁰ Dieses Verhältnis verdeutlicht eindrucksvoll das noch nicht erschlossene Wachstumspotenzial des Mikrofinanzsektors, das sich grob auf den Faktor zehn beläuft.

Der Nachfrageüberschuss verteilt sich ungleich auf geographische Regionen. In absoluten Zahlen befinden sich die meisten armen Menschen in Indien (~310 Mio.), Bangladesch (~70 Mio.), Indonesien (~60 Mio.), Nigeria (~45 Mio.) und Brasilien (~40 Mio.).²¹ Unterstellt man, dass eine stabile Beziehung zwischen nationalen Armutsraten und dem Zugang der Bevölkerung zur Mikrofinanz besteht, können Marktdurchdringungsraten für den Mikrofinanzsektor in verschiedenen Ländern berechnet werden. So haben in Bangladesch bereits 35% der Armen Zugang zur Mikrofinanz, während diese Rate in allen anderen Ländern, z.B. Indien, Brasilien und Nigeria, deutlich geringer ist. In diesen Ländern haben lediglich 2-3 Personen von 100 potenziellen Nachfragern Zugang zur Mikrofinanz.



Die Finanzierungslücke kann langfristig nur geschlossen werden, wenn die Finanzierung des Mikrofinanzsektors auf eine breitere Basis gestellt wird. Unseres Erachtens ist hierzu ein Finanzierungsmix aus Schuldinstrumenten, Eigenkapital, Spareinlagen und Garantien von grob geschätzt USD 275 Mrd. erforderlich. In Anbetracht des gegenwärtigen Kreditvolumens von ca. USD 25 Mrd. ergibt sich daher eine geschätzte Finanzierungslücke von USD 250 Mrd.



3.6 Prognose der Entwicklung des Anlagevolumens von privaten und institutionellen Investoren

Obwohl es sich hierbei um eine sehr grobe Schätzung der Finanzierungslücke handelt, verdeutlicht sie eindrucksvoll das immense Ausmaß des Finanzierungsbedarfs des Mikrofinanzsektors. Dem verstärkten Engagement von privaten und institutionellen Investoren kommt für die Schließung dieser Lücke eine entscheidende Rolle zu. In unserer Prognose unterstellen wir, dass private und institutionelle Investoren ihr Anlagevolumen bis 2015 auf USD 20 Mrd. erhöhen werden. Wir erwarten ferner, dass IFIs ihr Investitionsvolumen bis 2015 auf USD 5 Mrd. erhöhen werden und somit in diesem Jahr ein gesamtes Anlagevolumen von USD 25 Mrd. zur Verfügung ste-

¹⁹ 2006 MFI Benchmarks as published in the MicroBankingBulletin von The MIX.

²⁰ CGAP, Meehan, Gonzalez und Rosenberg.

²¹ Auf der Basis von nationalen Armutsraten. Vgl. „How Many MFIs and Clients Are There?“ von The MIX.

Novelle des Investmentgesetzes in Deutschland

Das Investmentänderungsgesetz ist am 28. Dezember 2007 in Kraft getreten. Mit der Novelle des Investmentgesetzes wurden Mikrofinanz-Publikumsfonds als neue Investmentfondskategorie zugelassen. Zu den zulässigen Anlagegegenständen gehören zukünftig unverbriefte Darlehen und die von MFIs an Börsenplätzen emittierten Wertpapiere. Zur Gewährleistung eines hohen Maßes an Anlegerschutz wurden die folgenden Einschränkungen erlassen:

- Es kann nur in beaufsichtigte MFIs investiert werden.
- MFIs müssen ein Kreditvolumen von mehr als EUR 10 Mio. aufweisen.
- MFIs müssen über eine Banklizenz verfügen; NGOS und inoffizielle Kreditgeber sind als Eigentümer eines MFI ausgeschlossen.
- Eine IFI muss mit mindestens 5% am Kapital und den Stimmrechten an einem MFI beteiligt sein.
- Das Anlagevolumen in lokal notierte Wertpapiere eines MFIs ist auf 15% des Fondsvolumens begrenzt.

hen wird. Davon werden 80% auf die privaten und institutionellen Investoren entfallen; der Rest wird von den IFIs kommen.

Unsere Prognose basiert im Wesentlichen auf den folgenden sieben Trends bzw. Erwartungen:

- Wir gehen davon aus, dass zum einen bestehende private und institutionelle Investoren ihr Anlagevolumen mittelfristig deutlich erhöhen werden und zum anderen eine stark wachsende Anzahl an neuen privaten und institutionellen Anlegern in Mikrofinanz-Investments anlegen wird. Die Motivation der Anleger liegt in erster Linie im dualen Renditeprofil von Mikrofinanz-Anlagen sowie, zu einem geringeren Anteil, auch alleinig in deren attraktiven finanziellen Risiko-Rendite-Profil.
- Dieser erste Trend wird zweitens durch das starke Wachstum der Märkte für sozial verantwortliche Anlagen einen zusätzlichen (externen) Wachstumsimpuls erfahren.
- Drittens werden Mikrofinanz-Investments dank regulatorischer Veränderungen – wie sie z.B. unlängst in Deutschland stattfanden (siehe Kasten) – graduell zu einem Nischen-Investmentprodukt für Privatanleger werden. Wir erwarten daher ein deutliches Wachstum des Anlagevolumens dadurch, dass diese Anlageklasse für eine breite Schicht von Privatanlegern erschlossen wird.
- Viertens unterstellen wir eine Zunahme der gemeinsamen, komplementären Transaktionen von privaten und institutionellen Investoren. So können idealerweise IFIs durch die Bereitstellung von Garantien oder durch den Kauf von Junior Tranchen als Multiplikator für die Einbeziehung weiterer risikoaverser privater Anlegergruppen fungieren („Crowding in“).
- Wir erwarten fünftens ein weiteres Wachstum der strukturierten Investmentvehikel. Insbesondere wird die Strukturierung – und damit die Risikotranchierung – die Einbeziehung neuer Anlegergruppen ermöglichen, z.B. risikoaverser und kommerziell orientierter Investoren. Diese Anleger können durch den Erwerb einer Senior Tranche ihr Risiko deutlich reduzieren; in einigen Transaktionen konnten Tranchen bereits mit einem Investment-Grade-Rating versehen werden.
- Mittelfristig wird sechstens die Anzahl der institutionellen Investoren deutlich zunehmen, die Mikrofinanz-Investments als attraktive Anlage zur Optimierung ihrer Portfolien entdecken. Zu dieser Investorengruppe zählen z.B. Pensionsfonds oder Treuhandvermögen.
- Schließlich wird sich die Anzahl der MFIs, die ausländische Mittelzuflüsse effizient und effektiv an Mikrodarlehensnehmer weiterleiten können, im Laufe der Zeit mit einer zunehmenden Reife des Mikrofinanzsektors deutlich erhöhen.

4. Mikrofinanz-Investmentvehikel: Anlagestrategien und Instrumente

4.1 Einführung

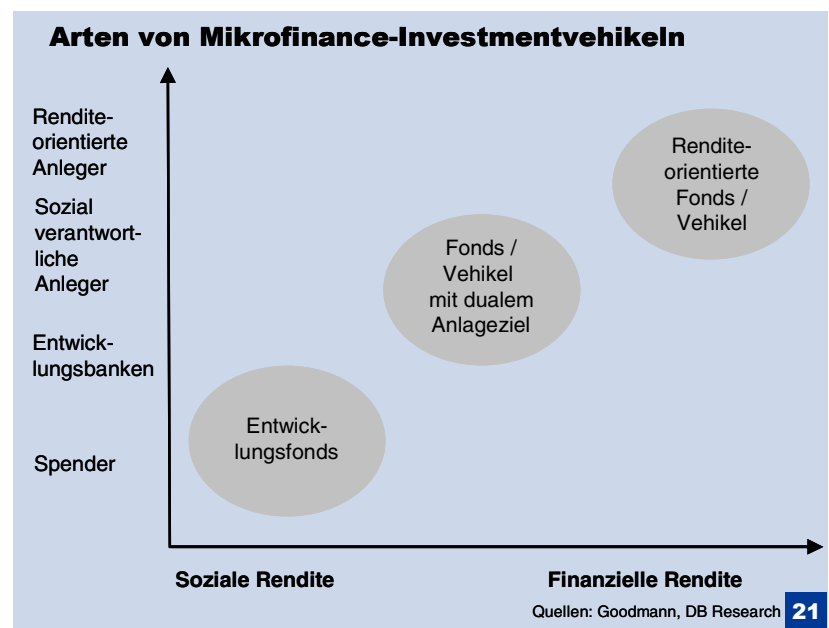
Im Verlauf der letzten Jahre hat sich sowohl die Vielfalt der Mikrofinanz-Investmentprodukte als auch die Bandbreite der Investorengruppen kontinuierlich erhöht. Obwohl der Begriff Investmentfonds für diese Anlageprodukte weit verbreitet ist, ist er, streng juristisch

Der Begriff Mikrofinanz-Investmentvehikel ist zutreffender als Investmentfonds

betrachtet, zumindest irreführend. So sind in der Praxis strukturierte Investmentvehikel (Microfinance Investment Vehicles, MIV) in der Form von strukturierten Schuldverschreibungen (Collateralised Debt Obligation, CDO) weit verbreitet, die sich einer Mischung von Eigenkapitalinstrumenten, Mezzaninekapital, sonstigen Schudtiteln und Garantien bedienen. Experten schätzen, dass es zum Jahresende 2006 ca. 74 MIVs gab, die größtenteils unverbriefte Darlehen an MFIs vergeben.²² Eigenkapitalbeteiligungen von kommerziell orientierten MIVs an MFIs sind bis dato selten, da sie gegenwärtig nur schwierig zu angemessenen Preisen im Markt zu platzieren sind. Dies liegt zum einen daran, dass sie von Investoren noch als sehr risikoreich angesehen werden, zum anderen daran, dass noch kein liquider Sekundärmarkt für solche Anlagen existiert. Wir gehen aber davon aus, dass im Einklang mit einer weiteren Entwicklung der Kapitalmärkte in Schwellenländern die Liquidität und Transparenz der Kapitalmärkte mittelfristig ein für kommerziell orientierte MIVs akzeptables Maß erreichen werden und somit diese Anlegergruppe im Laufe der Zeit vermehrt auch in Eigenkapitalinstrumente von MFIs investieren wird.

4.2 Drei übergeordnete Anlagestrategien

In Abhängigkeit des Grads ihrer Kommerzialisierung können, allgemein gesprochen, drei verschiedene Formen von MIVs unterschieden werden.



Mikrofinanz-Entwicklungsfonds

- Oikocredit
- Accion Gateway Fund
- Deutsche Bank Start-up Fund
- Développement International Desjardins
- Incofin

An erster Stelle sind *Mikrofinanz-Entwicklungsfonds* zu nennen, die über eine klare entwicklungspolitische Zielsetzung verfügen und oft als nicht gewinnorientierte Organisationen agieren. Die Erzielung einer finanziellen Rendite ist gegenüber der sozialen Rendite von untergeordneter Bedeutung; oft wird nur der inflationsbereinigte Kapitalerhalt angestrebt. Solche MIVs verleihen subventionierte Darlehen an MFIs, wobei die Darlehen oft durch Hilfe in Form der technischen Zusammenarbeit ergänzt werden. Zu den Investoren zählen in erster Linie IFIs, Stiftungen, private Spender und Unternehmen. Anders als andere vorrangig sozial motivierte Investoren verzichten Mikrofinanz-Entwicklungsfonds aber in der Regel auf die

²² CGAP Brief April 2007.



MIVs mit dualer Zielsetzung

- AIM - ACCION Investments in Microfinance, SPC (AIM)
- I&P Développement - Investisseur et Partenaire pour le Développement
- PROFUND - ProFund International
- responsAbility Microfinance Leaders Fund

Kommerzielle MIVs

- AXA World Funds
- Dexia Micro-Credit Fund
- Blue Orchard Debt Sub-Fund
- Gray Ghost Microfinance Facility
- MicroVest
- Responsibility Global Microfinance Fund
- Global Commercial Microfinance Consortium (Deutsche Bank)
- db Microfinance-Invest Nr. 1

Mindestvolumen von USD 20 Mrd. bis USD 30 Mrd. erforderlich

IFIs fungieren als Multiplikator für private Anleger

Vergabe von unentgeltlichem Eigenkapital in Form von Zuschüssen oder Spenden. Die Zielgruppe dieser MIVs sind größtenteils MFIs, die zum Investitionszeitpunkt gerade die finanzielle Nachhaltigkeit erreicht haben. Idealerweise würden diese MFIs zu einem späteren Zeitpunkt, wenn sie profitabel arbeiten und subventioniertes Kapital nicht mehr benötigen, von kommerzielleren MIVs Darlehen erhalten oder sich über nationale Spareinlagen refinanzieren.

Die zweite Gruppe der MIVs hat eine doppelte Zielsetzung dergestalt, dass sie sowohl eine soziale Rendite als auch bei Fälligkeit eine moderate finanzielle Rendite anstrebt, die unter marktüblichen Erträgen liegt. Die Mitglieder dieser Gruppe werden daher auch als *duale MIVs* oder auch als *kommerziell orientierte MIVs* bezeichnet. Zu den Investoren zählen sozial motivierte Anleger, IFIs und private Spender.

Die dritte Gruppe bilden die *kommerziellen MIVs*, die eine ex-ante festgelegte finanzielle Zielrendite haben. Gleichzeitig streben diese MIVs die Erzielung einer sozialen Rendite an, die jedoch der finanziellen untergeordnet ist. Den Großteil der Anleger bilden private und institutionelle Investoren; jedoch sind oftmals auch IFIs involviert, die z.B. durch Garantien oder den Kauf von Junior-Tranchen von CDOs erhöhte Risiken tragen und somit viele Transaktionen erst ermöglichen. Diese Gruppe der MIVs vergibt schwerpunktmäßig Darlehen an MFIs; nur sehr wenige Mikrofinanz-Investmentvehikel halten derzeit Eigenkapitalbeteiligungen an MFIs. Kommerzielle MIVs haben in der Regel auch erhöhte Transparenzanforderungen an die MFIs, indem sie u.a. Ratings und Geschäftsberichte der jeweiligen MFIs verlangen. Ferner ist der Anlageprozess stärker formalisiert als bei den zwei anderen Gruppen von MIVs. Mittelfristig erwarten wir, dass mit der stärkeren Formalisierung der MFIs insbesondere diese Gruppe der MIVs zum einen zunehmend in Eigenkapitalinstrumente und nachrangige Darlehen an MFIs investieren wird und zum anderen eine wachsende Bereitschaft zeigen wird, in risikoreichere Teile von CDOs, wie zum Beispiel die Equity-Tranche, zu investieren.

Experten schätzen, dass eine Mindestgröße von ca. USD 20 Mio. bis USD 30 Mio. erforderlich ist, um ein MIV finanziell nachhaltig anbieten zu können. Dennoch existieren viele MIVs, die diese Mindestgröße nicht erreichen. So wiesen z.B. in einer Untersuchung²³ von 38 MIVs in 2004 drei Viertel der untersuchten MIVs eine geringere Größe auf. Während insbesondere die Mikrofinanzierungs-Entwicklungsfonds ein geringes Volumen aufweisen, zählten zu den MIVs, die in der Untersuchung größer als USD 20 Mio. waren, in erster Linie die kommerziellen oder dualen MIVs.

4.3 Zusammenspiel von IFIs und privaten und institutionellen Investoren

Ein Grund für die Existenz der Mikrofinanz-Aktivitäten von IFIs ist die mangelnde Entwicklung der nationalen Finanzsysteme und Kapitalmärkte in Entwicklungs- und Schwellenländern. Das Fehlen von entsprechenden Marktsegmenten verhindert die marktbasiertere Erbringung von Finanzdienstleistungen für arme Bevölkerungsgruppen. Angesichts der begrenzten Investitionsmittel von IFIs und einer sehr großen Finanzierungslücke im Mikrofinanzsektor ist die komplementäre Bereitstellung von Refinanzierungsmitteln durch IFIs und private Investoren sinnvoll. So können z.B. IFIs mit ihrer Expertise in

²³ Die Untersuchung wurde 2004 gemeinsam von CGAP, The MIX und Goldman im Auftrag von ADA durchgeführt.



Der CDO db Microfinance-Invest Nr. 1 wurde im Juli 2007 mit einem Gesamtvolumen von EUR 60 Mio. emittiert. Die Transaktion stellte nachrangige Darlehen an 21 MFIs zur Verfügung. Die Senior-Tranche verfügt über ein Investment-Grade-Rating (BBB) von Fitch und hat einen Kupon von 6,0%, während die Mezzanine-Tranche einen Kupon von 9,0% aufweist. Zu den Investoren zählten neben Privatpersonen eine Vielzahl an institutionellen Anlegern und ein IFI. Die Junior-Tranche wurde von der Deutschen Bank erworben, d.h. erstmalig hat ein kommerzieller Marktteilnehmer in eine First-Loss-Tranche investiert.

Eine der ersten CDOs war der **BlueOrchard Loans for Development**, der im April 2006 mit einem Volumen von USD 40 Mio. emittiert wurde. In die fünf Tranchen investierten ca. 90 Investoren. Die Overseas Private Corporation gab eine Garantie für die Senior Tranche von 75%. Ein zweiter CDO (BOLD 2) wurde im Mai 2007 emittiert und stellte 20 MFIs in 12 Ländern Mittel zur Verfügung. Die ersten beiden Senior-Tranchen erhielten das Rating AA bzw. BBB von S&P.

Das erste Investmentvehikel, das MFIs Darlehen in lokaler Währung zur Verfügung stellte, ist das **Global Commercial Microfinance Consortium** der Deutschen Bank. Der CDO umfasst eine Senior-Tranche von USD 63,4 Mio. und drei weitere Tranchen (Sub-Debt, Equity und Grant Capital) im Volumen von insgesamt USD 17,3 Mio. Zu den Investoren zählen z.B. die Münchener Rück, AXA, Merrill Lynch und die Deutsche Bank.

Die sozialen und finanziellen Zielsetzungen eines MFIs müssen sorgfältig miteinander in Einklang gebracht werden. Gegenwärtig wird häufig diskutiert, ob eine verstärkte Kommerzialisierung die soziale Ausrichtung von MFIs gefährden könnte. Empirische Daten belegen jedoch, dass die große Mehrheit der MFIs durchaus in der Lage ist, soziale und finanzielle Zielsetzungen gleichermaßen zu berücksichtigen.

der Entwicklungsfinanzierung dafür sorgen, dass weitere private und institutionelle Investoren in Transaktionen einbezogen werden und somit das Anlagevolumen einer Transaktion deutlich erhöht werden kann („Crowding In“), z.B. indem IFIs Garantien bereitstellen oder Junior Tranchen von CDOs erwerben. So hat beispielsweise die DFID²⁴ eine First-Loss-Garantie von USD 1,5 Mio. für das Global Commercial Microfinance Consortium, das als erster CDO in lokaler Währung emittiert wurde, übernommen. Darüber hinaus hat USAID²⁵ eine Second-Loss-Garantie für weitere Ausfälle übernommen. Insgesamt konnten so 13 institutionelle Investoren für die Transaktion gewonnen werden.

Dieses Beispiel verdeutlicht, dass IFIs weitere private Anleger anziehen können und dass das komplementäre Zusammenspiel von IFIs und privaten und institutionellen Investoren Synergieeffekte in der Finanzierung und im Risikomanagement erlaubt, die oftmals größere Transaktionen überhaupt erst ermöglichen. Die Anlagestrategien von IFIs und privaten und institutionellen Investoren können sich somit gegenseitig verstärken. Weitere Beispiele sind der European Fund for Southeast Europe oder die Garantie der International Finance Corporation für die Emission einer Schuldverschreibung von Compartamos in 2004 – hier konnten viele institutionelle Anleger, wie z.B. Pensionsfonds, in die Transaktion einbezogen werden. Insgesamt wird geschätzt, dass ca. 60 MIVs von der komplementären Zusammenarbeit mit einem IFI profitieren.²⁶

Mittel- bis langfristig wird jedoch erwartet, dass sich teilweise auch ein Rollenwandel zwischen IFIs und privaten Investoren abzeichnen wird. So könnte im Einklang mit der weiteren positiven Entwicklung der Märkte für MIVs die Bereitschaft institutioneller Investoren steigen, vermehrt in risikobehaftete Teile von CDOs zu investieren. Solch eine Risikoneigung einzelner Investoren könnte dann weitere, weniger risikoaffine private und institutionelle Anleger anziehen. Die Rolle der IFIs könnte in diesem Szenario dann z.B. die Finanzierung von weniger entwickelten MFIs der zweiten Kategorie fokussieren und deren Zugang zu marktbasierten Finanzierungsmodellen ermöglichen.

Einige Experten weisen jedoch darauf hin, dass die eben beschriebene, idealtypische komplementäre Zusammenarbeit von öffentlichen Investoren einerseits und privaten und institutionellen Investoren andererseits nicht immer funktioniert, da einige IFIs parallel zu privaten und institutionellen Investoren ihre Finanzierungszusagen auf die 150 am stärksten entwickelten MFIs konzentrierten – mit der Folge, dass private und institutionelle Anleger mit den subventionierten Konditionen von IFIs oft nicht mithalten konnten und aus dem Markt verdrängt wurden („Crowding Out“). Eine weitere Folge ist, dass die weniger entwickelten MFIs, die über einen sehr hohen Refinanzierungsbedarf verfügen, letztendlich nicht mit Mitteln versorgt werden konnten, weil sie für private Investoren als zu riskant gelten und IFIs sich auf die größten MFIs konzentriert haben. Eine Studie von MicroRate kam zu dem Ergebnis, dass die IFIs ihren Mittelzufluss an die am stärksten entwickelten MFIs 2005 sogar um 88% erhöht haben, während die Mittel für kleinere MFIs stagnierten. Diese Zahlen zeigen, dass eine idealtypische und ökonomisch sinnvolle Rollenverteilung zwischen privaten und öffentlichen Geldge-

²⁴ Das Department for International Development untersteht der britischen Regierung und ist für die Durchführung der britischen Entwicklungshilfe verantwortlich.

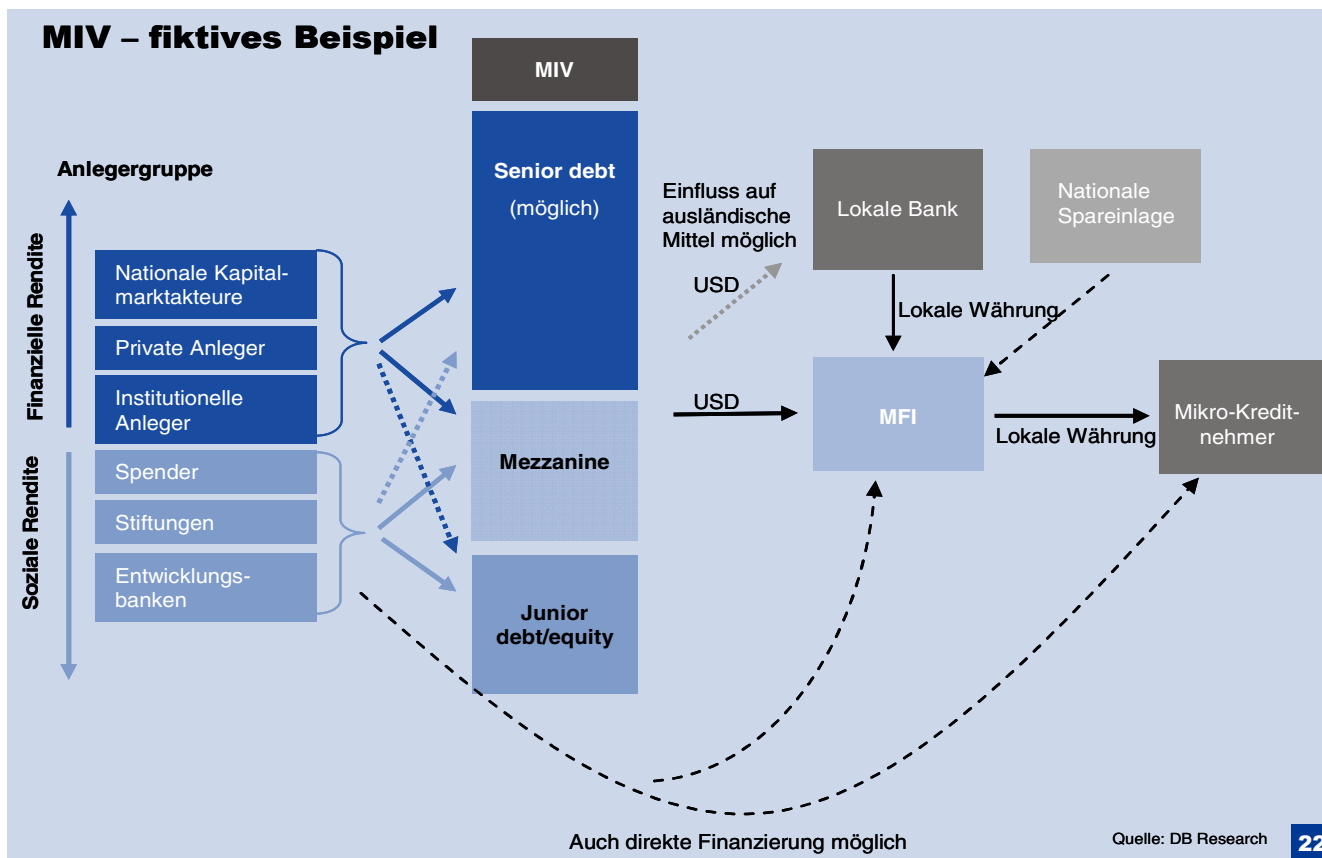
²⁵ Die United States Agency for International Development übernahm eine Second Loss Garantie von USD 15 Mio.

²⁶ KfW/FMO

bern somit in der Praxis nicht immer gegeben ist und Synergieeffekte aus dem komplementären Anlageverhalten beider Gruppen oftmals nicht erzielt werden können.²⁷

4.4 Die Vorteile strukturierter Investmentvehikel

Durch die Strukturierung eines Schuldinstruments können einzelne Tranchen mit einem individuellen Risiko-Rendite-Profil geschaffen werden, die in der Regel jeweils eine spezifische Anlegergruppe ansprechen. Dieser Prozess ist insbesondere im Bereich der Mikrofinanz für Investoren sehr nützlich, weil er nicht nur die bessere Strukturierung von Risiken ermöglicht, sondern es auch vielen Investoren überhaupt erst erlaubt, in Entwicklungs- und Schwellenländer, die teilweise über kein Investment-Grade-Rating verfügen, zu investieren. So können risikoaverse Investoren Senior-Tranchen von CDOs erwerben, während die Junior-Tranchen von Investoren erworben werden können, die primär entwicklungspolitische Ziele verfolgen und zum Erreichen dieser Ziele ein höheres Risiko zu tragen bereit sind. Allerdings steht zu erwarten, dass sich, wie oben beschrieben, die Rollenverteilung von IFIs und privaten und institutionellen Investoren weiter verschieben wird und mittelfristig mehr private Investoren Interesse am Erwerb von risikoreicheren Tranchen zeigen könnten. Als Zielrendite für unterschiedliche Tranchen eines CDOs kann z.B. per Stand Juli 2007 für die Senior-Tranche, die das Rating Investment-Grade trägt, ein Kupon von ca. 6% erzielt werden, während die Mezzanine-Tranche einen Kupon von 9,5% erzielen kann. Im Falle eines Kreditausfalls von einem MIV gegenüber einem MFI werden die Verluste zunächst von der Junior-Tranche getragen. Sollten die Ausfälle deren Volumen überschreiten, werden die Verluste sukzessive auf die Intermediate und schließlich auf die Senior-Tranche angerechnet.



²⁷ Siehe „Role Reversal“, MicroRate.

5. Risiko-Rendite-Profil und Portfoliodiversifizierung

5.1 Das duale Renditeprofil

Indikatoren für die soziale Rendite

Für die Messung der sozialen Rendite gibt es nicht die eine Kennzahl. Vielmehr wird in der Praxis auf eine Vielzahl von entwicklungs-politischen Indikatoren zurückgegriffen, um das Ausmaß der Armutsreduzierung dank Mikro-kredit zu erfassen. Zu den Indikatoren zählen zum Beispiel:

- Zunahme des Einkommens der Mikro-kreditnehmer
- Anzahl der zusätzlichen Mikrokredite durch ein MIV
- Zunahme des Anteils der Frauen, die sich selbständig machen können

Vergleich von MFIs und Geschäftsbanken

- Höhere Cost-Income-Ratio aufgrund ge-ringerer Kreditgröße und kürzerer Laufzeit
- Hohe Zinssätze liegen in der Natur des Mikrofinanzsektors
- Unbesicherte Kreditvergabe
- Geringe Kreditausfallraten trotz unbesicherter Kreditvergabe
- Robuste Profitabilität
- Größtenteils stabile Erträge über den Konjunkturzyklus
- Geringe Korrelation zu herkömmlichen Kapitalmärkten und zur nationalen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
- Starke soziale Auswirkungen

Der Auswahlprozess von MFIs

Die jeweiligen MFIs werden vom Fondsmanager ausgewählt. Als Kriterien fließen einerseits die Risikobewertung des jeweiligen Landes (z.B. gesamtwirtschaftliche Situation, Rechts-system, politische Stabilität und Rechte der Investoren) und andererseits die Beurteilung der finanziellen Lage und Geschäftsstrategie (z.B. Kundenstruktur, Erfahrung des Managements oder soziale Ziele) eines MFIs ein. Die individuelle Ausgestaltung eines Darlehensvertrags an ein MFI hängt vom jeweiligem Kreditvolumen, der Fälligkeit, der Darlehensstruktur und von den Sicherheiten ab.

Mikrofinanz-Investments erlauben Anlegern, ein duales Anlageziel zu verfolgen, welches soziale und finanzielle Erträge vereint. Der soziale Nutzen liegt in erster Linie in dem Beitrag zur Armutsreduzierung und der Erreichung entwicklungspolitischer Ziele, die die Ver-gabe von Mikrokrediten ermöglichen. Durch die Bereitstellung von stabilem und z.T. sogar währungsgesichertem Kapital helfen Inve-storen MFIs, ihre entwicklungspolitische Funktion zu erfüllen. Priva-tes Kapital stärkt die Kapitalstruktur von MFIs und ermöglicht es ihnen u.U. sogar, ein Vielfaches der Mittelzuflüsse als Mikrokredite zu vergeben, z.B. wenn nachrangige Darlehen an MFIs vergeben werden.²⁸ In ihrer Gesamtheit tragen die ausländischen Mittelzuflüs-se mithin dazu bei, die immense Finanzierungslücke des Mikrofi-nanzsektors zu reduzieren.

Die finanzielle Rendite von Mikrofinanz-Investments zeichnet sich durch die hohe Wirtschaftlichkeit der am stärksten entwickelten MFIs, die geringen Kreditausfallraten von MFIs und die hohe Stabili-tät der Renditen über den Konjunkturzyklus aus. So erzielten z.B. in einer Untersuchung von 704 MFIs durch The MIX die am weitesten entwickelten 176 MFIs durchschnittlich einen Return on Equity (RoE) von 17,2%²⁹ – ein Wert, der die Eigenkapitalrendite von kon-ventionellen Kreditinstituten in vielen Ländern deutlich übertrifft. An dieser Stelle ist jedoch anzumerken, dass nur die am weitesten ent-wickelten MFIs einen hohen RoE aufweisen; der Durchschnitt aller analysierten 704 MFIs fiel mit durchschnittlich ca. 4% deutlich gerin-ger aus.

Die Kreditausfallraten lagen bei der Gesamtheit der 704 MFIs auf niedrigem Niveau. Die durchschnittliche Abschreibungsrate auf das Kreditportfolio betrug 2006 nur 1,1% und lag damit deutlich unter dem Wertberichtsbedarf vieler traditioneller Kreditinstitute in den jeweiligen Ländern. Aus Investorensicht ist dieser niedrige Wertber-ichtungsbedarf sehr erfreulich; eine hohe Qualität des Kreditport-folios stärkt letztlich die Finanzkraft eines MFIs und damit auch sei-ne Fähigkeit, internationale Darlehen fristgerecht zurückzuzahlen.

5.2 Das Risikoprofil

Anlagen im Mikrofinanzsektor sind mittel- bis langfristige Anlagen, die mit verschiedenen Risiken behaftet sind. Einerseits bestehen für Investoren Risiken, die dem Mikrofinanzsektor inhärent sind. Andererseits werden Anleger mit den typischen Risiken einer Geldanlage in Entwicklungs- und Schwellenländern konfrontiert. Letztere beru-hen insbesondere auf den Unterschieden in den Rechts-, Wirt-schafts- und Marktordnungen zwischen den Industrieländern einer-seits und den Entwicklungs- und Schwellenländern andererseits. So können z.B. niedrigere Standards in der Finanzberichterstattung, politische Instabilitäten, Eingriffe in die Marktordnungen, Liquiditäts-verknappungen, Abwertung der lokalen Währung oder Beschrän-kungen im Kapitalverkehr den Wert eines Mikrofinanz-Investments negativ beeinflussen.

²⁸ In einigen seltenen Fällen bis zum Faktor 12,5.

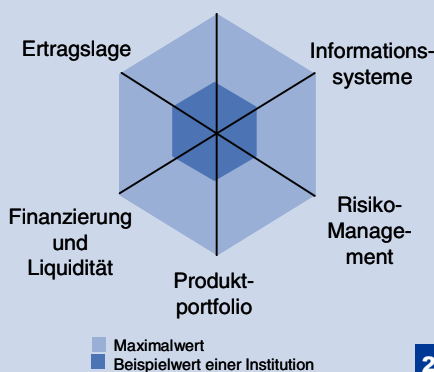
²⁹ 2006 MFI Benchmarks aus dem MicroBankingBulletin von The MIX.

Ratings von MFIs

Die Vergabe von Ratings an MFIs ist im Anlageprozess von großer Bedeutung. So helfen Ratings, die Risiken verschiedener MFIs zwischen Marktsegmenten und Länder in einer standardisierten Weise zu vergleichen. In 2005 wurden bereits über 300 MFIs geratet, u.a. von spezialisierten Rating-Agenturen wie MicroRate. Grundsätzlich stehen Rating-Agenturen bei der Beurteilung von MFIs vor einer besonderen Herausforderung, weil die Besonderheiten des Mikrofinanzsektors nicht mit den Ratingmethoden für herkömmliche Finanzinstitute bewertbar sind. S&P hat daher in 2007 eine Arbeitsgruppe beauftragt, Empfehlungen für das Rating von MFIs zu erarbeiten.

Kriterien eines Ratings

Fiktives Beispiel



23

Kriterien eines Ratings

- Makroökonomische und sektorspezifische Risiken
- Gesamtwirtschaftliche Stabilität und Attraktivität des Regulierungsrahmens
- Erfahrungen und Kompetenzen des Managements
- Eigentümerstrukturen und Unternehmensführung
- Operationelle Risiken und Risikomanagement eines MFIs
- Kreditrisikomanagement
- Management von Marktrisiken
- Finanzierung und Liquidität
- Kapitalstruktur und Ertragskraft

Zu den der Mikrofinanzierung inhärenten Risiken zählt die Illiquidität von Mikrofinanz-Investments. Oftmals sind keine Marktpreise verfügbar, weil MIVs in der Regel nicht an einer Börse notiert sind und in vielen Fällen nur bei Fälligkeit oder zu ex-ante festgelegten Terminen veräußert werden können. Zur Bewertung wird oft der Nettoinventarwert herangezogen. Ferner sollten sich Anleger bewusst sein, dass einige Mikrofinanz-Investments keine regelmäßigen Dividenden oder Zinserträge abwerfen und Mikrofinanz-Investments Währungsrisiken ausgesetzt sein können, weil ein Hedging von Währungen in Schwellen- und Entwicklungsländern oftmals nicht möglich oder schlicht zu teuer ist. In der Praxis werden Währungsrisiken entweder vom MIV oder von den MFIs getragen. Durch eine breite Streuung der Währungen kann freilich eine gewisse Reduzierung der Währungsrisiken erreicht werden. Europäische Investoren sind dabei oftmals einem zusätzlichen US-Dollar Währungsrisiko ausgesetzt, weil ca. 70% aller MIVs in US-Dollar aufgelegt sind. Dieses Währungsrisiko kann jedoch problemlos – wenn auch nicht kostenfrei – durch Hedging eliminiert werden.

Weitere Risiken resultieren aus dem Regulierungs- und Aufsichtsrahmen für MFIs. MIVs investieren in MFIs, die in ihrer großen Mehrheit nicht börsennotiert sind und oftmals nur einer geringen, bisweilen gar keiner Banken- und Finanzaufsicht unterliegen. Schließlich können auch die Mikrokreditnehmer in Zahlungsschwierigkeiten kommen, wenn Naturkatastrophen oder Preiseinbrüche in der Landwirtschaft eintreten. Da Mikrokredite unbesichert vergeben werden, können derartige unerwartete externe Ereignisse eine erhebliche Auswirkung auf die Ausfallraten im Mikrofinanzsektor haben.

5.3 Potenzieller Nutzen für die Portfoliodiversifizierung

Anleger bewerten Anlageprodukte anhand ihres spezifischen Risiko-Return-Profiles, um den Nutzen einer Anlage per se und für das gesamte Portfolio ex-ante bewerten zu können. Erste Forschungsergebnisse deuten daraufhin, dass Mikrofinanz-Investments nicht nur ein attraktives finanzielles Risiko-Return-Profil haben, sondern auch einen potenziellen Nutzen für die effiziente Portfoliodiversifizierung haben können.³⁰ So weisen Mikrofinanz-Investments eine geringe Korrelation mit etablierten Kapitalmarktsegmenten und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im jeweiligen Land auf. Auch zur Performance des formellen Bankensektors im jeweiligen Land scheinen Mikrofinanz-Investments eine geringe Korrelation aufzuweisen: Einige Experten sehen Anzeichen dafür, dass eine gewisse Unabhängigkeit von Mikrofinanz-Anlagen zu makroökonomischen Schocks besteht, die eine erhebliche Auswirkung auf konventionelle Banken haben würden.³¹

Als Gründe für eine potenziell geringe Korrelation werden in der Regel die folgenden Argumente genannt. Erstens weisen MFIs erhebliche Unterschiede im Geschäftsmodell zu konventionellen Banken auf. Mikrokreditnehmer sind weniger stark in die formelle Wirtschaft integriert als herkömmliche Bankkunden und verfügen über eine sehr hohe Anpassungsfähigkeit an sich ändernde wirtschaftliche Situationen. Ferner sind Mikrokreditnehmer im Gegensatz zu herkömmlichen Kreditnehmern weniger stark auf Importe angewiesen und selten Währungsrisiken ausgesetzt, weil sie hauptsächlich

³⁰ Menichetti/Oehri/Fausch (2006).

³¹ Krauss/Walter (2006) oder Gonzalez (2007). Gonzalez zieht die Schlussfolgerung, dass Mikrofinanz-Investments eine hohe Unabhängigkeit zu makroökonomischen Schocks aufweisen.

Prinzipien der Asset Allocation

Das Ziel eines Portfoliomanagers ist die Maximierung der Rendite für ein spezifisches Risikoniveau durch die optimale Diversifizierung verschiedener Anlageklassen. Das Risiko-Rendite-Profil eines jeweiligen Investments wird in der Regel mit einer Benchmark verglichen, z.B. wird die Entwicklung eines Aktienfonds mit großen deutschen Unternehmen mit dem DAX-30 Index verglichen. Für das Benchmarking von Mikrofinanz-Investments gibt es derzeit keinen allgemein gültigen Vergleichsindex. In der Praxis vergleichen viele Anleger daher die Entwicklung von MIVs mit Anlageklassen, die ihrer Wahrnehmung nach ein vergleichbares Risiko-Rendite-Profil aufweisen, z.B. gegenüber der Entwicklung von Aktien kleinerer und mittlerer Unternehmen in Schwellenländern.

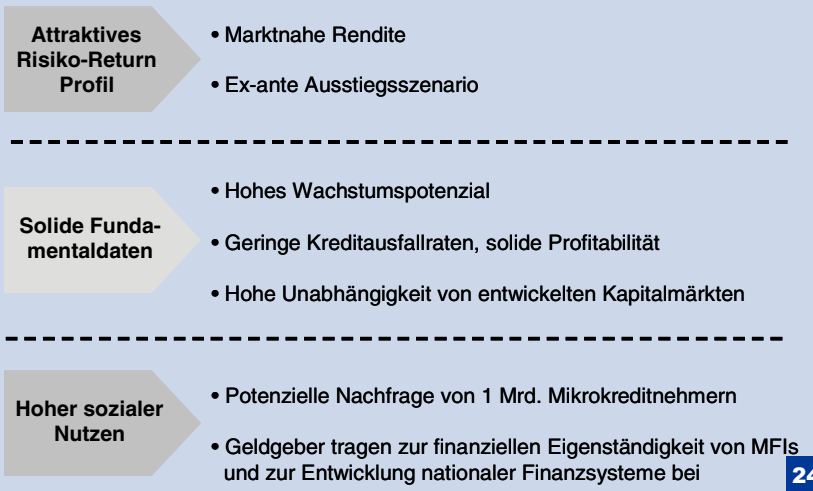
Die effiziente Diversifizierung eines Portfolios

Dieses Konzept geht auf die Forschungsergebnisse des Nobelpreisträgers Harry Markowitz zurück. Durch die Untersuchung von Korrelationen verschiedener Wertpapiere fand Markowitz heraus, dass durch die Mischung von Wertpapieren Risiken reduziert und die Volatilität der Erträge gesenkt werden können. Ein effizient diversifiziertes Portfolio ist gegeben, wenn für ein spezifisches Risiko ein maximaler Ertrag erzielt wird. Graphisch liegen alle optimalen oder effizienten Portfolios auf der sogenannten Effizienzkurve.

lokale Produkte und Dienstleistungen beziehen. Zweitens ist die Laufzeit der Mikrokredite kurz, und MFIs überwachen ihre Kreditnehmer intensiv und in kurzen Zeitintervallen. So werden Raten ein- oder sogar zweimal pro Woche bezahlt, und das Kreditvergabeverhalten eines MFIs wird fortlaufend der Situation der Mikrokreditnehmer angepasst. In ihrer Gesamtheit stellen diese Elemente sicher, dass die Kreditausfallraten für Mikrokredite sehr gering sind. Drittens sind MFIs private oder gemeinnützige Institutionen, deren Anteilseigner langfristig orientierte strategische Investoren sind, die relativ unabhängig von kurzfristigen Marktschwankungen agieren. Viertens können viele MFIs wegen des Engagements von entwicklungspolitisch motivierten Kapitalgebern auch dann mit Mittelzuflüssen rechnen, wenn es zu allgemeinen Liquiditätsengpässen in Entwicklungs- und Schwellenländern kommen sollte. Schließlich weisen MFIs mit durchschnittlich 2,6³² einen geringeren Verschuldungsgrad als traditionelle Kreditinstitute auf. Die Volatilität der Erträge kann so bei vielen MFIs gering gehalten werden. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass die größten MFIs mit durchschnittlich 5,8 einen höheren Verschuldungsgrad haben.³³

Als Zwischenfazit kann festgehalten werden, dass Mikrofinanz-Investments eine aufstrebende Anlageform darstellen, die – wenn sie als Ergänzung für ein Portfolio verwendet wird – einen potenziellen Nutzen für die effiziente Diversifizierung eines Portfolios haben kann. Erste Anzeichen deuten ferner daraufhin, dass Mikrofinanz-Investments sich langfristig als eigenständige Anlageklasse etablieren könnten. Allerdings könnte die Korrelation von Mikrofinanz-Investments mit anderen Assetklassen im Zuge einer weiteren Integration des Mikrofinanzsektors in die formelle Volkswirtschaft eines Landes wieder zunehmen. Die entscheidende Frage ist, welche Effekte einerseits die weitere Formalisierung der MFIs und andererseits die geringe Integration der Mikrokreditnehmer in die formale Wirtschaft eines Landes auf die Korrelation haben werden. Zweifelsohne sind auf diesem Gebiet weitere Forschungsarbeiten erforderlich, um die ersten Ergebnisse zu validieren und um die gegenwärtigen methodischen Defizite und den Mangel an soliden Daten überwinden zu können.

Übersicht: Anlageprofil



³² 2006 MFI Benchmarks des MicroBankingBulletin von The MIX.
³³ 2006 MFI Benchmarks des MicroBankingBulletin von The MIX.

6. Schlussfolgerungen und Ausblick

Der Mikrofinanzsektor befindet sich gegenwärtig in einem Transformationsprozess, der von einer wachsenden Bedeutung marktbasierter Refinanzierungsquellen für MFIs gekennzeichnet ist. Diese Studie hat verdeutlicht, dass dem verstärkten Engagement privater und institutioneller Anleger nicht nur eine Schlüsselrolle in der Reduzierung der immensen Finanzierungslücke des Mikrofinanzsektors zukommt, sondern sich privaten und institutionellen Anlegern gleichzeitig ein attraktives duales Investmentprofil bietet. So zeichnen sich Mikrofinanz-Investments sowohl durch einen sozialen Mehrwert in Form der Armutsreduzierung aus als auch durch ein attraktives finanzielles Risiko-Rendite-Profil. Letzteres ist von stabilen Erträgen, geringen Kreditausfallraten und einer potenziell geringen Korrelation zu den etablierten Segmenten des Kapitalmarkts geprägt.

Trotz des rasanten Wachstums des Kreditvolumens auf geschätzte USD 25 Mrd. in 2006 leidet der Mikrofinanzsektor unter einer immensen Finanzierungslücke, die grob auf USD 250 Mrd. geschätzt wird. Während sich die gesamte potenzielle Nachfrage von Mikro-Kreditnehmern auf ca. 1 Mrd. beläuft, können gegenwärtig lediglich ca. 100 Mio. Kunden mit Mikrokrediten versorgt werden. Die Reduzierung der Finanzierungslücke stellt eine immense Herausforderung dar, die mittelfristig auf zwei Wegen adressiert werden sollte: Zum einen sollten öffentliche und private Investoren ihre komplementäre Zusammenarbeit bei der Finanzierung von MFIs der ersten Kategorie verstärken. IFIs sollten durch den Erwerb von Junior- und Intermediate-Tranchen von CDOs Risiken übernehmen und so weitere private und institutionelle Anleger anziehen und damit das private Investitionsvolumen vervielfachen („Crowding in“). Zum anderen gibt es bereits erste Anzeichen, dass zukünftig eine wachsende Anzahl von institutionellen Investoren bereit sein könnte, die stärker risikobehafteten Junior- und Intermediate-Tranchen eines CDOs zu übernehmen. Diese erhöhte Risikoneigung einiger Marktteilnehmer könnte ebenfalls das „Crowding in“ weiterer, stärker risikoaverser privater und institutioneller Anleger ermöglichen. IFIs könnten sich in diesem Szenario dann zunehmend auf die Finanzierung von MFIs der zweiten Kategorie fokussieren. Von einem normativen Standpunkt wäre jedoch langfristig die vollständige Entwicklung der nationalen Finanzsysteme wünschenswert, um MFIs die komplette Refinanzierung über Spareinlagen, Bankdarlehen oder die nationalen Kapitalmärkten zu erlauben.

Wir betrachten Mikrofinanz-Investments als eine aufstrebende Anlageform, deren Potenzial zunehmend von privaten und institutionellen Anlegern entdeckt wird.

Wir prognostizieren einen Anstieg des Anlagevolumens von privaten und institutionellen Investoren auf USD 20 Mrd. bis 2015. Unter Einbeziehung von erwarteten USD 5 Mrd., die von den IFIs bereitgestellt werden dürften, wird sich das gesamte ausländische Investitionsvolumen im Jahr 2015 unserer Schätzung nach auf USD 25 Mrd. belaufen.

Unsere Prognose beruht auf der Annahme, dass Mikrofinanz-Investments sich erstens zu einem Nischen-Anlageprodukt entwickeln werden, das verstärkt von Privatanlegern nachgefragt und vom generellen Bedeutungszuwachs der SRIs profitieren wird. Ferner unterstellen wir, dass kommerziell orientierte institutionelle Anleger zunehmend Mikrofinanz-Investments aufgrund ihres potenziellen

Nutzens für die Portfoliodiversifizierung nachfragen werden.
Zweitens wird eine kritische Anzahl von Mikrofinanz-Institutionen langfristig in der Lage sein, ausländische Mittelzuflüsse effizient aufzunehmen

Raimar Dieckmann (+49 69 910-31830, raimar.dieckmann@db.com)



Top 50 Mikrofinanz-Institutionen nach Kundenzahl

Rang	MFI	Land	Anzahl der Kreditnehmer	Kreditvolumen USD	Return on equity	Wertberichtigung	durchschnittliche Kreditgröße USD
1	Grameen Bank	Bangladesch	6.287.000	482.104.480	22,15%	2,06%	77
2	ASA	Bangladesch	5.163.279	305.268.840	26,08%	0,25%	59
3	VBSP	Vietnam	4.695.986	1.149.165.032	(13,69%)	--	245
4	BRAC	Bangladesch	4.550.855	350.160.812	23,27%	0,63%	77
5	BRI	Indonesien	3.455.894	3.035.685.400	129,96%	0,83%	878
6	Spandana	Indien	972.212	89.837.686	22,00%	2,65%	92
7	SHARE	Indien	826.517	91.683.453	15,31%	0,00%	111
8	Caja Popular Mexicana	Mexiko	643.659	941.664.645	29,00%	0,16%	1.463
9	Compartamos	Mexiko	616.528	271.098.542	57,35%	0,57%	440
10	BANTRA	Peru	563.805	345.920.510	2,47%	10,54%	614
11	Banco Popular do Brasil	Brasilien	553.164	32.050.077	(161,30%)	52,51%	58
12	ACSI	Äthiopien	536.804	78.235.885	25,55%	0,07%	146
13	SKS	Indien	513.108	63.247.733	9,22%	0,63%	123
14	Bandhan	Indien	449.304	29.998.368	131,21%	0,00%	67
15	AML	Indien	416.829	45.333.689	33,27%	0,43%	109
16	MFI	Indien	410.329	50.640.686	78,00%	0,00%	123
17	Al Amana	Marokko	405.558	219.047.933	23,51%	0,49%	540
18	KAS	Indien	394.462	27.753.142	173,04%	0,00%	70
19	DECSI	Äthiopien	392.693	85.304.139	19,31%	0,37%	217
20	Capitec Bank	Südafrika	368.854	124.945.830	18,65%	21,69%	339
21	Zakoura	Marokko	316.177	83.375.046	16,56%	0,49%	264
22	RDRS	Bangladesch	307.482	10.625.496	1,67%	6,40%	35
23	CAJA Libertad	Mexiko	290.328	488.526.623	45,13%	0,07%	1.683
24	JCF	Bangladesch	274.899	22.906.777	39,50%	0,06%	83
25	BURO	Bangladesch	263.503	22.683.151	17,35%	0,23%	86
26	Equity Bank	Kenia	239.541	106.374.014	40,36%	0,54%	444
27	Khushhali Bank	Pakistan	236.917	35.351.623	(12,26%)	7,14%	149
28	CREDIAMIGO	Brasilien	235.740	88.775.043	63,66%	0,87%	377
29	MiBanco	Peru	221.802	320.419.273	34,44%	4,49%	1.445
30	Banco Estado	Chile	219.069	569.777.574	9,01%	1,84%	2.601
31	Cashpor MC	Indien	201.692	19.947.354	991,53%	0,07%	99
32	BISWA	Indien	200.912	21.614.981	29,92%	0,00%	108
33	BASIX	Indien	198.282	31.982.532	8,14%	0,76%	161
34	BFL	Indien	185.448	16.557.348	15,22%	0,00%	89
35	GV	Indien	181.328	18.409.581	17,02%	0,73%	102
36	Mahasemam-SMILE	Indien	175.089	16.420.804	6,15%	0,10%	94
37	TSKI	Philippinen	173.002	14.705.220	34,22%	4,76%	85
38	WWB Cali	Kolumbien	164.000	146.331.732	21,13%	0,89%	892
39	Shakti	Bangladesch	162.219	15.377.343	18,31%	0,00%	95
40	ACLEDA	Kambodscha	159.930	158.076.146	16,65%	0,12%	988
41	CARD NGO	Philippinen	159.673	16.104.458	26,13%	0,00%	101
42	Banco Solidario	Equador	149.490	243.562.592	2,80%	2,06%	1.629
43	AMRET	Kambodscha	141.957	17.595.944	25,21%	0,04%	124
44	WDB	Sri Lanka	138.749	50.456.004	15,30%	--	364
45	FMM Popayán	Kolumbien	137.855	80.864.332	18,24%	0,44%	587
46	Kashf	Pakistan	136.015	25.190.453	16,18%	0,18%	185
47	FBPMC	Marokko	131.781	70.130.454	20,45%	0,00%	532
48	TSPI	Philippinen	125.980	14.226.447	11,04%	1,43%	113
49	CMAC Trujillo	Peru	124.087	193.304.229	32,42%	1,08%	1.558
50	Sarvodaya Nano Finance	Indien	116.625	14.740.161	(1,20%)	0,00%	126

Quelle: MIX Market

25

Mikro-Kreditnehmer nach Ländern

Land	Einwohner (Mio.)	Menschen in Armut (Mio.)	Kreditnehmer ('000)	Markdurchdringung* Mikrofinance
Bangladesch	142	70,7	24.757	35%
Indien	1.090	311,7	10.886	3%
Indonesien	221	59,9	6.421	11%
Vietnam	83	24,0	6.116	25%
Mexiko	103	18,1	2.615	14%
Peru	28	14,9	2.036	14%
Philippinen	83	30,6	1.919	6%
Kolumbien	46	29,2	1.449	5%
Sri Lanka	20	4,9	1.422	29%
Äthiopien	71	31,5	1.420	5%
Nigeria	132	45,0	1.392	3%
Marokko	30	5,7	1.046	18%
Pakistan	156	50,9	926	2%
Brasilien	186	40,0	915	2%
Nepal	27	8,4	707	8%
Kenia	34	17,8	692	4%
Equador	13	6,1	632	10%

* Kreditvolumen/Arme

Quelle: "How Many MFIs and Clients are There?", The MIX

26

© Copyright 2008. 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 Finanzinstrumente 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