

Microfinance als neue Anlageklasse

Mikrokredite machen es möglich. Arme, aber wirtschaftlich aktive Menschen aus Entwicklungs- und Schwellenländern können sich damit ein Geschäft aufbauen und ihren Lebensunterhalt finanzieren. Auch für Investoren vom internationalen Kapitalmarkt bietet Microfinance einen ökonomischen Nutzen.



Gastbeitrag von Prof. Henry Schäfer
Professor an der Universität Stuttgart
und von Oliver Oehri
Managing Director, Enabling Microfinance AG

Unter dem Terminus „Microfinance“ wird die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen (Kredite, Sparmodelle, Kapitaltransfers und Versicherungen) an Kleinstunternehmen und Haushalte mit einem Niedrigeinkommen subsumiert, die sonst keine Möglichkeit haben, die Dienste lokaler Bank- und Kreditinstitute in Anspruch zu nehmen. Microfinance eröffnet diesen vorwiegend in Entwicklungs- und Schwellenländern anzutreffenden Bevölkerungsschichten den Zugang zum offiziellen Finanzsektor. Die größte politische und ökonomische Aufmerksamkeit wird dem Mikrokredit zuteil. Dieser ist aber nicht identisch mit dem Begriff Microfinance, da er sich ausschließlich auf die Kreditvergabe bezieht. Microfinance umfasst hingegen ein ganzes Spektrum an Finanzdienstleistungen, in dem Mikrokredite bislang die größte Bedeutung haben.

Heutzutage sind rund 2,8 Milliarden Menschen von Armut betroffen, sie leben von weniger als zwei US-Dollar pro Tag. Davon sind 500 Millionen zu den wirtschaftlich Aktiven zu zählen, die als sogenannte „Mikro-Entrepreneurs“ einen Bedarf an Krediten und anderen Finanzdienstleistungen haben, um so ein Einzelhandelsgeschäft zu betreiben, Handwerk auszuüben oder einen landwirtschaftlichen Kleinbetrieb zu führen. Schätzungen zufolge ist ein Großteil dieser Kleinunternehmer auf die Kreditaufnahme bei Geldverleihern des informellen Sektors zu Wucherzinsen von teilweise bis 1.000 Prozent im Jahr angewiesen. Microfinance-Kredite weisen spezifische Merkmale auf, die sie von herkömmlichen Kreditformen, -vergabeprozessen und -sicherheiten sowie Kreditnehmerkreisen abgrenzen.

Auffällig ist, dass Frauen aufgrund ihrer empirisch belegten hohen Zuverlässigkeit in der Tilgungs- und Zinszahlung, geringen Risikobereitschaft sowie engen familiären und sozialen Bindungen sehr

niedrige Ausfallraten aufweisen. Sie zählen zu den priorisierten Mikrokredit-Kundenkreisen. Insgesamt weisen Mikrokreditbeziehungen derzeit wegen spezifischer Agency-Beziehungen besondere Kapitalkostenstrukturen auf: Sicherheiten sind kaum erforderlich beziehungsweise unüblich. Die breite räumliche Verteilung der Kreditnehmer führt zu überdurchschnittlich hohen Verwaltungsanteilen von etwa zwei Dritteln der Sollzinsen sowie geringen Abschreibungsraten von oft unter zwei Prozent, woraus ein niedriger Credit Spread resultiert.

__Gesamtkreditvolumen: 3,9 Milliarden Dollar

Das Screening, Monitoring und die Vergabe von Mikrokrediten erfolgt in Entwicklungs- und Schwellenländern vor Ort durch Microfinance-Institute, bei denen es sich um spezialisierte, lokal verankerte Organisationen handelt. Aus rechtlicher Perspektive betrachtet variiert der Status der jeweiligen Microfinance-Institute sehr stark. So engagieren sich in Microfinance neben staatlich regulierten Banken auch diverse Finanzinstitutionen, Stiftungen, Kooperativen und Nichtregierungsorganisationen (NGO).

Die Microfinance-Institute vergeben Kredite mit Beträgen von durchschnittlich 25 bis 1.500 US-Dollar. Zum heutigen Zeitpunkt existieren mehr als 10.000 Microfinance-Institute mit einem herausgelegten Kreditvolumen von rund 3,9 Milliarden US-Dollar, die überwiegend über Fremdkapital und in Hartwährung refinanziert sind. Die Microfinance-Institute des formellen Sektors auf der einen Seite stehen unter einer Bankenregulierung und -aufsicht. Semiformelle Institutionen auf der anderen Seite unterstehen hingegen keiner eigentli-

chen Bankenregulierung, sie verfügen allerdings über eine nationale Zulassung für Bankgeschäfte und werden vielfach von Regierungsagenturen beaufsichtigt. Die Institutionen des informellen Sektors arbeiten gänzlich außerhalb staatlicher Regulierung und Beaufsichtigung.

In der Regel reicht das für Microfinance-Institute verfügbare nationale Sparvolumen nicht aus, um die hohe Kreditnachfrage in den Entwicklungs- und Schwellenländern zu decken, sind sie auf weitere Finanzierungsquellen angewiesen. Den Microfinance-Instituten stehen dabei grundsätzlich zwei Formen der externen Kapitalbeschaffung zur Verfügung. Zum einen besteht ein Kapitalzugang durch Direktinvestitionen insbesondere in Form von Finanzmitteln aus staatlichen Entwicklungshilfeprogrammen. Zum anderen geschieht dies durch den Zugang zum internationalen Kapitalmarkt, in Form von sogenannten Microfinance-Investments.

Bedarf bei weitem nicht gedeckt

Expertenmeinungen zufolge werden weltweit derzeit nur gerade zwei bis fünf Prozent des Bedarfs an Mikrokrediten befriedigt. Wird davon ausgegangen, dass die angesprochenen 500 Millionen Kleinunternehmen pro Jahr Kredite von durchschnittlich 500 US-Dollar benötigen, so lässt sich der nicht gedeckte Erstkreditbedarf, in dem Folgeinvestitionen von Kleinunternehmen noch nicht einbezogen sind, mit 250 Milliarden US-Dollar abschätzen. Dieses Kreditvolumen kann nicht durch die nationalen Kreditmärkte der Entwicklungsländer eigenständig erbracht werden, weshalb dem Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten für die Erhöhung des Angebots an Mikrokrediten eine entscheidende Bedeutung zukommt. Es liegt deshalb der Gedanke nahe, die internationalen Kapitalmärkte zur Finanzierung dieses Kreditbedarfs in Anspruch zu nehmen. Aus Untersuchun-

gen von Goodman (2004) und Micro-Rate (2006) geht hervor, dass die bestehenden Microfinance-Anlageprodukte anhand der unterschiedlichen Ausprägung des ökonomischen und sozialen Nutzens (finanzielle und soziale Rendite) in verschiedene Anlagekategorien, verkörpert durch sogenannte Investmentvehikel, unterteilt werden können: Das sind zum einen kommerzielle Microfinance-Investmentvehikel (Tier 1). Neben der Bereitschaft, mit der Kapitalanlage ein soziales Engagement zu fördern, besteht hier die Erwartung einer sogenannten Überrendite. Das heißt, die Investmentrendite übertrifft die Geldmarktrendite (Ansatz der „doppelten Rendite“). Zum anderen gibt es die quasi-kommerziell orientierten Microfinance-Investmentvehikel (Tier 2). Hier ist zwar das soziale Engagement stärker als bei den kommerziellen Vehikel gewichtet, jedoch wird immer noch die Erzielung einer geldmarkadäquaten Rendite angestrebt. Drittens sind die Entwicklungs-Microfinance-Investmentvehikel zu nennen (Tier 3). Das soziale, entwicklungspolitische Engagement steht bei diesen Vehikeln im Zentrum des Investmentgedankens. Es wird keine Kapitalvermehrung erwartet oder angestrebt. Die Verzinsung des eingesetzten Kapitals wird unterhalb der Geldmarktrendite liegen. Unter Umständen kann die Rendite sogar negativ sein. Hier wird die Kapitalbereitstellung oft den Charakter von Spenden und weniger von Investitionen aufweisen.

Weltweit nun 100 Investmentvehikel

Die Anlagemöglichkeiten in Microfinance sind für (kommerzielle) Investoren zum heutigen Zeitpunkt noch entwicklungsbedürftig. Derzeit existieren weltweit etwa 100 Microfinance-Investmentvehikel, wobei es sich nur bei einem kleinen Teil um Microfinance-Investmentfonds handelt. Diese Fonds investieren in der Regel direkt in Microfinance-Institute. Die Investitionen können in Form von Eigen- oder Fremdkapital erfolgen. Erste Untersuchungen zur Kapitalstruktur der

Microfinance-Investmentfonds – Verteilungsparameter im Vergleich

	Erwartungs- wert ¹	Standard- abweichung ¹	Min. ¹	Max. ¹	Differenz ¹	Sharpe- Ratio
Dexia	4,72	1,07	-0,72	1,22	1,94	0,9442
MSCI World	4,57	13,6	-11,67	8,01	19,68	0,0637
“JP Morgan GBI”	4,52	6,73	-4,39	5,5	9,89	0,122
HFRI	8,41	5,15	-3,37	6,85	10,22	0,9141
Libor 6 Monate	3,7	-	0,09	0,58	0,49	-

1) alle Angaben in % Quelle: Menichetti/Oehri/Fausch 2006 © portfolio institutionell

Fonds zeigen, dass über 70 Prozent des Investitionsvolumens in Fremdkapital getätigt werden. Die Microfinance-Institute vergeben dann Kredite von durchschnittlich 25 bis 1.500 US-Dollar an Mikro-Unternehmen in Schwellen- und Entwicklungsländern. Derzeit bestehen weltweit etwa 100 Microfinance-Anlageprodukte mit einem Anlagevolumen von institutionellen und privaten Anlegern von etwa drei Milliarden US-Dollar. Die größten zehn Microfinance-Investmentvehikel decken derzeit mit ihrem Anlagevolumen etwa Zweidrittel des gesamten weltweiten Marktes ab.

Microfinance-Fonds erhöhen Sharpe-Ratio

Erste Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass Microfinance-Investmentvehikel, im Besonderen die Fonds, über alle Marktphasen hinweg sowohl eine tiefe Volatilität als auch eine konstante positive Wertentwicklung vorweisen. Die Rendite-Risiko-Eigenschaften sollen im Folgenden anhand des Dexia Mikrokredit-Fonds für den Beobachtungszeitraum Januar 1998 bis Dezember 2006 im Vergleich mit ausgewählten Indizes näher erläutert werden. Aus der Tabelle können hinsichtlich der portfoliotheoretischen Analyse primär zwei Erkenntnisse gewonnen werden.

Zum einen weist der analysierte Microfinance-Investmentfonds gegenüber allen Vergleichsindizes mit einer Standardabweichung von 1,07 Prozent das geringste Risiko beziehungsweise mit einer Sharpe Ratio von 0,9442 die höchste risikoadjustierte Rendite auf. Andererseits kann festgehalten werden, dass die erzielte jährliche Rendite über den Analysezeitraum im Mittel 1,02 Prozent über dem Geldmarktzinssatz, hier dem Sechs-Monats-Libor, lag. Die Hypothese lautet, aufgrund der tiefen Korrelations- und der Rendite-, Risikoeigenschaften ist eine Beimischung von Microfinance in traditionelle

Portfolios von ökonomischem Interesse. Insgesamt lassen sich hierzu mittels erster portfoliotheoretischer Analysen folgende Aussagen für Microfinance-Fonds im Asset Management treffen: Microfinance-Fonds reduzieren das Portfoliorisiko unabhängig von der gewählten Investmentstrategie als auch der anteilig substituierten Anlageklassen. Allerdings zeigen sich unterschiedliche Renditebeiträge in Abhängigkeit der gewählten Anlageklasse. Die risikobereinigte Rendite (Sharpe-Ratio) erhöht sich bei allen betrachteten Portfolios. Lediglich die Substitution im Hedgefondsbereich erweist sich in den Analysen als nachteilig.

In Bezug auf die besonderen Risiken von Microfinance-Investmentvehikeln sind die dem Microfinance-Sektor inhärenten Strukturen zu nennen. Ein besonderes Augenmerk gilt hierbei zum einen dem Rating-Prozess auf der Stufe des Entwicklungslandes als auch auf der Stufe der Microfinance-Institute. Ein weiteres Feld von Unabwägbarkeiten ist das Währungsrisiko, das heißt, Investmentmöglichkeit in Hartwährung oder lokaler Währung und deren Absicherungsmöglichkeiten. Und nicht zuletzt die Frage der Investmentbewertung ist in der Kategorie Fremd- versus Eigenkapitalpositionen differenziert zu betrachten.

Für deutsche Vorschriften uninteressant

Hinsichtlich des institutionellen und rechtlichen Umfelds zur Errichtung von insbesondere auf Fonds basierenden Microfinance-Investmentvehikeln gilt seit Dezember 2007 in Deutschland das reformierte Investmentgesetz. Die Möglichkeiten des deutschen Investmentgesetzes in seiner aktuellen Version zur Befähigung von Microfinance-Fonds sind aus Sicht des Kapitalmarktes als sehr verhalten zu beurteilen. Die für Investoren wichtigen Ansatzpunkte, die

dann auch für die erfolgreiche Gestaltung und Vermarktung eines entsprechenden Finanzprodukts notwendig wären, wie die Ermöglichung von Investitionen in Tier2- und Tier3-Microfinance-Investmentfonds, können nach erster Einschätzung kaum mit dem Gesetz erschlossen werden. Gerade dort liegt aber das eigentliche Anlage- und Förderpotenzial. Es erscheint daher einiges dafür zu sprechen, die im europäischen Ausland etablierten, anlegerfreundlicheren, institutionellen Rahmenbedingungen für eine entsprechende Investmentfondsauflegung zu präferieren (Schweiz, Luxemburg, Liechtenstein).

_Der Idealtypus: der institutionelle Investor

Microfinance eröffnet wirtschaftlich aktiven Menschen mit geringem Einkommen, den sogenannten Mikro-Entrepreneurs, in Entwicklungs- und Schwellenländern den Zugang zu Krediten. Die Förderung von Microfinance ist Entwicklungshilfe und Hilfe zur Selbsthilfe in einem und nicht zuletzt ein mögliches Instrumentarium für die Armutsbekämpfung nicht nur in Schwellen- und Entwicklungsländern. Die nationalen Kapitalmärkte dieser Länder werden auf absehbare Zeit nicht in der Lage sein, den hohen prognostizierten Kapital-

bedarf für Mikrokredite bereitzustellen. Neben Direktinvestitionen im Sinne der Entwicklungshilfe bietet sich die Mobilisierung von Kapital aus den internationalen Kapitalmärkten in Form von Microfinance-Investmentfonds an.

Aus Investorensicht besteht derzeit der ökonomische Nutzen von Microfinance-Investmentfonds in einer geldmarktadäquaten Rendite, tiefer Volatilität sowie einer niedrigen Korrelation zu den klassischen Anlageklassen, wie zum Beispiel Aktien, Anleihen oder Hedgefonds. Um den Nutzen bestmöglich realisieren zu können, sollte der potenzielle Investor über einen langfristigen Anlagehorizont sowie eine ausreichende Portfoliosubstanz verfügen. Aus diesen Überlegungen erscheint der institutionelle Anleger als idealtypisch. Die im Beitrag skizzierten Betrachtungen geben einen ersten Einblick in die portfoliotheoretischen Wirkungszusammenhänge von Microfinance-Investmentfonds. Auf dem Markt nimmt derzeit die Anzahl unterschiedlicher Microfinance-Investmentfonds zu. Dies ermöglicht künftig die Verifizierung der gewonnenen Erkenntnisse sowie die Berücksichtigung weiterer Untersuchungsschwerpunkte. Dazu gehören unter anderem die Bewertung von Eigenkapitalpositionen innerhalb der Microfinance-Investmentfonds und Währungsaspekte in Form von Wechselkursrisiken.



Frischer Wind aus dem Norden ...

... für Ihr Portfolio.

BI SICAV Global Equities und BI SICAV Global Equities SRI

Die BankInvest Gruppe ist einer der größten Vermögensverwalter in Skandinavien. Sie sorgt für frischen Wind in den Bereichen Vermögensverwaltung, Private Equity, Venture Capital und strukturierte Produkte. Socially Responsible Investments sind fester Bestandteil der BankInvest Lösungsfamilie. Jetzt ist die Aktienstrategie Welt als Publikumsfonds BI SICAV Global Equities und mit SRI Filter als BI SICAV Global Equities SRI erhältlich. Eine Strategie, die in 15 von 18 Jahren und in den letzten neun Jahren kontinuierlich ihre Benchmark, den MSCI World, outperforms hat. Für uns der Ansporn, auch in Zukunft zu den Besten zu zählen.