

## Mikrokredite Neue Assetklasse?

**Mikrokredite: Sind Investmentkonzepte, die auf der Vergabe von Krediten an Klein- und Kleinstunternehmen in Entwicklungsländern basieren, eine attraktive Investmentalternative?**

**Grundsätzlich ja, allerdings müssen die Anbieter die Kosten in den Griff bekommen.**

Das Bestechende am Konzept ist, dass hier nicht unentgeltlich Geschenke im Rahmen einer falsch verstandenen Entwicklungshilfe verteilt werden (Spenden), sondern Hilfe zur Selbsthilfe für wirtschaftlich aktive Menschen geleistet wird. Weltweit wird mit einer Milliarde Menschen gerechnet, die sich für solche Programme eignen, nur zirka fünf Prozent dieses Potenzials werden auch ausgeschöpft – hier liegt ein gigantischer Wachstumsmarkt.

### Kleiner Rahmen im Markt

So sind die Mikrokredite verzinslich, werden über spezielle regionale Finanzintermediäre mit genauer Kenntnis der Lage und der Menschen vergeben und erzeugen so einen stabilen Cashflow. Und genau dieser Cashflow ist es, der Investoren anzieht. Die Ausfallraten der zwischen einem halben und drei Jahren laufenden Mikrokredite liegen unter zwei Prozent, das Gros der Kreditnehmer aus Lateinamerika, Osteuropa, Asien und Afrika sind Frauen (mehr als 75 Prozent) und der Gruppendruck sowie Solidarität der Kreditnehmer (Dorfgemeinschaften, Kooperativen) sorgen für geringe Ausfälle. Weltweit existieren mehr als 10.000 Mikrofinanzinstitute, es gilt nun durch die Zwischenschaltung von geeigneten Finanzorganisationen jene auszuwählen, die eine optimierte Vergabe der Mittel zur Existenzgründung gewährleisten. Darauf wird dann die Struktur (Fonds, CDOs, Anleihe) des Investments aufgesetzt.

### Vorteil: geringe Korrelation, breite Streuung

Neben den geringen Ausfallraten und dem Spread ist es vor allem die Korrelationseigenschaft, die Mikrokredite so interessant macht. Die Lebenssituation von Kleinstunternehmern auf verschiedenen Kontinenten ist eben nicht von der allgemeinen Wirt-

schaftsentwicklung und geopolitischen Verwerfungen abhängig, die Atomisierung der Investition tut ein Übriges. Als Beispiel möge die Ecuador-Krise dienen, bei der Anfang des Jahrtausends viele traditionelle Banken Pleite gingen, Microfinance Institutions aber bei niedrigen Default Rates leicht überlebten.

### Nachteil: viele Stufen zwischen Investor und Kreditnehmer

Gegenüber klassischen Krediten sind hier höhere Kosten in Ansatz zu bringen, die den Ertrag des Investments belasten. Fonds mit Total Expense Ratios von drei Prozent und mehr sind durchaus üblich, sodass nach Kosten maximal Erträge von 200 Basispunkten über Geldmarkt zu erwarten sind. Da die Kreditvergabe durch Mikrofinanzinstitutionen meist in Lokalwährung mit extremer Volatilität erfolgt, hohe Kosten bei der Zuerkennung der Kredite durch lokale Partner nicht zuletzt infolge der Personalkosten anfallen, bleiben die Gewinne trotz niedriger Ausfallraten deutlich hinter den Erwartungen zurück. Für Euro-Investoren ist noch zusätzlich das US-Dollar-Währungsrisiko zu hedgen, was aufgrund der derzeitigen Zinsdifferenz zu beträchtlichen Zusatzkosten führt. Allerdings ist 2007 mit einer Einengung des Zinsspreads zwischen US-Dollar und Euro auf zirka 100 Basispunkte zu rechnen, was den Hedge verbilligt.

### Der Erste-Bond

Die erste Anleihe in Mitteleuropa, die sich dem Thema widmet und damit auch Retail-Investoren ab 3000 Euro Minimuminvestment anzieht, hängt mit ihrer Tilgung von der Wertentwicklung des Underlyings in Form des Vision Microfinance Sub-Fund (ISIN: LU0236782842) unter dem Umbrella-Fund Dual Return Fund SICAV ab. Die Erste Bank Mikrofinanz An-

leihe 2007–2011 (AT000B000757) weist keine laufende Verzinsung auf, angestrebt wird eine Retailrendite von vier Prozent in Euro für vier Jahre Laufzeit, keine wirklich attraktive Kondition für Institutionelle. Hier steht die ethische Rendite ganz eindeutig im Verhältnis zur finanziellen im Vordergrund. Immerhin zahlen die Kreditnehmer in den Entwicklungsländern Zinssätze von 15 Prozent und mehr p.a. für ihre Mikro-Ausleihungen, was allerdings gegenüber den ortsüblichen astronomischen Sätzen für Kreditnehmer ohne Sicherheiten eine deutliche Verbilligung darstellt.

### Erste Indizes im Entstehen

Symbiotics S.A. mit Sitz in Genf hat bereits einen eigenen Index für EUR-hedged Microfinance-Fonds kreiert, der zurzeit vier Fonds umfasst: den bereits oben genannten Dual Return Fund Vision Microfinance EUR, weiters den ResponsAbility Global Microfinance Fund HC, Dexia Micro-Credit Fund SICAV Blue Orchard Debt EUR sowie den St Honore Microfinance A EUR Fonds. Dabei wird ein Gleichgewichtsansatz verfolgt, die Monatsrendite entspricht damit dem Durchschnittswert der vier Vehikel. Bei näherer Betrachtung erkennt man aber, dass hier z.B. der St Honore Fonds als Dachfonds wieder mit rund einem Fünftel am Dexia Microcredit-Fonds beteiligt ist, also durchgerechnet die Fondsgewichte durchaus unterschiedlich sind).

Daraus errechnet sich ein annualisierter Ertrag von lediglich 3,26 Prozent, der in keinsten Weise geeignet ist, den Renditezielen von Versicherungen und Pensionskassen zu entsprechen. Angenehm nimmt sich hingegen die niedrige Volatilität von unter 0,5 Prozent p.a. aus.

### Alternativen mit Ertrag – CLOs

Institutionelle suchen daher nach Alternativen, die von der Ertragsseite her dem Profil der illiquiden Kredit-Assets eher gerecht werden. Hier liegt der Vergleich mit Alternative Investments nahe, gibt es doch bei vielen Produkten eine eingeschränkte

Liquidität (monatlicher Einstieg, quartalsweiser Ausstieg), die an Hedgefonds erinnert. Ein Ertrag von EURIBOR plus 300 Basispunkten wäre damit ein konservativ formuliertes Ertragsziel, damit dieses Investment mit klassischen Strategien mithalten kann.

Mit Hochdruck wird daher an Special Purpose Vehicles (SPVs) und darauf aufsetzenden Collateralized Loan Obligations (CLOs) gearbeitet. Wer also gewillt ist, mehr Risiko zu nehmen und Junior- bzw. Equity-Tranchen zu zeichnen, hat damit auch interessante Ertragschancen. Allerdings beginnen erste Ausfälle sich in diesen Waterfall-Strukturen unmittelbar performancewirksam niederzuschlagen.

Neben Symbiotics ist auch Blue Orchard in Genf in der Securitisation tätig und hat 2006 gemeinsam mit Morgan Stanley und FMO (Netherlands Development Finance Company) eine 99-Millionen-US-Dollar-CLO-Struktur („BOLD“) aufgelegt. Allerdings hat die holländische Entwicklungsbank die ganze „First Risk“-Position der Struktur als Underwriter übernommen.

### Ziel: EURIBOR plus 300 Basispunkte p.a.

InvestinVisions will noch im Sommer gemeinsam mit Symbiotics einen Fonds nach Luxemburger Recht auflegen, der die Drei-Prozent-Marke bei der Total Expense Ratio deutlich durchbrechen möchte. Zielmarke sind dabei zirka 1,8 Prozent, was es institutionellen Investoren gestattet, EURIBOR plus 300 Basispunkt p.a. im Schnitt mittelfristig lukrieren zu können. Viel billiger wird es wohl nicht mehr werden, da sich nicht jedes Institut als Depotbank eignet (Platzhirsche sind hier Dexia, UBS und Banque de Luxembourg) und das Settlement seinen Preis hat. Symbiotics wird als Fonds-Advisor für die Auswahl der Mikrofinanzinstitute wohl rund 0,8 Prozent p.a. erhalten, dazu kommen noch Kosten für die KAG, Auditor und Marketing (wobei letztere im Falle eines White Label Clone Fund eventuell entfallen könnten). Zielvolumen des neuen Fonds sind nach Angaben von Edda Schröder, Geschäftsführerin von InvestinVisions, die rund ein Dutzend langfristige Investoren

für ihr Projekt sucht, zirka 100 Millionen Euro. Fazit: Der große Durchbruch steht wohl bald bevor, wenn es gelingt, kompetitive Returns für Investoren zu erzielen, die sich mit konservativen Dach-Hedgefonds vergleichen können, ohne dass Institutionelle gleich in Equity-Tranchen von CLOs investieren müssen.

### **Muhammad Yunus hat mit seiner Grameen Bank Pionierarbeit geleistet**

Unter dem Begriff Mikrokredite versteht man Kredite in der Höhe von wenigen hundert Dollar an Klein- und Kleinstgewerbetreibende in Entwicklungsländern. Die Kredite werden in der Regel von spezialisierten Finanzdienstleistungsunternehmen wie lokalen Mikrofinanzinstituten sowie nichtstaatlichen Organisationen zur Entwicklungsförderung und Maßnahme gegen die Armut vergeben.

Dabei konkurrieren auf Profit ausgerichtete Organisationen mit Hilfsprogrammen.

Schon 1976 wurde in Bangladesch ein entsprechendes Programm von Muhammad Yunus, Professor für Ökonomie, ins Leben gerufen, aus dem in weiterer Folge 1983 dessen Institut, die Grameen Bank, hervorging. Etwas, was im westlichen Bankensystem als absolutes „No-Go“ gilt, ist hier Realität: Die Kreditnehmer der Grameen Bank sind auch die Mehrheitseigentümer des Instituts und besitzen über 90 Prozent der Anteile, der Rest befindet sich im Besitz des Staates. Grundsätzlich vergibt Grameen drei Arten von Krediten: Unternehmensdarlehen (zu einem Zinssatz von 20 %), Baudarlehen (zu 8 % Zinsen) und Bildungskredite für das Studium der Kinder zu einem Zinssatz von 5 Prozent. Mittlerweile sind über diese Organisation mehrere Milliarden Dollar an Millionen von Kleinstunternehmern vergeben worden. Spätestens seit dem Vorjahr, als Yunus den Friedensnobelpreis für seine Bemühungen um die Förderung der wirtschaftlich Unterprivilegierten erhielt, ist die Geschäftsidee in aller Munde.

### **Erste Microfinance-Indizes sind im Entstehen**

Symbiotics S.A. mit Sitz in Genf hat bereits einen eigenen Index für EUR-hedged Microfinance-Fonds kreiert, der zurzeit vier Fonds umfasst: den bereits oben genannten Dual Return Fund Vision Microfinance EUR, weiters den ResponsAbility Global Microfinance Fund HC, Dexia Micro-Credit Fund SICAV Blue Orchard Debt EUR sowie den St Honore Microfinance A EUR Fonds. Dabei wird ein Gleichgewichtsansatz verfolgt, die Monatsrendite entspricht damit dem Durchschnittswert der vier Vehikel. Bei näherer Betrachtung erkennt man aber, dass hier z.B. der St Honore Fonds als Dachfonds wieder mit zirka einem Fünftel am Dexia Microcredit-Fonds beteiligt ist, also durchgerechnet die Fondsgewichte durchaus unterschiedlich sind. Daraus errechnet sich ein annualisierter Ertrag von lediglich 3,26 Prozent, der in keinster Weise geeignet ist, den Renditezielen von Versicherungen und Pensionskassen zu entsprechen. Angenehm nimmt sich hingegen die niedrige Volatilität von unter 0,50 Prozent p.a. aus.

### **Dexia Micro Credit Fund: der Methusalem unter den Mikrofinanzfonds**

Schon seit September 1998 bietet Dexia einen Mikrofinanzfonds an, im März dieses Jahres lag der Net asset value bei 171 Millionen US-Dollar, das Kreditportfolio ist dabei 117 Millionen Dollar groß, der durchschnittliche Kredit pro MFI rund 1,6 Million US-Dollar

Der Dexia Micro Credit Fund (DMCF), als SICAV von Dexia Banque Internationale à Luxembourg gegründet, war ab September 1998 der erste kommerziell ausgerichtete Investmentfonds zur Refinanzierung von Mikrofinanzinstitutionen in Emerging Markets. Das Fondsvermögen ist in 24 Entwicklungsländern in Lateinamerika, Asien und Osteuropa via 68 Mikrofinanzinstitute investiert. Dexia bedient sich dabei der Expertise von Blue Orchard Finance S.A., ([www.blueorchard.org](http://www.blueorchard.org)) die die einzelnen Mikrofinanzinstitute (MFIs) nach eingehender Due Diligence, basie-

rend auf Kontakten zu internationalen und nationalen Hilfsorganisationen und NGOs, auswählt und Dexias Kreditkomitee als Investment Targets vorschlägt. Die mit Mitteln bedachten Mikrofinanzinstitute berichten dann im Monatsrhythmus während der Laufzeit der Darlehen, Besuche zu Kontrollzwecken runden das Monitoring ab. Seit 1998 sind insgesamt schon mehr als 373 Darlehen an solche Institute hinausgereicht worden, das Fondsvolumen beträgt rund 140 Millionen US-Dollar, Hauptkreditnehmer befinden sich in Mexiko (20 Mio. USD), Bolivien (10 Mio. USD) und Bosnien-Herzegowina (10 Mio. USD). Die zur Auswahl stehenden drei Share-Klassen (USD LU0091117944 / CHF LU0136928586 / EUR LU0164081316, die Euro- sowie die Schweizer-Franken-Tranche sind jeweils gehedgt, runden das Bild ab. Als Ertragsziel p.a. werden 100 bis 200 Basispunkte über LIBOR angegeben, die Managementgebühr beträgt satte 2,5 Prozent pro Jahr. Bewertungen erfolgen monatlich, in ebendieser Frequenz ist auch ein Ein- bzw. Ausstieg in die Fonds möglich.