

# Subprime-Krise, strukturierte Finanzierung und die Förderung der Mikrokreditvergabe

von Eva Terberger

**Zusammenfassung:** Während Subprime-Kredite in der öffentlichen Wahrnehmung Auswüchse des Finanzmarkts symbolisieren, stehen Mikrokredite für das Soziale in der Finanzwelt. Dabei wird übersehen, dass nicht nur Mikrokredite in Entwicklungsländern, sondern auch Hypothekarkredite in den USA gefördert wurden, um breiteren Bevölkerungsschichten den Zugang zu Kredit zu eröffnen. Für beide Kredittypen ist die strukturierte Finanzierung ein Instrument, um den Kapitalmarkt verstärkt zur Refinanzierung zu nutzen und so den Zugang zu Kredit auszuweiten. Zentrale Unterschiede bestehen jedoch darin, wie die Attraktivität der Anlage in verbrieften Hypothekarkrediten einerseits und in Mikrokrediten andererseits gefördert wird. In den USA boten implizite staatliche Garantien eine quasi unlimitierte Förderquelle, die zur Erhöhung systemischer Risiken beitrug. In der Mikrofinanzierung dagegen werden mit Fördermitteln nachrangig zu bedienende Tranchen von verbrieften Mikrofinanzinvestitionen erworben, um privates Kapital für die Anlage in den sichereren Tranchen zu gewinnen. So lassen sich die Vorteile der Refinanzierung über den Kapitalmarkt für die Mikrofinanzierung erschließen, ohne die Gefahr einer unkontrollierten Ausweitung von Risiken einzugehen.

**Summary:** In the public opinion, micro credits and securitized sub prime loans represent quite contrasting types of financial products. While the former stand for socially responsible finance the latter are regarded as toxic waste. This ignores that structured mortgage securities, like micro credit, had their origin in the public mission to create access to finance for the financially excluded. Before and after the sub prime crisis, structured securitization is a viable way to attract private capital and, thereby, deepen financial outreach to lower income customers. Not structured finance in itself, but the way it is publicly supported seems to be the key to enhancing financial access without boosting the burden of systemic risk. In the U.S. implicit government guarantees were the quasi unlimited source to attract more private capital to the mortgage market while increasing the burden of public risk. Quite differently, microfinance is supported by investing scarce donor funds into the junior tranches of microfinance investment vehicles. This attracts the investment of private capital into the senior tranches while the risk carried by donors and the support for microfinance is transparent and clearly limited.

## 1 Mikrofinanzierung und strukturierte Finanzierung – Gegenpole in der Finanzwelt?

Mehr als 20 Jahre sind vergangen, seit 1983 die ersten strukturierten Finanzierungen in Form verbriefter Hypothekarkredite, sogenannter Mortgage-Backed-Securities (MBS), in den USA auf den Markt kamen (Cowan 2003: 2). Die Verbriefung von Forderungen unter Bildung von Wertpapiertranchen mit unterschiedlichem Risiko lässt sich zu Recht als ei-

JEL Classifications: G01, G21, G38, O16

Keywords: Sub prime crisis, microfinance, mortgage-backed-securities

ne der bedeutendsten Finanzinnovationen der vergangenen Jahrzehnte bezeichnen. Nicht nur Zahlungsansprüche aus Immobilienfinanzierungen, sondern auch aus Autoverkäufen, Konsumentenkrediten, Leasingverträgen oder gar Krankenhausrechnungen lassen sich auf diese Weise an Anleger am Kapitalmarkt veräußern. Verbriefung und Risikostrukturierung initiierten ein weltweites Geschäft mit Billionenvolumen und blieben dennoch Themen der Finanzwelt, die von einer breiteren Öffentlichkeit kaum wahrgenommen wurden.

Dies änderte sich schlagartig mit dem Ausbruch der Subprime-Krise, die sich zur größten Finanz- und Wirtschaftskrise seit der Großen Depression auszuwachsen droht. Verbriefungen und strukturierte Finanzierungen liefern seitdem die Schlagzeilen auf den Titelseiten der Tageszeitungen; die Bevölkerung ist über das gefährliche Eigenleben, das die Finanzwelt mittels dieser Finanzinnovationen entfaltetete, entsetzt. Ausdrücke wie „toxic waste“, „irresponsible finance“ und „Gier“ sprechen eine deutliche Sprache. Die Investoren, deren Hunger nach MBS oder CDOs (Collateralized-Debt-Obligations) und anderen ABS (Asset-Backed-Securities) in den Jahren vor der Krise kaum zu stillen war, haben sich abgewandt. Der Markt für Neuemissionen ist so gut wie zum Erliegen gekommen; eine Erholung ist bisher trotz staatlicher Rettungspakete nicht abzusehen.

Über einen vergleichbaren Zeitraum wie im Fall der strukturierten Finanzierung blieb das Thema Mikrofinanzierung ebenfalls vor allem der Fachwelt vorbehalten: Bereits seit den 80er Jahren galt die Vergabe von Kleinkrediten an Kleinstunternehmer in Entwicklungsländern in Fachkreisen als einer der Hoffnungsträger in der Armutsbekämpfung, wie Jonathan Morduch (1999) im Titel seines Beitrags „The Microfinance Promise“ treffend zum Ausdruck bringt. Der Finanzmarkt versprach zur Triebkraft im Kampf gegen die Armut zu werden, denn die Öffnung des Zugangs zu Finanzdienstleistungen, vor allem zu Kredit, bietet ärmeren Bevölkerungsschichten Hilfe zur Selbsthilfe. Die breite Öffentlichkeit erreichte das Thema Mikrofinanzierung jedoch erst im Jahr 2006, als der Friedensnobelpreis an Mohammad Yunus und die von ihm 1976 gegründete Grameen Bank in Bangladesch

„for their efforts to create social and economic development from below“ (Nobelpreis-Komitee 2006)

verliehen wurde. Für kurze Zeit war die Mikrofinanzierung auf den Titelseiten der Presse vertreten; das Gute, Soziale in der Finanzwelt hatte einen Namen.

Was haben Mikrofinanzierung und risikotranchierte Verbriefung gemein, außer dass sie sich in einem ähnlichen Zeitraum, zunächst unbemerkt von der Öffentlichkeit, entwickelten, um dann mit spektakulären Schlagzeilen von sich reden zu machen? Weitere Gemeinsamkeiten scheint es auf den ersten Blick nicht zu geben, eher die Gegensätze stechen hervor. Mikrofinanzierung verkörpert gute, verantwortliche, Armut bekämpfende Finanzierung<sup>1</sup>, während Verbriefung und strukturierte Finanzierung eher auf der anderen Seite des „moralischen“ Spektrums eingeordnet werden, als Repräsentanten für unverantwortliche, „vergiftende“ Finanzierung, die Armut über breite Bevölkerungsschichten zu bringen droht.

<sup>1</sup> Hier wird auf die Wahrnehmung in der Öffentlichkeit abgestellt. Es sei jedoch darauf verwiesen, dass in Fachkreisen auch Kritik an einzelnen Mikrofinanzprojekten, unter anderem wegen hoher Zinssätze, geäußert wird. Vergleiche hierzu auch die Ausführungen in Abschnitt 3.2.

Diese Wahrnehmung, die zweifelsohne durch die Ereignisse der letzten Monate geschürt wurde, ist dennoch falsch. Wie im Folgenden gezeigt wird, waren die Entstehung der Mikrofinanzierung auf der einen und der Verbriefung von Hypothekarkrediten auf der anderen Seite ganz ähnlich motiviert: Beide soll(t)en den Zugang zu Finanzdienstleistungen für breitere Bevölkerungsschichten eröffnen. Die explosionsartige und weitgehend unregulierte Entwicklung des Marktes für strukturierte Verbriefungen, dessen Risikopotential kein Einzelner mehr überschaute, wurde zum Mitauslöser für eine systemische Krise. Doch nicht Verbriefung und Risikostrukturierung sind das Problem, sondern es ist die Art, wie sie gehandhabt und gefördert wurden. Der weitgehende Zusammenbruch des Marktes kappt die Möglichkeiten, den Finanzmarkt als Triebkraft für wirtschaftliche und soziale Entwicklung, nicht zuletzt auch für die „Entwicklung von unten“ durch Mikrokredite zu nutzen. Denn auch nach der Subprime-Krise bleiben strukturierte Finanzierung und Verbriefung Hoffnungsträger, um Mikrofinanzinstitutionen wie die Grameen Bank mit den für ihr Wachstum benötigten Refinanzierungsvolumina zu versorgen und die Vorteile der Refinanzierung über den Kapitalmarkt (erhöhte Risikodiversifikation und niedrigere Refinanzierungskosten) für die Mikrofinanzierung zu erschließen.

Im folgenden zweiten Teil wird dargelegt, wie eng die Entstehung von Verbriefung und strukturierter Finanzierung in den USA mit der staatlichen Förderung des Zugangs zu Immobilienfinanzierung für breite Bevölkerungsschichten verknüpft ist. Im Anschluss wird die Entwicklung der Mikrofinanzierung nachgezeichnet und die Bedeutung herausgearbeitet, die Verbriefung und strukturierter Finanzierung zukommt, um knappe Fördermittel zu hebeln und kommerzielles Kapital in die Refinanzierung von Mikrofinanzinstitutionen einzubinden. Im vierten und letzten Teil wird argumentiert, dass trotz der Ähnlichkeiten in den Förderzielen und trotz der ähnlichen Rolle, die Verbriefung und strukturierter Finanzierung für deren Erreichen zugeschrieben wird, zentrale Unterschiede bei der Förderung des Zugangs zu Immobilienfinanzierung auf der einen Seite und zu Mikrokrediten auf der anderen Seite bestehen. In den USA wurde mittels impliziter staatlicher Garantien für die wichtigsten Akteure des Hypothekenkredit-Sekundärmarkts eine Ausweitung der Refinanzierungsvolumina erreicht. Implizite Garantien können immer wieder bei jeder neuen Emission zur Erhöhung der Bonität des Emittenten eingesetzt werden, ohne Mittel zu binden. So lassen sich immer neue Verbriefungen platzieren, ohne dass eine Disziplinierung über den Markt einsetzt, was zur Erhöhung systemischer Risiken beitrug. In der Mikrofinanzierung dagegen werden mit Fördermitteln nachrangige Tranchen von Mikrofinanz-Investmentvehikeln erworben. Durch die nachrangige Bedienung dieser Tranchen werden Verlustrisiken durch effektiv eingezahlte Fördermittel absorbiert und die Anlage in den vorrangig bedienten Senior-Tranchen für private Investoren attraktiver gemacht. Im Unterschied zu impliziten Garantien sind bei diesem Ansatz die Fördermittel klar begrenzt und stehen als echter Risikopuffer zur Verfügung.

## 2 **Immobilienfinanzierung in den USA: Verbriefung und strukturierte Finanzierung als staatlich geförderte Finanzinnovationen**

Die Geschichte der Verbriefung reicht zurück in die Zeit der Weltwirtschaftskrise, die nicht ohne Grund mit der heutigen Krise verglichen wird. Der Immobilienmarkt und damit auch der Markt für Immobilienfinanzierungen waren in den USA Anfang der 30er Jahre nahezu zum Erliegen gekommen. Viele Hauseigentümer konnten ihre Hypothekar-

kredite nicht mehr bedienen oder suchten vergeblich nach Anschlussfinanzierungen für ihre auslaufenden, in der Regel nur auf Fristen zwischen drei und zehn Jahren ausgelegten Kredite. Die Zahl der Neubauten ging drastisch zurück (Carliner 1998: 304–305, Quigley 2006: 282).

Um den Markt zu beleben und die Hauseigentümer zu unterstützen, legte die Regierung 1934 ein umfassendes Ausfallversicherungsprogramm für Hypothekarkredite auf. Nach dem Ende des zweiten Weltkrieges kam ein Hauskredit-Garantieprogramm für Kriegsveteranen hinzu, das den sozialpolitischen Aspekt unterstreicht, der bei beiden Programmen eine Rolle spielte (Quigley 2006: 282–283). Da Banken in den 30er Jahren trotz der Versicherung aufgrund von mangelnder Liquidität zurückhaltend in der Bereitstellung von Finanzierung blieben,<sup>2</sup> unternahm die Regierung im Jahr 1938 mit der Gründung der Federal National Mortgage Association (FNMA) den entscheidenden zweiten Schritt, um den Zugang zu Hypothekarkrediten zu fördern: Die FNMA sollte einen Sekundärmarkt für Hypothekarkredite kreieren, indem sie die versicherten Kredite aufkaufte, refinanziert durch Ausgabe von Vorzugsaktien, die vom Treasury Department gehalten wurden, sowie durch Anleihen, die durch die staatliche Garantie von erstklassiger Bonität waren (Carliner 1998: 305, Quigley 2006: 294–295).

Da sich der Immobilien- und Immobilienfinanzierungsmarkt in den 50er und 60er Jahren belebte, wurde im Jahr 1968 zur Entlastung des angespannten Staatshaushalts die FNMA, im Volksmund bereits als Fannie Mae bezeichnet, unter diesem Namen als sogenanntes Government Sponsored Enterprise (GSE) privatisiert. Die Aktien wurden im Zuge eines Börsengangs verkauft, die Aufgabe der Förderung des Wohneigentums blieb jedoch in der Satzung verankert und einige Privilegien, wie etwa die Befreiung von der Einkommensteuer und spezieller Zugang zu einer staatlichen Refinanzierungslinie, wurden aufrecht erhalten. Von nun an war Fannie Mae nicht mehr auf den Kauf staatlich versicherter Hypotheken beschränkt, sondern konzentrierte sich auf den Kauf konventioneller Hypothekarkredite. Das Geschäft refinanzierte sie weiterhin durch die Ausgabe von Anleihen. Obwohl der Staat nach der Privatisierung nicht mehr explizit für die Verbindlichkeiten von Fannie Mae haftete, behielten Fannie Maes Anleihen ihr erstklassiges Rating, denn aufgrund ihres Status als GSE wurde am Markt eine implizite Garantie des Staates vermutet (Poole 2003, Passmore 2005). Der Kauf von staatlich versicherten Hypotheken wurde durch ein neu geschaffenes staatliches Unternehmen, die Government National Mortgage Association, auch als Ginnie Mae bezeichnet, übernommen.<sup>3</sup> 1970 kam das zweite große GSE, Freddie Mac, – börsennotiert seit 1989 – hinzu, das ebenfalls auf den Kauf von Hypothekarkrediten spezialisiert war<sup>4</sup> und aufgrund der impliziten staatlichen Garantie erste Bonität genoss (Quigley 2006: 294–295).

1970 wurden auch die ersten echten MBS auf den Markt gebracht, und zwar durch die staatliche Ginnie Mae: Sie emittierte sogenannte „Mortgage Pass Through Securities“, die durch die Zins- und Tilgungszahlungen eines genau abgegrenzten Kreditportfolios bedient wurden. Das Ausfallrisiko wurde zwar weiterhin durch Ginnie Mae versichert, das

<sup>2</sup> Und trotz des 1932 geschaffenen Federal Home Loan Bank Systems, das in Folge der Krise der Savings- und Loan Associations in den 80er Jahren aufgelöst wurde.

<sup>3</sup> Die staatliche Ginnie Mae und die privatisierte Fannie Mae gingen beide aus der alten FNMA durch Aufspaltung in zwei Unternehmen hervor.

<sup>4</sup> Ursprünglich wurde Freddie Mac gegründet, um Hypothekarkredite aus dem Federal Home Loan Bank System aufzukaufen. Mit der Krise der Savings- und Loan Associations in den 80er Jahren und der Auflösung dieses separaten Systems wurde diese Aufgabe jedoch hinfällig.

Zinsänderungsrisiko und Risiko der vorfälligen Rückzahlung jedoch konnten so direkt an die Investoren durchgeleitet werden. Fannie Mae folgte dem Beispiel kurz danach und trat 1983 als Erfinder der ersten strukturierten MBS hervor. Das Wiederanlagerisiko bei vorfälliger Kreditrückzahlung, das insbesondere in Zeiten fallender Zinsen auftritt und bei den „Pass-Through-Securities“ durch die MBS-Investoren zu tragen war, sollte vermindert und überschaubar gemacht werden. Dazu wurden verschiedene zu verbrieftende Mortgage Portfolios gepoolt, die daraus fließenden Zahlungen auf Wertpapiere unterschiedlicher Tranchen aufgeteilt, die sich durch den Zins und die Frist bis zur Fälligkeit der Rückzahlung unterschieden (Cowan 2003: 2–3). Von diesen ersten sogenannten Collateralized Mortgage Obligations (CMOs) aus war es nur ein kleiner Schritt bis zur Strukturierung der verschiedenen Wertpapiertranchen auch nach anderen Charakteristika, etwa dem Rang im Tragen von Kreditausfallrisiken, wie es für den Risiko-Wasserfall vom First-Loss-Piece bis zu den Senior Bonds heute bei vielen strukturierten ABS und MBS üblich ist. Eine weitere Erleichterung erfuhr die Ausgabe von MBS oder CMOs durch den Tax Reform Act 1986, der das Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMIC) als rechtliche Form für die Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle – SPV) kreierte, in dem Mortgages gepoolt und in Form von „Pass-Through“ oder tranchierten Wertpapieren an die Investoren des Kapitalmarkts verkauft werden können.<sup>5</sup> Fannie Mae und Freddie Mac entwickelten sich zu den größten Emittenten; das Ausfallrisiko von Zins- und Tilgungszahlungen, nicht jedoch das Risiko der vorzeitigen Rückzahlung, wurde von den GSE getragen. Das ausstehende MBS- oder CDO-Volumen belief sich bei den zwei GSE und Ginnie Mae Anfang 2007 auf insgesamt etwa 5,3 Billionen US-Dollar (SIFMA 2008a). Ginnie Mae und vor allem Fannie Mae und Freddie Mac sind die Initiatoren von etwa zwei Dritteln der circa zwei Billionen in den USA im Jahr 2006 neu emittierten Mortgage Related Securities (SIFMA 2008b).

Mit ihren Eingriffen in den Markt als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre lieferte die amerikanische Regierung entscheidende Impulse, um den Primär- und vor allem Sekundärmarkt für Hypothekarkredite zu entwickeln und den Kapitalmarkt für die Refinanzierung der Kredite an breite Bevölkerungsschichten zu nutzen. Die Innovationen von „securitization“ und „structured finance“ gingen von den staatseigenen oder staatlich geförderten Unternehmen aus, deren sozialpolitische Mission trotz Privatisierung in ihrer Satzung verankert blieb und durch entsprechende Regelungen abgesichert wurde. Sowohl Fannie Mae als auch Freddie Mac durften nur solche Hypothekarkredite aufkaufen und garantieren, deren Höhe die festgelegte Maximalgrenze, die sich am durchschnittlichen Hauspreis orientierte, nicht überschritt. So sollte sichergestellt werden, dass die geförderte Finanzdienstleistung der GSE solchen Einkommensschichten zugute kam, die sich teure Häuser nicht leisten konnten. Ein bestimmter Prozentsatz der Hypotheken musste von solchen Familien stammen, die weniger als das regionale Durchschnittseinkommen zur Verfügung hatten – Regelungen, die Mitte der 90er Jahre aufgrund des reichhaltigen Angebots privater Hypothekenfinanzierungen verschärft wurden (Quigley 2006: 300). Die GSE sollten die „financial frontier“ in der Hausfinanzierung zugunsten von Bevölkerungsschichten mit niedrigerem Einkommen verschieben. Sie sollten dem privaten Markt demonstrieren, dass sich auch solche Kunden als Immobilienkreditnehmer in den formalen Finanzmarkt integrieren lassen.

<sup>5</sup> Der Verkauf der Wertpapiere an die Investoren wurde in der Regel durch Investmentbanken vermittelt, die sich als „Underwriter“ zur Übernahme der Papiere bei Nichtplatzierung verpflichteten und somit das Platzierungsrisiko übernahmen.

Der gewünschte Demonstrationseffekt blieb nicht aus. Das 1969 gegründete private Immobilienfinanzierungsunternehmen „Countrywide Financial Corp“ ist ein eindrucksvolles Beispiel. Es entwickelte sich zum größten privaten Hypothekenfinanzierer in den USA, spezialisiert auf die Finanzierung von Wohneigentum für Familien mit niedrigem Einkommen. Noch 2006 wurde der Mitbegründer und CEO von „Countrywide Financial“, Angelo Mozilo, vom Magazin der New York Stock Exchange als „American Dream-Builder“ ausgezeichnet, da er Familien mit niedrigem Einkommen mittels seiner Geschäftsidee half, den amerikanischen Traum vom Eigenheim zu verwirklichen (Krugman 2007). Die Technik, der er sich bediente, war die Verbriefung und Risikotranchierung.

Die jüngsten Ereignisse zeigen, dass der Bogen überspannt und die mit Risikotranchierung und Verbriefung verbundenen systemischen Risiken zu wenig beachtet wurden. Angelo Mozilo verlor mit der Subprime-Krise seine Reputation als Vorbild-Unternehmer. Sein Image kehrte sich ins Negative: Er wurde für den Ausbruch der Krise mitverantwortlich gemacht (Krugman 2007). „Countrywide Financial“ geriet durch die Krise in finanzielle Schwierigkeiten und wurde im Januar 2008 durch den Verkauf an die private, auf breite Bevölkerungsschichten und Kleinunternehmen spezialisierte Kreditbank „Bank of America“ gerettet. Fannie Mae und Freddie Mac, die zusammen etwa 50 Prozent aller amerikanischen Hypotheken garantierten, standen kurz vor der Insolvenz und konnten nur durch den Eingriff des Staates, der die Verwaltung der Unternehmen im September 2008 übernahm, gerettet werden. Wie der Erfolg der ursprünglichen Mission im Lichte der Krise zu bewerten ist und welche Fehler zu dieser Entwicklung führten, soll hier noch nicht Thema sein. Zunächst soll festgehalten werden: Die Mission der Unternehmen war und ist auch eine soziale, die derjenigen von Mikrofinanzinstitutionen nicht unähnlich ist.

### 3 Mikrofinanzierung

#### 3.1 Entwicklung des Mikrofinanzansatzes

Mikrofinanzierung dient als Oberbegriff für alle Finanzdienstleistungen, die, nicht zuletzt aufgrund ihrer kleinen Volumina, für ärmere Bevölkerungsschichten vor allem in Entwicklungsländern bereitgestellt werden (sollen), die vom Zugang zum formellen Finanzsystem weitgehend ausgeschlossen sind. Im Zentrum steht die Kreditvergabe insbesondere zur Finanzierung unternehmerischer Aktivitäten. Aber auch Sparprodukte und Zahlungsverkehrsleistungen sowie Versicherungsprodukte fallen unter den Begriff der Mikrofinanzierung.<sup>6</sup>

Die Förderung der Mikrofinanzierung als entwicklungspolitisches Instrument reicht in die 70er und 80er Jahre zurück.<sup>7</sup> Nach anfänglich enttäuschenden Erfahrungen wurde der Mikrofinanzansatz Ende der 80er Jahre reformiert und zunehmend marktorientiert gestaltet.

<sup>6</sup> Inwieweit Konsumentenkredite unter den Begriff der Mikrofinanzierung fallen sollten, wird kontrovers diskutiert, zumal diese häufig schwer von Investitionskrediten abzugrenzen sind und die Möglichkeit der Konsumglättung durch Kredit auch eine Form der Absicherung gegen Einkommensschocks bietet (Mugwang'a und Cracknell, o.J.). Einzelne Mikrofinanzinstitutionen, wie etwa die ProCredit-Bank Albanien, wenden sich explizit gegen die Förderung von Konsumentenkrediten (Vergleiche ProCredit-Bank Albania 2008: 4).

<sup>7</sup> Die Ursprünge der Mikrofinanzierung können auch weit früher gesucht werden, etwa in der Gründung von Sparkassen oder Spar- und Kreditgenossenschaften in Deutschland im 19. Jahrhundert. Diese Finanzinstitutionen hatten – wie die heutigen Mikrofinanzinstitutionen – die nicht erwerbswirtschaftliche Zielsetzung, ärmeren, vom formellen Finanzsystem ausgeschlossenen Bevölkerungsschichten dauerhaften Zugang zur sicheren Anlage von Ersparnissen und Aufnahme von Kredit zu eröffnen.

Nicht billige Kredite für die Armen, die zu Fehlanreizen führen, wurden gefördert, sondern der Aufbau von Mikrofinanzinstitutionen, die den Kundenkreis der vom Finanzmarkt ausgeschlossenen Bevölkerung dauerhaft bedienen können, weil sie – nach anfänglicher Unterstützung – aus eigener Kraft am Markt überlebensfähig sind. Eröffnung des Zugangs zu Finanzierung für die vom Finanzmarkt ausgeschlossene Bevölkerung *und* finanzielle Nachhaltigkeit durch Kostendeckung lautete von nun an die duale Mission der Mikrofinanzinstitutionen (Krahen und Schmidt 1994).

Mit diesem neuen Förderansatz des „institution building“ wurden Erfolge erzielt, die vormals kaum für möglich erachtet wurden. Kunden, die aufgrund ihrer geringen Einkommen und fehlenden Sicherheiten als „unbankable“ galten, zahlten ihre Kleinstkredite ordnungsgemäß zurück, obwohl die geforderten Zinsen weit höher waren als in den früheren, hilfsworientierten Kleinstkreditprogrammen. Die an die Zielgruppe angepasste Kredittechnologie war ein wichtiger Baustein des Erfolgs: Eine sorgfältige Analyse der Einnahmen- und Ausgabenströme des Kunden zur Feststellung seiner Zahlungsfähigkeit, die Vergabe von Ratenkrediten, die an die Finanzkraft des Kunden angepasst waren und zu kontinuierlicher Zahlungsdisziplin anhielten, eine enge Kreditüberwachung und neue Kredite, die nur bei ordnungsgemäßer Bedienung des Vorgängerkredites gewährt wurden.

Exzellente Rückzahlungsraten, die häufig über denjenigen der formellen Finanzinstitute der Entwicklungs-, Schwellen- und Transformationsländer liegen, in denen die Mikrofinanzinstitute angesiedelt sind, Kostendeckung, die das Überleben am Markt sichert, und sogar die Erzielung von Gewinnen, die Registrierung als formelle Bank mit Unterstellung unter die Bankenaufsicht, das Angebot der vollen Palette von Bankdienstleistungen, die von Krediten über Sparprodukte bis zum Zahlungsverkehr reicht und häufig Kredite für die Instandhaltung und Erweiterung von Wohnraum einschließt – dies sind die Erfolge, auf die führende Mikrofinanzinstitutionen heute verweisen können.

All dies reicht jedoch nicht aus, um das „Microfinance Promise“ vollends einzulösen. Die erhoffte Entwicklung, dass – ausgelöst durch den Demonstrationseffekt der geförderten Mikrofinanzinstitutionen – der Finanzmarkt von sich aus, ohne jegliche Unterstützung durch Fördermittel, zum Motor bei der Verschiebung der „financial frontier“ wird, setzt nur sehr zögerlich ein (Morduch 1999, Terberger 2003). Sieht man vom Interesse kommerzieller Anbieter am Konsumentenkreditgeschäft mit abhängig Beschäftigten ab, das sich auch in vielen Schwellen- und Transformationsländern explosionsartig entwickelt, so ist die Realität weit entfernt von der Vision, dass kommerzielles Kapital zur tragenden Säule der Armutsbekämpfung durch Mikrofinanzierung wird. Nicht ein einziges Beispiel einer Mikrofinanzinstitution, die ohne jegliche Fördermittel ausschließlich mit renditeorientiertem Kapital aufgebaut wurde und refinanziert wird, ist in der Mikrofinanzliteratur bekannt.

Wie kann vor diesem Hintergrund der Kapitalbedarf, der zur Ausweitung des Mikrofinanzansatzes und Refinanzierung des Wachstums erfolgreicher Mikrofinanzinstitutionen (MFI) benötigt wird, refinanziert werden?

### 3.2 Refinanzierung – Ein drohender Engpass für das Wachstum der Mikrofinanzbranche

Wurde das Mikrokreditvolumen zur Jahrtausendwende noch auf weltweit etwa 18 Milliarden US-Dollar bei über 16 Millionen Kreditnehmern geschätzt (Lapenu und Zeller 2001: 10), gibt es 2006 bereits Evidenz für 90 Millionen Mikrokreditnehmer weltweit (Gonzales und Rosenberg 2006).<sup>8</sup> Das Kreditportfolio allein der 716 an die Microfinance Information Exchange (MIX) berichtenden Institutionen, unter denen allerdings die größten der Branche sind, wird 2007 mit 32 Milliarden US-Dollar bei 64,5 Millionen Kreditnehmern angegeben, bei jährlichen Wachstumsraten der Zahl der Kreditnehmer von durchschnittlich 20 Prozent<sup>9</sup> und des Portfolios von über 40 Prozent (Stephens 2008). Eine weitere Verzehnfachung des Kapitalbedarfs in den kommenden zehn Jahren erscheint realistisch, wenn die Hunderte von Millionen potentieller Mikrofinanzkunden unter den weltweit circa drei Milliarden Menschen ohne Zugang zum formellen Finanzsystem (CGAP 2008a) erreicht werden sollen.

Im Vergleich zum amerikanischen Hypothekenmarkt ist das benötigte Mittelvolumen bescheiden. Dennoch ist es weder realistisch noch sinnvoll, bei der Finanzierung vornehmlich auf öffentliche Entwicklungshilfe, Spendengelder, Stiftungen und andere sozial motivierte Investoren zu vertrauen, zumal neben der Eröffnung des Zugangs zu Finanzierung eine Vielfalt anderer sozial- und entwicklungspolitischer Aufgaben mittels dieser knappen Ressourcen zu bewältigen ist. Deshalb muss versucht werden, Fördermittel nur insoweit einzusetzen, wie es nötig ist, um kommerzielle Investoren für das Segment der Mikrofinanzierung zu gewinnen.

Mit der Strategie, MFI in den formellen Bankenmarkt zu integrieren, wurde ein entscheidender Schritt im Zugang zu kommerzieller Refinanzierung getan, denn MFI mit einer Banklizenz sind zur Sammlung von lokalen Spareinlagen von einem breiten Publikum berechtigt. Mehr als 30 Prozent ihrer Refinanzierung können die an MIX berichtenden MFI inzwischen durch lokale Spareinlagen decken (Stephens 2008), mit steigendem Trend. Jedoch sind es vor allem die Banken und Kreditgenossenschaften, denen Spareinlagen zur Verfügung stehen, während MFI ohne volle Banklizenz von dieser Finanzierungsquelle weitgehend ausgeschlossen sind (Cull et al. 2008: 13) und – aufgrund der Kosten und Risiken dieser Bankdienstleistung – ausgeschlossen bleiben sollten. Zudem sind Spareinlagen meist kurzfristig kündbar; der stabile Bodensatz der Sparguthaben ist in Entwicklungs- und Schwellenländern oft zu gering, um damit in größerem Maße längerfristige Ausleihungen zu refinanzieren. Die mangelnde Verfügbarkeit von mittel- und langfristiger lokaler Refinanzierung in vielen sich entwickelnden Finanzmärkten sowie das rasante Wachstum der erfolgreichen Mikrofinanzbanken, das ohne eine Aufstockung des Eigenkapitals allein aus bankaufsichtsrechtlichen Gründen nicht möglich war und sein wird, drohen die Refinanzierung zu einem Engpass bei der Mikrofinanzierung werden zu lassen. Allein für den südasiatischen Raum wird in den kommenden drei Jahren ein nicht durch Spareinlagen gedeckter Bedarf von etwa 25 Milliarden US-Dollar Fremdmitteln und 5,3 Milliarden US-Dollar Eigenkapitalaufstockung prognostiziert (Intellectap 2008).

<sup>8</sup> Vergleiche auch die Angaben bei Armendáriz de Aghion und Morduch (2005): 1999: 23,6 Millionen erreichte Kunden bei 1 065 Mikrofinanzinstitutionen, 2002: 67,6 Millionen erreichte Kunden bei 2 572 Mikrofinanzinstitutionen.

<sup>9</sup> Gonzales und Rosenberg (2006) geben für die Periode 1998–2004 ein durchschnittliches Wachstum der Kreditnehmerzahl von 12 Prozent an.



Alle Analysten der Mikrofinanzbranche sind sich darin einig, dass diese Lücke durch eine stärkere Einbindung privater kommerzieller ausländischer Investoren geschlossen werden muss. Doch diese Forderung ist nicht leicht zu erfüllen. Zwar gibt es Indizien, die eine Integration von Mikrofinanzinstitutionen in den Finanzmarkt und eine Annäherung kommerzieller Investoren an das Marktsegment der Mikrofinanzierung belegen.<sup>10</sup> Das jüngste und wohl spektakulärste Beispiel ist der Börsengang der 1990 als Nichtregierungsorganisation mit Hilfe von Entwicklungsgeldern gegründeten und seit 2006 mit einer vollen Banklizenz ausgestatteten mexikanischen „Banco Compartamos“ im Jahr 2007: Die Aktien waren 13-fach überzeichnet, der Preissprung bei der ersten Notierung betrug 22 Prozent. Doch löste dieser Finanzerfolg auch gleichzeitig eine große Diskussion darüber aus, ob die für eine MFI außergewöhnlich hohen Aktivzinsen und Gewinne von Compartamos nicht mit einer Abwendung von der auch sozialpolitischen Aufgabe einer MFI einhergingen – ein „Mission Drift“, der durch den Börsengang zementiert wird (Rosenberg 2007).

Ohne hier diskutieren zu wollen, ob der Börsengang von Compartamos ein Meilenstein in der Erfolgsgeschichte der Mikrofinanzierung oder, im Gegenteil, ein Zeichen für die Abwendung von der sozialen Mission bedeutet: Ein Vergleich der Gewinne von Compartamos, die diesen Börsengang erst möglich machten, mit der typischen finanziellen Situation einer MFI macht deutlich, warum der Börsengang solcher Institutionen der Ausnahmefall bleiben wird. So konstatieren Cull et al (2008: 12), basierend auf einer Analyse des MIX-Datensatzes, der tendenziell überdurchschnittlich große, erfolgreiche MFI enthält:

„We started by noting Compartamos's outside return on equity above 50 percent [...] Here, though, the median return on equity for NGOs is 3 percent and, for banks, 10 percent. Mere profitability will not be enough to attract funds from investors optimizing their portfolios to maximize returns – though the returns may be enough to tempt social investors.“

Diese Einschätzung wird durch jüngste Analysen der Consultative Group of the Poor (CGAP), eine durch Geberinstitutionen gebildete Arbeitsgruppe zur Unterstützung der Mikrofinanzierung, bestätigt. CGAP zeigt auf, dass die Finanzierung der Mikrofinanzbranche über internationale private Investoren zwar zunimmt. Diese privaten Investoren sind aber in ihrer großen Mehrheit nicht rein erwerbswirtschaftlich orientiert, sondern es handelt sich um private Stiftungen oder um sozial orientierte Investmentfonds (CGAP 2008b, Reille und Forster 2008). Das Engagement von Investoren mit rein kommerziellen Interessen ist die seltene Ausnahme. Das Risiko<sup>11</sup> ist im Verhältnis zu den erwarteten Renditen zu hoch, die Handelbarkeit extrem niedrig. Es bieten sich andere, attraktivere Anlagen.

Dass sich neben Geberinstitutionen und Entwicklungsbanken zumindest vermehrt soziale Investoren engagieren, die zwar keine risikoadäquaten, aber zumindest moderate Renditen erwarten, ist der für die Mikrofinanzbranche wichtigen Innovation der Gründung von Microfinance-Investmentfonds (Goodman 2007) zu verdanken, die auf die Anlage des Kapitals in Mikrofinanzinstitutionen, vornehmlich als Fremdkapital, aber auch in Form von

**10** Einzelnen Flaggships der Mikrofinanzierung gelingt es, sich neben Spareinlagen teilweise über die Ausgabe von Anleihen auf lokalen, vereinzelt sogar internationalen Märkten zu refinanzieren. An einzelnen südosteuropäischen Banken der ProCredit-Gruppe, die aus 21 Mikrobanken in aller Welt besteht, ist die Commerzbank beteiligt.

**11** Zur Einstufung des Risikos als hoch trägt die mangelnde Erfahrung von potentiellen Investoren mit Mikrofinanzinvestitionen als Asset-Klasse bei.

Eigenkapital oder nachrangigen Verbindlichkeiten spezialisiert sind. Investmentfonds ermöglichen die Diversifikation des Risikos der einzelnen MFI. Entwicklungsinstitutionen als „Lead-Investoren“ signalisieren die – auch soziale – Qualität des Fonds und tragen so zur Überwindung des Informationsdefizits der Investoren bei.

Doch erst die Kombination dieser ab dem Ende der 90er Jahre eingesetzten Investmentfonds-Konstruktion mit der Risikostrukturierung verspricht die entscheidende Wende bezüglich der Einbindung kommerzieller Investoren zu bringen.

### 3.3 Risikostrukturierung und Verbriefung als Mittel zur Einbindung kommerzieller Investoren

Investmentfonds, die einzelnen Investoren nicht gleichrangige Tranchen anbieten, sondern die Konstruktion des Risikowasserfalls vom First-Loss-Piece über die Mezzanine-Tranchen bis zu den sichersten Senior-Tranchen nutzen, können einzelne Tranchen mit einer Risiko-Ertragsstruktur ausstatten, die auch für kommerzielle Investoren interessant ist (Glaubitt et al. 2008).

Dies wurde erstmals durch die Global Microfinance Facility (GMF) versucht, die im Jahr 2004, initiiert durch die International Finance Corporation (IFC) der Weltbankgruppe, aufgelegt wurde. 30,1 Millionen US-Dollar, die an Mikrofinanzinstitutionen als Fremdkapital ausgelegt wurden, wurden in risikostrukturierte Tranchen unterteilt. Das nominale Eigenkapital in Höhe von 0,25 Millionen US-Dollar wurde von einem Charitable Trust übernommen, die IFC investierte in die Junior Notes in Höhe von 2,1 Millionen US-Dollar, die Mezzanine Tranche in Höhe von 8 Millionen US-Dollar wird von der IFC und der KfW-Entwicklungsbank gehalten. Mit dieser Konstruktion sollte die Senior-Tranche in Höhe von 20 Millionen US-Dollar gezielt für private institutionelle Investoren attraktiv gemacht werden: Das Risiko ist bei einer Anlage in der Senior-Tranche äußerst gering, denn sie wird durch die Mezzanine und Junior Tranche vor Verlusten geschützt, die Ausfallrisiken aus dem Mikro-Investmentportfolio zuerst tragen müssen. Die Strategie zur Gewinnung privater Investoren zeigte Erfolg, der jedoch insofern begrenzt war, als sich wiederum vor allem „sozial verantwortliche“ Investoren engagierten (Laude 2008). Ähnlich strukturiert, wenn auch mit inzwischen über 500 Millionen Euro weitaus größer, ist der durch die KfW-Entwicklungsbank initiierte, ein Jahr später aufgelegte Europäische Fonds für Südosteuropa, der seine Mittel in südosteuropäische Finanzinstitutionen investiert, die das Mikro- und Wohnungsbaukreditgeschäft betreiben. Das First Loss Piece dieses Fonds wurde aus Zuschüssen verschiedener Geberinstitutionen, maßgeblich auch aus der deutschen bilateralen Entwicklungshilfe, gespeist. In die Mezzanine-Tranchen wurde durch Development Finance Institutions (DFIs) wie die niederländische FMO, die IFC und die KfW-Entwicklungsbank investiert. Senior Notes werden zumindest teilweise von erwerbswirtschaftlich orientierten institutionellen Investoren wie der Deutschen Bank und der Investmentbank Sal Oppenheim gehalten. Fünf derartig strukturierte Fonds mit einem durchschnittlichen Volumen von 151,5 Millionen US-Dollar dokumentiert CGAP (2008c) in seinen neuesten Microfinance Investment Vehicle-Benchmarks.

Ein erstes Interesse kommerzieller institutioneller Investoren ist zu verzeichnen, auch wenn dieses nicht allein von erwerbswirtschaftlichen Motiven, sondern auch von dem Wunsch getrieben ist, Corporate Social Responsibility zu demonstrieren. Häufig war au-

Berdem vor dem eigenen finanziellen Engagement eine Berührung zur Mikrofinanzierung vorhanden, sei es als Fondsverwalter, arrangierende Investmentbank oder durch soziale Aktivitäten. Das begrenzte Interesse kommerzieller Investoren ist verständlich, denn auch die Anlage in Senior Tranchen strukturierter Mikro-Investmentfonds weist entscheidende Nachteile gegenüber anderen Anlagen auf. Selbst wenn das Ausfallrisiko aufgrund der risikoabsorbierenden vorgelagerten Tranchen sehr niedrig ist, kann dies kaum durch Dritte überprüft werden. Die Anlageklasse der Mikrokredite und MFIs ist zu neu, ausreichend lange Datenreihen über Ausfallrisiken und Ertrag, sogenannte Track Records, müssen erst aufgebaut werden. Ein anerkanntes Rating, das Investoren die Qualität der Anlage signalisieren könnte, fehlt. Institutionelle Investoren sind dadurch in ihren Anlagemöglichkeiten eingeschränkt, etwa weil solche Anlagen den Investmentvorschriften von Versicherungen und Pensionsfonds nicht genügen oder von Banken eine hohe Unterlegung mit Eigenkapital fordern. Eine Handelbarkeit der Anlagen ist nicht gegeben; ein Vertrieb an ein breites, nicht vornehmlich sozial motiviertes Anlegerpublikum hat sich bisher nicht darstellen lassen.

Diesen Investmenthemmnissen versucht die jüngste Entwicklung, der Einsatz von strukturierten CDOs, zu begegnen. Dabei steht – allein wegen der erforderlichen Verbriefungsvolumina – weniger die strukturierte Verbriefung von Mikrokreditportfolios im Vordergrund.<sup>12</sup> Vielmehr werden Kredite an Mikrofinanzinstitutionen in ein Special Purpose Vehicle (SPV) eingebracht und risikostrukturiert verbrieft. Diese Form des Microfinance-Investment-Vehicles wurde erstmals vor weniger als drei Jahren aufgelegt; heute sind bereits acht derartige strukturierte Verbriefungen in den Benchmarks von CGAP (2008c) enthalten. Die Senior Tranchen von mindestens zwei dieser Verbriefungen sind mit einem Rating anerkannter Rating-Agenturen ausgestattet<sup>13</sup>, die Blue Orchard Loans for Development – 2007 (BOLD 2) mit einem Rating von Standard and Poors, die Deutsche Bank Microfinance-Invest Nr. 1 – Equilite mit einem Fitch-Rating.<sup>14</sup> Das Ausfallrisiko ließ sich aufgrund der Einbringung bestimmter Anlagen in das SPV im Unterschied zu den wechselnden Portfolios aktiv gemanagter Investmentfonds leichter durch Dritte beurteilen. Erstmals werden Papiere, die Investitionen in Mikrofinanzinstitutionen risikostrukturiert verbrieft, über die arrangierende Investmentbank auch an den individuellen Anleger vertrieben.

Das Anlegerpublikum ist noch zu klein, um das Problem mangelnder Handelbarkeit dieser Papiere zu lösen; allerdings besteht begründete Hoffnung, dass sich verbrieft Anlagen in Mikrofinanzinstitutionen mit zunehmender Länge ihrer Track Records zu einer eigenen Anlageklasse entwickeln, die eine Handelbarkeit dieser Papiere in nähere Zukunft rückt. Byström (2008) geht soweit, dass er in CDOs den „Robin Hood of Microfinance“ sieht, der das Refinanzierungsproblem von Mikrofinanzinstitutionen – auch durch die Bereitstellung lokaler Währungen – lösen kann, nicht zuletzt für den potentiell riesigen und noch weitgehend unentwickelten chinesischen Mikrofinanzmarkt (Byström 2007).

**12** Vereinzelt hat es solche Verbriefungen allerdings auch schon gegeben.

**13** Informationen über die strukturierten Verbriefungen sind nicht immer öffentlich verfügbar. Neben CGAP (2008c) vergleiche auch Symbiotics (2008) und MicroRate (2008).

**14** Als erste strukturierte Verbriefung wurde die 2006 aufgelegte „Microfinance Securities XXEB“ geratet, allerdings von dem auf das Mikrofinanz-Rating spezialisierten Unternehmen MicroRate. Ebenfalls geratet ist die zweite, in der Platzierung befindliche Tranche der Global Microfinance Facility, die den Fonds auf 165 Millionen US-Dollar aufstockt (Laude 2008).

Durch die Subprime-Krise werden diese Hoffnungen gedämpft, denn auch die strukturierte Verbriefung von Mikrofinanzinvestitionen wurde von dem Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes berührt. Das Vertrauen potentieller Investoren ist gering, entsprechend niedrig ist die Liquidität und entsprechend hoch sind die geforderten Risikoprämien. Das Misstrauen gegenüber strukturierten Verbriefungen trifft auch Mikrofinanz-Investmentvehikel, obwohl sie nicht die Probleme aufweisen, die häufig als Ursachen der Subprime-Krise angeführt werden.

#### 4 **Öffentliche Förderung – Instrument zur Marktentwicklung oder Krisenherd?**

Wie öffentliche Förderung einen Markt entwickeln und breiten Bevölkerungsschichten den Zugang zu Finanzierung erschließen kann, hat die Geschichte des amerikanischen Hypothekenmarktes vor Augen geführt. Hier wurden die Instrumente von Risikotranchierung und Verbriefung entwickelt, die auch für die Mikrofinanzierung genutzt werden können, indem Entwicklungsgelder als risikotragendes Kapital eingesetzt werden, wodurch zusätzliche private, auch kommerzielle Anleger gewonnen werden können. Knappe Fördermittel wirken wie ein Hebel, der ein Vielfaches an Kapital für die Mikrofinanzierung mobilisieren kann. Auf diese Weise wird eine größere Breitenwirksamkeit erzeugt, als es ohne die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts möglich wäre.

Das Beispiel der Immobilienfinanzierung in den USA zeigt jedoch ebenfalls, dass es ein Übermaß an Kreditfinanzierung geben kann, zu dem die Handhabung der Instrumente von Strukturierung und Verbriefung beigetragen haben könnten. Mängel in der Corporate Governance und Regulierungslücken werden häufig für die Fehlentwicklungen verantwortlich gemacht. Erfolgsorientierte Entlohnungssysteme für Manager und Mitarbeiter waren zu einseitig auf die Auslegung neuer Kredite und deren Verbriefung ausgerichtet (Krugman 2007, Eichengreen 2008). Das Ausfallrisiko wurde demgegenüber zu sehr vernachlässigt, zumal häufig nicht einmal das First Loss Piece auf den Büchern des Initiators einer Verbriefung verblieb, das einen Anreiz zur Überwachung des Kreditportfolios etabliert hätte. Die Pflicht von international tätigen Banken zur Unterlegung von Risiken mit Eigenkapital, die durch die Empfehlungen des Basel-Akkords inzwischen nahezu weltweit etabliert ist, wurde durch außerbilanzielle Zweckgesellschaften unterlaufen, die Zins- und Regulierungsarbitrage betrieben. Immer komplexere Risikobündelung, -zerlegung und -neubündelung führten zu intransparenten Strukturen, die die Einschätzung von Risiken erschwerten. Rating-Agenturen wird die unzulängliche, häufig zu positive Bewertung von Ausfallrisiken vorgeworfen (Eichengreen 2008).

Strukturierte Mikrofinanzanlagen sind von dem Vertrauensschwund betroffen, obwohl sie von den genannten Krisenursachen frei sind. Niedrige Ausfallraten von Mikrokrediten sind das Rückgrat des Erfolgs der Mikrofinanzierung; die sorgfältige Analyse der Zahlungskapazität des Kunden ist in das Mikrofinanzgeschäft eingebaut und wird durch anreizorientierte Entlohnungssysteme der Mitarbeiter abgesichert, die Bonuszahlungen auch an Ausfallrisiken koppeln. Entwicklungsinstitutionen, die als Initiatoren von Mikrofinanzverbriefungen agieren, sind immer auch selbst finanziell engagiert. Die Strukturen der vorhandenen Mikrofinanz-Investmentvehikel sind einfach und transparent; ein Missbrauch für Zins- und Regulierungsarbitrage bietet sich allein wegen der fehlenden Handelbarkeit der Anlagen, die nur eine weitgehend fristenkongruente Refinanzierung erlaubt, nicht an.

Auch wenn das Verbriefungsvolumen von Mikrokrediten, selbst bei optimistischer, nicht durch die Krise gehemmter Entwicklung, zu klein ist und sein wird, um ein Risikopotential für das Finanzsystem darzustellen, gibt es jedoch eine potentielle Krisenursache, mit der sich die Mikrofinanzbewegung auseinandersetzen sollte: die staatliche Förderung und sozialpolitische Mission, die der amerikanische Hypothekenmarkt und die Mikrofinanzierung gemein haben. Die Art, wie die Förderung gewährt wird, um den Kapitalmarkt für die Refinanzierung von Hypothekarkrediten einerseits und von Mikrokrediten andererseits zu erschließen, ist jedoch grundsätzlich unterschiedlich.

Bereits mehrere Jahre vor Ausbruch der Krise wurde vor dem systemischen Risiko, das insbesondere von den GSE Fannie Mae und Freddie Mac ausging, gewarnt (Calomiris 2001, Jaffee 2003, Poole 2003, White 2004). Nur durch die enge Verflechtung mit dem Staat konnten diese sich zu den Giganten des Sekundärmarkts für Hypothekarkredite entwickeln. Der Staat stellte jedoch kein Risikokapital zur Verfügung. Nur die implizite staatliche Garantie, die der Markt aufgrund ihrer Stellung als GSE – wie sich heute zeigt, zu recht – vermutete, führte zur erstklassigen Bonität dieser Institute, die eine Refinanzierung zu besseren Konditionen erlaubte, als es selbst für mit Triple A eingestufte Unternehmen möglich war (Passmore 2005). Ein Kauf von Hypothekarkrediten durch Fannie Mae und Freddie Mac und ihre anschließende Verbriefung schuf den Nährboden, um immer weniger zahlungsfähigen Kunden eine Immobilienfinanzierung anbieten zu können, ohne dass sich dies negativ auf die Refinanzierungsmöglichkeiten auswirkte oder sich in den Refinanzierungskosten niederschlug. Die Ausfallrisiken, die Fannie Mae und Freddie Mac dadurch auf sich nahmen, standen in keinem Verhältnis zu dem Eigenkapital, das bei den GSE als Risikopuffer vorhanden war. Im Gegenteil: Die GSE unterlagen als staatlich regulierte Institutionen weniger strengen Eigenkapitalvorschriften als Einlagen sammelnde Banken (Poole 2003: 7). Noch im Jahr 2003 hebt Richard Roll (2003) die Tatsache, dass die GSE die amerikanischen Hausbesitzer fördern, ohne dass dies staatliche Mittel bindet, lobend hervor. Warnungen vor dem systemischen Risiko, das diese Institutionen verursachten, wenn ihr Eigenkapitalpolster nicht drastisch aufgestockt würde (Poole 2003), wurden nicht ernst genug genommen. Die Rechnung wird nun der amerikanische Steuerzahler zahlen müssen.

Ob das durch die GSE Erreichte zu diesen Kosten im Verhältnis steht, kann hier nicht diskutiert werden.<sup>15</sup> Sehr wohl soll jedoch festgehalten werden, dass die Mikrofinanzierung mit der amerikanischen Hypothekenfinanzierung zwar die Förderung unter Nutzung der strukturierten Verbriefung gemein hat, jedoch mit ganz anderen Mechanismen arbeitet, um die Wertpapiere attraktiv zu machen. Nicht implizite staatliche Garantien, sondern der Kauf von First Loss- und Mezzanine-Tranchen durch Fördermittel schützt den Investor in Senior Tranchen vor Ausfallrisiken. Eine implizite Garantie ist, solange der Markt daran glaubt, immer wieder, bei jeder neuen Emission, als Instrument zur Erhöhung der Bonität nutzbar, ohne irgendwelche öffentlichen Mittel zu binden.

„Thus, Fannie Mae and Freddie Mac can expand indefinitely, held in check only by their minimum capital requirements [...]“,

**15** Einen Überblick über die vorhandenen Analysen zur Wirkung von Regierungsversicherung und GSE auf die Verbreitung des Immobilieneigentums, auch unter Familien mit niedrigem Einkommen und Minoritäten gibt Quigley (2006); vergleiche auch van Order (2000).

schreibt Wallison (2004: 4) und zitiert ebenfalls Alan Greenspan, der vor der Aushebelung der Marktdisziplin durch explizite und implizite staatliche Garantien warnt. In risikotragende Tranchen von Mikrofinanz-Investmentvehikeln investierte Entwicklungs- und Spendengelder dagegen, genauso wie Mittel von Entwicklungsbanken oder sozialen Investoren, sind mit dem Kauf der Tranche verwendet und gebunden. Die Knappheit von Fördermitteln, die die Refinanzierung von MFIs zum Engpass und die Einbindung kommerziellen Kapitals wünschbar macht, bietet so auch einen gewissen Schutz vor Überförderung, die im Falle des amerikanischen Hypothekenmarktes zur Destabilisierung beigetragen haben könnte.

## 5 Fazit

Für Immobilienkredite an US-amerikanische Haushalte ebenso wie für Mikrofinanzierungskredite ist die strukturierte Finanzierung ein Instrument, um den Kapitalmarkt verstärkt zur Refinanzierung zu nutzen und so den Zugang zu Krediten auszuweiten. In der US-amerikanischen Immobilienfinanzierung schufen implizite staatliche Garantien den Nährboden für eine unkontrollierte Ausweitung des Kreditvolumens und damit für eine Erhöhung systemischer Risiken. In der Mikrofinanzierung hingegen werden mit Fördermitteln nachrangig zu bedienende Tranchen erworben, um privates Kapital für die Anlage in den sichereren Tranchen zu gewinnen. Die Knappheit von Fördermitteln bietet hier einen gewissen Schutz vor Überförderung.

Dass trotz oder auch gerade wegen der Knappheit von Fördermitteln Kosten und Nutzen der Förderung auch bei der Mikrofinanzierung gegeneinander abgewogen werden müssen, ist selbstverständlich. Obwohl sich genaue Wirkungsanalysen schwierig gestalten, besteht jedoch die begründete Vermutung, dass sich das Kosten-Nutzen-Verhältnis durch die Einbindung privater, kommerzieller Investoren via strukturierter Verbriefung günstiger gestaltet, denn auf diese Weise lässt sich auf der Basis gegebener Fördermittel mehr Menschen der Zugang zum Finanzmarkt eröffnen. Die Vorteile der strukturierten Verbriefung, das heißt die Eröffnung des Zugangs zum Kapitalmarkt, mehr Möglichkeiten der Risikodiversifikation und die Möglichkeit zur Senkung der Kapitalkosten, sind auch nach der Subprime-Krise ein Potential, das für die Mikrofinanzierung verstärkt nutzbar gemacht werden sollte.

## Literaturverzeichnis

- Armendáriz de Aghion, Beatriz und Jonathan Morduch (2005): *The Economics of Microfinance*. Cambridge, MA und London, The MIT Press.
- Byström, Hans (2007): *Structured Microfinance in China*. Working Paper 2007:18. Lund University – Department of Economics.
- Byström, Hans (2008): The Microfinance Collateralized Debt Obligation: A Modern Robin Hood? *World Development*, 36 (11), 2109–2126.
- Calomiris, Charles W. (2001): An Economist's Case For GSE Reform. In: Peter J. Wallison (Hrsg.): *Serving Two Masters Yet Out of Control*. American Enterprise Institute, 85–106.
- Carliner, Michael S. (1998): Development of Federal Homeownership "Policy". *Housing Policy Debate*, 9 (2), 299–321.

- CGAP (2008a): Global Estimates, Number of Borrowers. Download unter: [www.cgap.org/p/site/c/template.rc/1.11.1792](http://www.cgap.org/p/site/c/template.rc/1.11.1792).
- CGAP (2008b): Who is Funding Microfinance? Results of the First Global Survey of Funders“ Microfinance Portfolio. Presentation. Download unter: [www.cgap.org/gm/document-1.9.7448/2008Prozent20FunderProzent20Survey-resourceProzent20presentationProzent20final.pdf](http://www.cgap.org/gm/document-1.9.7448/2008Prozent20FunderProzent20Survey-resourceProzent20presentationProzent20final.pdf)
- CGAP (2008c): Microfinance Investment Vehicle Benchmarks 2008. Download unter: [www.cgap.org/gm/document-1.9.5574/20080915CGAPProzent20MIVProzent20BenchmarksProzent20FINAL.pdf](http://www.cgap.org/gm/document-1.9.5574/20080915CGAPProzent20MIVProzent20BenchmarksProzent20FINAL.pdf)
- Cowan, Cameron L. (2003): Statement on Behalf of the American Securitization Forum before the Subcommittee on Housing and Community Opportunity and the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, United States House of Representatives, Hearing on Protecting Home Owners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit, November 5, 2003. Download unter: <http://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>
- Cull, Robert, Asli Demirgüç-Kunt und Jonthan Morduch (2008): *Microfinance meets the Market*. World Bank Policy Research Working Paper No. 4630.
- Eichengreen, Barry (2008): *Thirteen Questions about the Subprime Crisis*. University of Berkeley Working Paper. Download unter: [www.econ.berkeley.edu/~eichengr/13Prozent20questions.pdf](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/13Prozent20questions.pdf)
- Glaubitt, Klaus, Hanns-Martin Hagen, Johannes Feist und Monika Beck (2008): Reducing Barriers to Microfinance Investments: The Role of Structured Finance. In: I. Matthäus-Maier und J. D. von Pischke (Hrsg.): *New Partnerships for Innovation in Microfinance*. Berlin und Heidelberg, Springer, 348–377.
- Gonzales, Adrian und Richard Rosenberg (2006): The State of Microfinance – Outreach, Profitability, and Poverty. Presentation at the World Bank Conference on Access to Finance 2006. Download unter: <http://info.worldbank.org/etools/library/latestversion.asp?232702>
- Goodman, Patrick (2007): Microfinance Investment Funds: Objective, Players, Potential. In: I. Matthäus-Maier und J. D. von Pischke: *Microfinance Investment Funds Leveraging Private Capital for Economic Growth and Poverty Reduction*. Berlin und Heidelberg, Springer, 11–45.
- Intellect (2008): Microfinance India. Investment Climate Report 2008. Download unter: [www.microfinanceindia.org/download\\_reports/invest\\_asia\\_climate\\_report.pdf](http://www.microfinanceindia.org/download_reports/invest_asia_climate_report.pdf)
- Jaffee, Dwight (2003): The Interest Rate Risk of Fannie Mae and Freddie Mac. *Journal of Financial Services Research*, 24 (1), 5–29.
- Krahnen, Jan P. und Reinhard H. Schmidt (1994): *Development Finance as Institution Building*. Boulder, CO, Westview Press.
- Krugman, Paul (2007): Enron’s Second Coming. *The New York Times* vom 1.10.2007, [www.nytimes.com/2007/10/01/opinion/01krugman.html](http://www.nytimes.com/2007/10/01/opinion/01krugman.html).
- Lapenu, Cecile und Manfred Zeller (2001): *Distribution, Growth, and Performance of Microfinance Institutions in Africa, Asia, and Latin America*. FCND Discussion Paper 114. IFPRI, Washington, D. C.
- Laude, André (2008): *Promoting Microfinance as an Asset Class*. Presentation, Global Microfinance Investment Congress Paris 21./22. Januar 2008. Download unter: [http://microfinance-congress.com/docs/EN/Andre\\_Laude-IFC\\_GMIC\\_Paris.pdf](http://microfinance-congress.com/docs/EN/Andre_Laude-IFC_GMIC_Paris.pdf)
- MicroRate (2008): *The 2007 Microfinance Investment Vehicles Survey*. Presentation. Download unter: [www.microfinanceforum.org/cm\\_data/MicroRate\\_2007\\_MIV\\_Survey\\_Presentation.pdf](http://www.microfinanceforum.org/cm_data/MicroRate_2007_MIV_Survey_Presentation.pdf)

- Morduch, J. (1999): The Microfinance Promise. *Journal of Economic Literature*, 37 (4), 1569–1614.
- Mugwang'a, Trevor und David Cracknell (o.J.): *Microfinance Institutions and Salary Based Consumer Lending*. MicroSave Briefing Note # 45.
- Nobelpreis-Komitee (2006): The Nobel Peace Prize 2006. Download unter: <http://nobel-prize.org/nobelprizes/peace/laureates/2006/>
- Passmore, Wayne (2005): The GSE Implicit Subsidy and Value of Government Ambiguity. *Real Estate Economics*, 33 (3), 465–486.
- Poole, William (2003): Housing in the Macroeconomy. *The Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 1–8.
- ProCredit-Bank Albania (2008): *Annual Report 2007*. Tirana.
- Quigley, John M. (2006): Federal Credit and Insurance Programs Housing. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 88, 281–309.
- Reille, Xavier und Sarah Forster (2008): *Foreign Capital Investment in Microfinance: Balancing Social and Financial Returns*. CGAP Focus Note 44. Washington, D. C.
- Roll, Richard (2003): Benefits to Homeowners from Mortgage Portfolios Retained by Fannie Mae and Freddie Mac. *Journal of Financial Services Research*, 23 (1), 29–42.
- Rosenberg, Richard (2007): *CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A Case Study on Microfinance Interest Rates and Profits*. CGAP Focus Note 42, Washington, D. C.
- SIFMA – Securities Industry and Financial Markets Association (2008a): Agency Mortgage Backed Securities Outstanding. Download unter: [www.sifma.org/research/pdf/AgencyMortgageOutstanding.pdf](http://www.sifma.org/research/pdf/AgencyMortgageOutstanding.pdf)
- SIFMA – Securities Industry and Financial Markets Association (2008b): Mortgage Related Issuance. Download unter: [www.sifma.org/research/pdf/Mortgage\\_Related\\_Issuance.pdf](http://www.sifma.org/research/pdf/Mortgage_Related_Issuance.pdf)
- Stephens, Blaine (2008): MFI Benchmark Analysis: An Industry Still Expanding, Despite Challenges. *Microfinance Bulletin*, 17, 25–32.
- Symbiotics (2008): Luxembourg Microfinance Investment Vehicles Report 1. 30. Juni 2008. Download unter: [www.symbiotics.ch/en/funds/luxembourg-microfinance-investment-vehicles-funds-miv.asp](http://www.symbiotics.ch/en/funds/luxembourg-microfinance-investment-vehicles-funds-miv.asp)
- Terberger, Eva (2003): Microfinance Institutions in the Development of Financial Markets. *CEPAL Review*, 81, 187–202.
- Van Order, Robert (2000): A Microeconomic Analysis of Fannie Mae and Freddie Mac. *Review*, 23 (2), 26–33.
- Wallison, Peter J. (2004): Introduction and Summary. In: Peter J. Wallison, Thomas H. Stanton und Bert Ely (Hrsg.): *Privatizing Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks: Why and how*. American Enterprise Institute, 1–12.
- White, Lawrence (2004): *Fannie Mae, Freddie Mac, and Housing Finance: Why True Privatization is Good Public Policy*. Stern School – New York University Working Paper. Download unter: <http://archive.nyu.edu/fda/bitstream/2451/26127/2/4-13.pdf>