



Nr. 1, 10. April 2018

Förderung lokaler Kapitalmärkte für die wirtschaftliche Entwicklung

Autor: Alexander Maletz, Lion's Head Global Partners (LHGP)
Redaktion: Dr. Carmen Colla

Kapitalmärkte, d. h. Märkte für börsennotierte Wertpapiere, sind aus mehreren Gründen für die Entwicklung von Volkswirtschaften von grundlegender Bedeutung. Sie bieten Regierungen und Unternehmen wirksame Mechanismen, um langfristige Ersparnisse produktiv zu investieren. Ein funktionierender Kapitalmarkt bietet zwar vor allem Unternehmen Vorteile, die groß genug sind, um Wertpapiere zu emittieren, er kann aber selbst bei sehr kleinem Kapitalbedarf hilfreich sein.

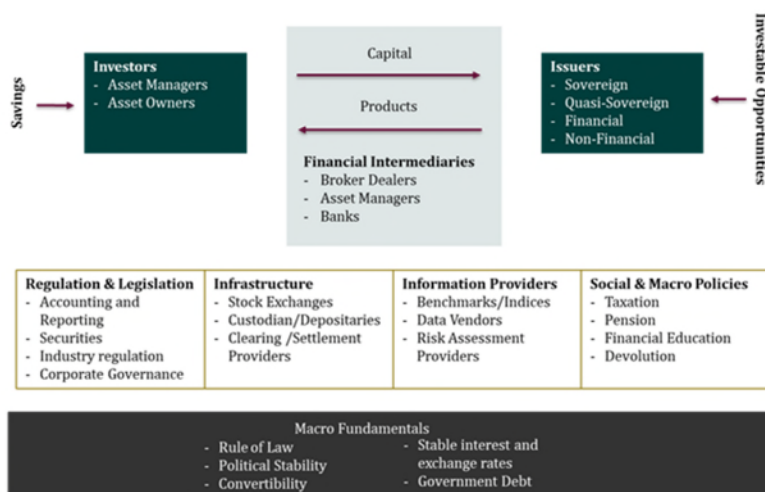
Kapitalmärkte sind für die wirtschaftliche Entwicklung von grundlegender Bedeutung

In der Regel sind es zunächst Finanzinstitute, die Unternehmensanleihen ausgeben. Je effizienter der Markt, desto günstiger können sich die Finanzinstitute finanzieren und entsprechend günstiger Kredite herauslegen. Ein Mikrokreditnehmer könnte dadurch Zugang zu billigeren Darlehen haben. Mit der Entwicklung des Kapitalmarktes könnten

Mikrofinanzinstitutionen selbst zu Emittenten werden und somit günstiger an eine Finanzierung gelangen. Dies würde eine Mikrofinanzinstitution auch unabhängiger von ausländischen Geldgebern machen, wenn sie über Emissionen Zugang zu langfristigem Kapital in Lokalwährung erhalten kann.

Ein weiterer Vorteil auf makroökonomischer Ebene ist die Tatsache, dass ein funktionierender Sekundärmarkt für Staatsanleihen eine Zinskurve schafft, mit der sich für unterschiedliche Endfälligkeiten entsprechende Risikoaufschläge festlegen lassen. Für die Kapitalmarktentwicklung sind Anleihemärkte daher von besonderer Bedeutung. Zudem reicht in Ländern

Ökosystem Anleihenmarkt



Quelle: LHGP

mit entwickelteren Kapitalmärkten, die in der Regel höhere Renditen als Bankeinlagen bieten, eine niedrigere Sparquote aus, um das gleiche Investitionsniveau zu erreichen.

Kapitalmärkte sind komplexe Ökosysteme

Ein Kapitalmarkt ist ein Ökosystem zahlreicher Akteure, das auf gute Rahmenbedingungen angewiesen ist. Ein starker Indikator dafür, ob ein Land über einen funktionierenden Kapitalmarkt verfügt, ist die Größe seiner Wirtschaft. Schließlich benötigen die Märkte eine kritische Masse an Spar- und Investitionsmöglichkeiten, um zu funktionieren. Die Größe einer Volkswirtschaft alleine garantiert jedoch noch keinen funktionierenden Markt, wenn makroökonomische Grundlagen wie Rechtsstaatlichkeit oder eine stabile Zinspolitik fehlen.

Die wichtigsten Akteure des Ökosystems sind Emittenten und Investoren. Sie können direkt oder aber über Intermediäre wie Investmentfonds, Banken oder Broker interagieren. In einem Ökosystem kann ein und derselbe Akteur mehrere Rollen spielen: Banken können als Emittenten, Investoren und Intermediäre auftreten. Sie können auch Infrastrukturdienste anbieten, wie z. B. Verwahr- oder Depotdienste. Neben den makroökonomischen Grundlagen und kompetenten Akteuren braucht ein Kapitalmarkt eine unterstützende Regulierung des allgemeinen Fi-

nanzsektors, einschließlich des Versicherungs- und Rentensektors, da dies wichtige Bereiche für langfristige Investitionen sind.

Interventionen an den Kapitalmärkten müssen auf die Marktentwicklung abgestimmt sein

Angesichts der Vielzahl von Faktoren, die das Ökosystem beeinflussen, weist jeder sich entwickelnde Kapitalmarkt seine ganz eigenen Defizite auf. Einige Verallgemeinerungen lassen sich allerdings vornehmen. Den am weitesten fortgeschrittenen unter den sich entwickelnden Kapitalmärkten der obersten Stufe liegen große Volkswirtschaften zugrunde; es mangelt aber an ausgeklügelten Produkten, da die Regulierungsbehörden oft konservativ sind und die Finanzakteure ein begrenztes Know-how aufweisen. Die Märkte eine Stufe darunter gehören zu kleineren Volkswirtschaften. Dort finden am Anleihenmarkt nur begrenzt Emissionen von Nicht-Finanzinstituten statt, da es nur wenige institutionelle Investoren gibt und die Banken in der Regel Staatsanleihen erwerben, um sie langfristig zu halten. Die Regulierungsbehörden sind konservativ, aber kompetent, und die makroökonomischen Fundamentaldaten weitgehend stabil.

Wenn wir uns auf der Skala weiter bewegen, werden die Volkswirtschaften kleiner, die Regulierungsbehörden weniger kompetent, die Emittenten –

sofern überhaupt vorhanden – sind in der Regel auf staatliche und große Finanzinstitute beschränkt und institutionelle Investoren gibt es kaum. Außergewöhnlich große Volkswirtschaften auf dieser Stufe, etwa Äthiopien, werden durch die Regierungspolitik gebremst.

Schließlich gibt es Länder, die von Konflikten und erheblicher politischer Instabilität geprägt sind und keine

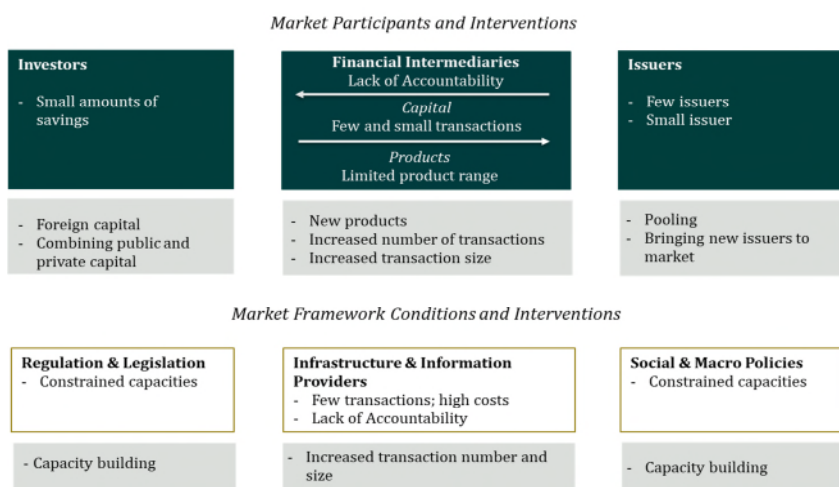


Börse von Daressalam, Tansania

nennenswerten Kapitalmarktaktivitäten aufweisen. Es gibt zudem Länder, die überhaupt nicht in diese Abstufung passen, nämlich kleine Länder, deren Märkte mit Kapital überflutet werden, das beispielsweise aus dem Abbau natürlicher Ressourcen stammt. In diesen Märkten trifft zu viel Kapital auf zu wenig Investitionsbedarf. Diese Kapitalmärkte sind deshalb sehr illiquide: Jede emittierte Anleihe wird sofort gekauft und bis zur Endfälligkeit gehalten.

Die Herausforderung der Kapitalmarktentwicklung besteht darin, einen Markt auf eine höhere Stufe zu bringen. Dazu stehen die folgenden Hebel zur Verfügung: Verbesserung der regulatorischen Rahmenbedingungen und der makroökonomischen Grundlagen; Ausbau der Kapazitäten der einzelnen Akteure; Erhöhung des investierbaren Kapitals und der Investitionsmöglichkeiten; Lenkung des Kapitals in die produktivsten Sektoren.

Eigenschaften von Kapitalmärkten und mögliche Interventionen



Quelle: LHGP

Es gibt drei Interventionstypen an Kapitalmärkten: Kapazitätsaufbau, die Unterstützung von Kapitalmarktprodukten und der Aufbau von Kapitalmarktvehikeln

Drei mögliche Interventionen stehen zur Verfügung, um diese Hebel zu beeinflussen: Kapazitätsaufbau, Direktinvestitionen in Produkte und Investitionen in Vehikel. Der Kapazitätsaufbau wird in der Regel durch Zuschüsse oder durch vergünstigte Darlehen an die jeweiligen Regierungen finanziert. Die beiden Optionen im Zusammenhang mit tatsächlichen Investitionen unterscheiden sich insofern, als es sich bei den Investitionen in Produkte um einmalige Transaktionen handelt, während Investitionen in Vehikel dauerhafte Strukturen darstellen, bei denen im Auftrag der Kapitalgeber zahlreiche Transaktionen abgeschlossen werden. Dies hat weitere Vorteile, die später noch hervorgehoben werden.

Interventionen zum Kapazitätsaufbau

Bei Interventionen zum Kapazitätsaufbau können verschiedenste Elemente des Kapitalmarktökosystems im Mittelpunkt stehen. Sie können durch Zuschüsse und (konzessionäre) Darlehen finanziert werden. Ein Kapazitätsaufbau kann in Form von Kompetenzentwicklung auf Umsetzungsebene (z. B. durch Schulungen oder Workshops) sowie durch Unterstützung auf politischer und struktureller Ebene erfolgen, d. h. Stärkung der regulatorischen Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt oder der Marktinfrastruktur. Z.B. kann ein Darlehen die Beschaffung der Handelsinfrastruktur für eine Börse finanzieren.

Finanzielle Interventionen werden meist zur Erhöhung des investierbaren (lokalen und ausländischen) Kapitals, zur Diversifizierung der Investitionsmöglichkeiten und zur Lenkung des Kapitals in produktivere Sektoren eingesetzt. Damit erhöhen sie die Zahl der Transaktionen auf dem Markt, was indirekt positive Effekte auf die Kompetenzen und Kapazitäten aller beteiligten Akteure (Emittenten, Intermediäre, Investoren, Regulie-

rungsbehörden, Berater usw.) hat.

Da Kapitalmärkte Ökosysteme sind, kann sich die Entwicklung eines Elements positiv auf andere auswirken. Der Nachteil wiederum ist, dass die Probleme in der Regel multikausal sind, was die Beseitigung einer bestimmten Schwachstelle durch eine gezielte Initiative sehr schwierig gestaltet. Tatsächlich deuten Erfahrungen aus bestehenden Vorhaben darauf hin, dass ganzheitliche Interventionen, die den Finanzmarkt im weiteren Sinne einbeziehen (d. h. nicht nur Akteure öffentlich gehandelter Wertpapiere), am effektivsten sind.

Produktbezogene Interventionen

Im Hinblick auf Produkte sind zwei Formen der Unterstützung möglich:

(1) Die Bonität der Produkte könnte durch Bonitätsverbesserungen, z.B. durch Garantien, erhöht werden.

(2) Produkte könnten durch Ankerinvestitionen unterstützt werden, die dem Markt signalisieren, dass ein erfahrener Investor an der Anlage interessiert ist. Grundsätzlich sind alle Kapitalmarktprodukte förderfähig, da eine höhere Anzahl an Transaktionen die Entwicklung der Märkte fördert.

Häufig liegt der Fokus eines Produkts auf einer speziellen Verwendung der Erlöse. In einigen Fällen bezieht sich dies auf die Art des Produkts, etwa bei grünen Anleihen oder Projektanleihen. Dabei muss der Grad der Marktentwicklung berücksichtigt werden, da z. B. Projektanleihen selbst in so entwickelten Märkten wie Südafrika noch in den Kinderschuhen stecken.

Mithilfe von Verbriefungen können Emittenten das Risiko ihrer Portfolios reduzieren, indem sie die Cashflows einer bestimmten Forderungskategorie an Investoren verkaufen. Verbriefungen sind deshalb so interessant, weil sie in verschiedene Risikotranchen unterteilt werden können und dadurch Investoren mit unterschiedlichen Risikoanforderungen in weniger entwickelte Märkte lenken. Hier könnte eine Investition in eine risikoreiche Tranche die Emission einer sichereren zweiten Tranche ermöglichen, die für lokale oder internationale, risikoaversere Investoren interessant

sein könnte.

Fremdkapitalprodukte und Derivate sind für Interventionen eher geeignet als Eigenkapitalprodukte, da Aktienmärkte in der Regel liquider sind als Kreditmärkte. Durch die Unterstützung von Derivateangeboten, die Investoren vor Währungsrisiken schützen (z. B. Cross-Currency-Swaps), oder es Investoren ermöglicht, ihr Zinsrisiko erfolgreicher zu managen, lässt sich wiederum der Appetit von (ausländischen) Investoren auf lokale Kapitalmarktprodukte erheblich steigern.

Vehikelbezogene Interventionen

Eine zentrale Eigenschaft von Vehikeln ist, dass sie dauerhaft angelegt sind und somit über Einmaltransaktionen hinausgehen. Dadurch können sie dazu beitragen, institutionelles Wissen aufzubauen, und eine nachhaltigere Wirkung auf die Zielkapitalmärkte ausüben. Dank maßgeschneiderter Lösungen für Engpässe in bestimmten Märkten und der Zusammenarbeit mit Stakeholdern lassen sich mit Vehikeln zahlreiche Hindernisse angehen.

So können beispielsweise in Ermangelung von Großemittenten vehikelbasierte Interventionen wie gepoolte Anleihefazilitäten neue Emittenten an den Markt bringen. Dies diversifiziert den Emittentenpool und erhöht letztlich den Zugang zu Finanzierungsmitteln.

Auch im Falle, dass das Kreditprofil der meisten Emittenten nicht den Anforderungen lokaler institutioneller Investoren entspricht, lässt sich mithilfe von Garantievehikeln die Zahl der Emissionen und die Höhe des institutionellen Kapitals, das in den Unternehmenssektor fließt, erhöhen. Institutionen wie InfraCredit in Nigeria, die gezielt in die Infrastruktur investieren, könnten z.B. dabei unterstützt werden, ihr Modell auf andere Märkte auszudehnen und dort nachzubilden.

In Märkten mit einer geringen Investorenbasis lassen sich vehikelbasierte Interventionen zudem speziell auf die Erleichterung des Zugangs für ausländische Investoren ausrichten. Dies übernimmt beispielsweise der Frontier Clearing Fund, der Gegenparteien bei

nationalen und internationalen Interbankengeschäften Garantien gewährt.

Vehikel wie ALCBF (siehe Kasten unten) unterstützen Emittenten technisch und mithilfe von Ankerinvestitionen beim lokalen Markteintritt. Dies stärkt ihren Zugang zur langfristigen Finanzierung in Lokalwährung.

In Märkten, die unter Liquiditätsengpässen leiden, könnte ein Fonds dazu beitragen, bei geringer Liquidität Emissionen zu kaufen und bei ausreichendem Anlegerkapital wieder zu verkaufen. Dies würde es den Unternehmen ermöglichen, auch in Zeiten geringer Liquidität Anleihen zu emittieren.

Bei Vehikeln ist ein Minimum an Anfangskapital erforderlich, das in der Regel durch Geberzuschüsse, ergänzt durch Sponsorengelder, bereitgestellt wird. Während Vehikel, die Fremdkapitalprodukte anbieten, ggf.



ALCBF

Der African Local Currency Bond (ALCB) Fund bietet Finanzinstituten und Unternehmen, die in afrikanischen Ländern in Entwicklungssektoren tätig sind, bei erstmaligen oder innovativen Anleihenemissionen in Lokalwährung Ankerinvestitionen und technische Unterstützung. Stand Juni 2017 hat der ALCB Fund in 18 Anleihen von 14 Unternehmen aus 9 Ländern investiert, darunter Botswana, Ghana, Kenia, Elfenbeinküste und Sambia.

ihre Kapitalbasis durch Fremdkapitalbeiträge vergrößern können, sollten eigenkapitalorientierte Vehikel ausschließlich durch Eigenkapital finanziert werden. Vehikel können im Wesentlichen auf zwei Arten unterstützt werden:

(1) Unterstützung beim Aufbau eines Vehikels. Dies kann in Form einer Ankerinvestition durch Eigen- oder Fremdkapital oder – im Falle eines Garantievehikels – durch einen Backstop erfolgen (d. h. der Backstopper tritt gegenüber den Garantienehmern ein, wenn das Vehikel dazu nicht in der Lage ist).

(2) Verbreiterung der Investorenbasis des Vehikels: Bonitätsverbesserungen des Vehikels erleichtern Dritten

die Investition, indem sie Risiken durch das Engagement im Vehikel mitigieren. Dies kann in Form einer Garantie für die Kapitalanleger bzw. des Portfolios oder durch die Bereitstellung von Nachrangkapital für das Vehikel erfolgen. Die Garantie des Portfolios kann so zugeschnitten werden, dass sie nur bestimmte Investees umfasst, die nach dem Willen des Garantiegebers am meisten vom Vehikel profitieren sollen.

Eine große Herausforderung bei der Auflage von Vehikeln ist, dass sie ein diversifiziertes Portfolio und eine kritische Anzahl an Transaktionen benötigen. Da die meisten Vehikel auf ein bestimmtes Marktsegment ausgerichtet sind (z. B. KMU, Versorger usw.), während die Frontier Märkte meist aber sehr klein sind, müssen die Vehikel i.d.R. eher regional ausgerichtet sein, also länderübergreifend investieren. Mit Blick auf die regionale Ausrichtung der meisten Vehikel und unter Berücksichtigung des Eigenkapitalbedarfs solcher Strukturen sind konzessionäre Mittel mit regionaler Ausrichtung hier von entscheidender Bedeutung.

Auswahl der richtigen Intervention

Bei der Auswahl der passenden Interventionsform sollten die Erfahrungen aus bestehenden Finanzierungsprogrammen berücksichtigt werden. Insbesondere muss die Intervention dem Entwicklungsstand eines Marktes entsprechen. Z.B. kann internationales Best Practice im Risikomanagement für Banken, deren Know-how in diesem Bereich sehr dürftig ist, zu komplex sein. Interventionen, bei denen KMU an die Börse gebracht werden sollten, sind oft gescheitert, weil es nicht genügend potenzielle Investees gab und die Vorteile einer Börsennotierung überschaubar waren. Ein Kapazitätsaufbau ist dann am erfolgreichsten, wenn er ganzheitlich und unter Einbeziehung des allgemeinen Kapitalmarktes erfolgt.

Auch wenn es für einzelne Geber aufgrund der schieren Größe schwierig ist, auf den Märkten für Staatsanleihen sinnvolle Unterstützung zu leisten, sollte eine solche Unterstützung nicht von vornherein ausge-

schlossen werden.

Der Grund dafür ist, dass viele Länder in den nächsten fünf Jahren aus der IDA Liste der LDCs fallen werden, wodurch sie den Zugang zu einer vergünstigten Finanzierung verlieren und zunehmend auf die Kapitalmärkte angewiesen sind, um sich zu finanzieren. Die Finanzierung zu IDA Konditionen macht oft mehr als 20 Prozent des lokalen Anleihenmarktes aus. Wenn Länder diese Kredite durch lokale Finanzierungen ersetzen müssen, kann die lokale Investorenbasis dies höchstwahrscheinlich nur bei deutlich höheren Zinsen leisten, was den Schuldendienst wiederum untragbar machen könnte. Ähnliche Effekte haben dazu geführt, dass Länder wie Simbabwe, Nigeria, die Elfenbeinküste, die Demokratische Republik Kongo und Kamerun wieder unter das Dach der Internationalen Entwicklungsorganisation schlüpfen mussten.

Insbesondere in Sektoren, die zuvor von Gebern finanziert wurden (z. B. Gesundheit), könnte es zu Kürzungen kommen, wenn alternative Finanzierungsquellen nicht genutzt werden können. Daher ist die Erleichterung des Zugangs zu Fremdmitteln auf lokalen und internationalen Märkten eine wichtige Form der Entwicklungshilfe.

Dies ist nur ein weiteres Beispiel dafür, welche grundlegende und unmittelbare Rolle die Entwicklung der Kapitalmärkte bei der Mobilisierung von privatem Kapital zur Erreichung der Sustainable Development Goals spielen kann.



Zur Person

Alexander Maletz ist Executive Director bei Lion's Head Global Partners (LHGP) und auf Schwellen- und Grenzkapitalmärkte spezialisiert. LHGP ist eine Investment- und Beratungsgesellschaft mit Sitz in London, Nairobi und Lagos, die auf globale Frontier-Märkte spezialisiert ist und Regierungen, halbstaatliche Stellen, Unternehmen und Entwicklungsinstitutionen unabhängig berät. Die LHGP ist der Fondsmanager des ALCBF.



Fotos

S. 01: KfW-Bildarchiv, photothek.net
S. 02: KfW Konzern, Martin Hagen



Kontakt

KfW Bankengruppe
Geschäftsbereich KfW Entwicklungsbank
Palmengartenstraße 5-9
60325 Frankfurt am Main
Telefon 069 7431 -0
Telefax 069 7431 -2944
info@kfw-entwicklungsbank.de
www.kfw.de