



University of Zurich  
Swiss Banking Institute

Center for Microfinance

Das Verhältnis von sozialen und finanziellen  
Erfolgserwartungen von Mikrofinanzinstitutionen  
am Beispiel des IPO der Compartamos Bank in Mexiko  
Diploma Thesis in Banking and Finance

Melanie Andorfer

Advisor: Annette Krauss

Full Paper version

CMF Thesis Series no. 2 (2010)

Date May 2010

Center for Microfinance Thesis Series

Das Verhältnis von sozialen und finanziellen Erfolgserwartungen von Mikrofinanzinstitutionen am  
Beispiel des IPO der Compartamos Bank in Mexiko  
Diploma Thesis in Banking and Finance

Melanie Andorfer

Advisor: Dr. Annette Krauss

Professor: Professor Dr. Thorsten Hens

Full Text Version

Center for Microfinance Thesis Series no. 2 (2010)

Zurich: University of Zurich, Swiss Banking Institute / Center for Microfinance  
Plattenstrasse 14, 8032 Zurich, Switzerland

---

## Executive Summary

### Problemstellung

In den letzten Jahren hat sich eine neue Entwicklung in der Mikrofinanzbranche, die sogenannte „Kommerzialisierung“, abgezeichnet. Diese bezeichnet die zunehmende Tendenz der Mikrofinanzinstitutionen (MFIs) weg von der Spenden- und Subventionsfinanzierung und hin zur kommerziellen Beschaffung von Fremd- beziehungsweise Eigenkapital. Es hat sich gezeigt, dass nachhaltige Mikrofinanzierung oftmals nur erreicht werden kann, wenn Finanzdienstleistungen für Mittellose in den globalen Finanzmarkt eingebunden werden. Während Spenden- und Entwicklungsgelder zu Beginn oft ausreichen, um die Kapitalbedürfnisse abzudecken, haben MFIs, bedingt durch die jährlich wachsende Anzahl an Kunden, einen rasch ansteigenden Bedarf an Geldmitteln. Deshalb platzierten führende Mikrofinanzinstitutionen in den letzten Jahren ihre Aktien an die Börse, um damit Zugang zu lokalen und internationalen Kapitalmärkten zu erhalten. Die wohl bekannteste Institution ist die mexikanische Compartamos Bank, die mit ihrem herausragenden Erfolg als Musterbeispiel der kommerziellen Mikrofinanzierung einer MFI gilt. Die Börsenbewertung der Bank bewegte sich zum Zeitpunkt des Börsengangs (IPO, Initial Public Offering) in Milliardenhöhe. Die bisherigen Anteilseigner verkauften während des IPO knapp einen Drittel ihrer Anteile an vorwiegend internationale Fondsmanager und andere kommerzielle Investoren. Der Gesamtertrag aus den Verkäufen betrug mehrere hundert Millionen US-Dollar. Die Erstemission wurde jedoch nicht nur bejahend aufgenommen. Nach dem IPO begann, aufgrund der hohen Gewinne, die zu einem Teil auf die hohen Darlehenszinssätze zurückzuführen sind, eine hitzige Mediendebatte. Die Kommerzialisierung scheint sowohl das Anbieten von Basisdienstleistungen für Arme, als auch die Erwirtschaftung von Gewinnen für die MFI und ihre Investoren zu ermöglichen. Deshalb drängt sich die Frage auf: Wie sollte eine angemessene Abstimmung der unterschiedlichen Ziele – sozialverträgliche Kosten für die Kunden und die gleichzeitige Profiterzielung für die Aktionäre – aussehen? Zudem müssen nun weitere Punkte bezüglich des Börsengangs von Compartamos hinterfragt werden:

- Ist es gerechtfertigt, von den Mikrounternehmern so hohe Zinssätze zu verlangen, damit eine grosse Gewinnerzielung erreicht wird?
- Wofür wird dieser hohe Gewinn verwendet?
- Der Anteilsbesitz und die Bestimmungsgewalt sind, durch das IPO, nicht mehr ausschliesslich in den Händen von sozial engagierten Kapitalgebern, sondern auch bei privaten oder öffentlichen Investoren, bei denen die Profitgenerierung von grösserer Bedeutung ist. Wird durch die Gewinnmaximierung der eigentlich gemeinnützige Zweck in den Hintergrund gedrängt? Geht der Grundgedanke der Mikrofinanzierung – die Unterstützung der Armen – dadurch verloren?

Die Arbeit beschäftigt sich mit den durch das IPO entstandenen Interessenskonflikten des Managements, der Aktionäre und der Kunden.

### **Vorgehen**

Die vorliegende Arbeit ist in sechs Teile gegliedert. Das *erste Kapitel* gibt einen kurzen Einblick in die Thematik der Mikrofinanzierung. Im *zweiten Teil* werden die theoretischen Grundlagen der Mikrofinanzierung geklärt, die für das weitere Verständnis und die spätere Analyse der Erfolgserwartungen notwendig sind. In einem *dritten Schritt* wird die heutige Compartamos Bank vorgestellt und ein chronologischer Überblick der wichtigsten Ereignisse in der Entwicklung von der NGO bis hin zum IPO gegeben. Zudem werden die Finanzierungsquellen aufgezeigt, welche die Basis für die Erstemission waren. Der *vierte Teil* widmet sich gezielt dem Initial Public Offering. Eine erste Beschreibung der zunehmenden Kommerzialisierung der Mikrofinanzbranche, sowie der entstandenen Interessenskonflikte, stellt eine wichtige Ausgangslage für die nachfolgenden Teile dar. Durch die Abwägung der verschiedenen Vor- und Nachteile der Transformation einer MFI sollen die Gründe für die IPO-Durchführung der Compartamos Bank nachvollzogen werden. Danach liegt der Fokus auf dem IPO, dessen Durchführungsprozess und den vorab gesetzten, beziehungsweise den schlussendlich erreichten Zielen. Weiter wird erklärt, welche Faktoren den erfolgreichen Börsengang von Compartamos begünstigten und wieso ihre umstrittene Zinspolitik und Gewinnverwendung zu Debatten führten. Im *fünften Kapitel* werden die durch das IPO hervorgerufenen Erfolgserwartungen der neuen Stakeholder (finanzieller Natur) den bisherigen (sozialer Natur) gegenübergestellt. Damit sollen negative Auswirkungen der Kommerzialisierung durch die Untersuchung der potentiellen Zielkonflikte bestätigt oder verworfen werden. Nach der Erläuterung der für die Analyse verwendeten finanziellen und sozialen Indikatoren werden die Untersuchungsmethode und die gefundenen Resultate besprochen. Im *letzten Abschnitt* folgen zusammenfassend die Bewertung des IPO sowie die Einbettung der MFI in der Mikrofinanzbranche. Als Schluss wird ein Blick in die Zukunft der Compartamos Bank gewagt.

### **Resultate**

In Anbetracht der Rentabilität und des guten Managements konnte Compartamos ihre Papiere erfolgreich an der Börse listen. Seither weist die Bank ein hohes Wachstum in Bezug auf ihre Kunden, sowie das Gesamtkreditportfolio aus und konnte ihr Produktangebot weiter ausbauen. Die Erstemission der Compartamos-Aktien hatte Einfluss auf die gesamte Mikrofinanzindustrie. Jeder Börsengang einer MFI führt dazu, dass neue Investoren gewonnen werden können und somit der Mikrofinanzmarkt zunehmendes Interesse erfährt. Diese Aufmerksamkeit führt zu einer weiteren Verbreitung der Mikrofinanzierung. Durch den Börsengang wurde einer breiten Allgemeinheit gezeigt, dass der weltweite Bedarf an Finanzdienstleistungen für Menschen mit geringem Einkommen noch immer sehr hoch und das

Angebot zu gering ist. Während der Markt für Subventionen und Spendengelder (im Vergleich zum globalen Finanzmarkt) beschränkt ist, um die hohe Nachfrage zu decken, hat die positive Wirkung des IPO bestätigt, dass es der Mikrofinanzbranche gelingt, die globalen Kapitalmärkte für die Finanzierung ihrer Vorhaben zu erschliessen. Gleichzeitig signalisieren die Finanzmärkte, dass der Mikrofinanzsektor eine potentielle Quelle für profitable Investitionsmöglichkeiten darstellt, bei dem es den Investoren gelingt, neben der finanziellen Rendite auch ein soziales Investment zu tätigen. Das IPO offenbarte, dass es attraktiv sein kann, mit den Armen Geschäfte zu machen. Zudem wurde das Bewusstsein der Öffentlichkeit gestärkt, dass Mikrofinanzierung als Alternative zur gewöhnlichen Entwicklungshilfe eine vielversprechende Lösung in Richtung nachhaltiger, globaler Armutsbekämpfung ist.

Eine abschliessende Antwort, ob das IPO der Compartamos Bank zu Gute kam oder nicht, muss differenziert werden. Die Bank genoss aufgrund ihres enormen Wachstums und ihrer Performancezahlen, nicht nur innerhalb der Mikrofinanzbranche, sondern auch in den weltweiten Medien, hohe Aufmerksamkeit und wurde als Musterbeispiel der erfolgreichen Kommerzialisierung einer MFI gefeiert. Als öffentlich registrierte Bank kann Compartamos nun zudem sowohl innerhalb des Bankensektors als auch gegenüber anderen Aktiengesellschaften bewertet werden, da sie durch das IPO erstmals einen (öffentlichen) Marktwert besitzt. In der Vergangenheit waren Preis- und Performanceinformationen ziemlich schwierig für die privaten Investoren und Kunden abzuschätzen. Der Börsengang erhöhte damit die Transparenz, welche für die gesamte Mikrofinanzbranche in Zukunft immer wichtiger wird. Gleichzeitig löste die MFI gerade durch ihren Erfolg und die erzielten Gewinne eine Mediendebatte aus, in der die Bank vor allem bezüglich ihrer Preispolitik kritisiert wurde. Die Kritik am Börsengang richtet sich nicht ausschliesslich gegen die Compartamos Bank, sondern gegen den allgemeinen Trend des Mikrofinanzsektors in Richtung kommerzielle Refinanzierung. Wie diese Arbeit zeigt, verlangen auch andere Mikrofinanzanbieter höhere Kreditraten als die meisten lokalen Banken. Durch das IPO wurde die Schwierigkeit zur Einhaltung der „double bottom line“-Ziele verstärkt offenbart und durch den Musterbeispielstatus auf Compartamos projiziert. Die Bank wird daher, trotz ihrer guten Balance zwischen sozialen und finanziellen Erfolgserwartungen (wie die Untersuchung in dieser Arbeit aufzeigt), mit den Vorwürfen eines möglichen „Mission Drifts“ konfrontiert. Grössere Transparenz der MFI und der gesamten Mikrofinanzbranche könnten diese Anschuldigungen jedoch entschärfen.

Diese Arbeit zeigt anschaulich, dass in der gesamten Branche weiterhin offene Diskussionspunkte bestehen und am Beispiel der Compartamos Bank einiges gelernt werden kann. MFIs müssen die Konsequenzen, welche durch die Transformation in der Bestimmungsgewalt entstehen können, frühzeitig erkennen und in ihre Entscheidungen miteinbeziehen. Durch den Wechsel zur gewinnorientierten Mikrofinanzinstitution werden die Managemententscheide komplexer, da auch ethische Aufgaben zu meistern sind. Das IPO hat ausserdem verdeutlicht, dass jede MFI vermehrt auf die Konsequenzen ihrer Zinspolitik achten muss. Höhere Transparenz ist dabei unumgänglich. Zum Einen bringt sie für die

---

Institutionen Vorteile, wie Performancesteigerungen durch griffige Managemententscheidungen und die Möglichkeit von Vergleichsbewertungen innerhalb der Industrie. Zum Anderen werden Investoren durch transparente Finanzinformationen angezogen und auch die Kunden haben einen Nutzen durch klare Produkt- und Preisbedingungen. Die geringe Durchsichtigkeit ist die grösste Herausforderung, welche die relativ „junge“, kaum regulierte Branche (im Vergleich zum Finanzmarkt) in Zukunft zu meistern hat.

Obwohl die Compartamos Bank gemäss Analyse eine enorm positive Performance ausweist und wie früher ihre soziale Mission verfolgt, ist es, aufgrund mangelnder Daten, für eine abschliessende Beurteilung des IPO zu früh. Ein Trend in der Kommerzialisierung von MFIs, sowie ein allfälliger „Mission Drift“, der durch die unterschiedlichen Interessen der Stakeholder entstanden sein könnte, kann bis zum heutigen Zeitpunkt nicht abgeleitet werden.

Nach der Beurteilung des Börsengangs von Compartamos stellt sich die Frage, wie typisch der Fall für die gesamte Mikrofinanzbranche ist. Die grossen Gewinne der Bank sowie der hohe Marktwert, den die positive Aktienperformance abbildet, sind Ausreisser, sprich unüblich für die Mikrofinanzindustrie. Das sehr gute (finanzielle) Ergebnis ist somit nicht repräsentativ für andere MFIs, die den Schritt zur börsenkotierten Gesellschaft wagen. Dennoch oder vielleicht gerade durch den enormen Erfolg angespornt, stiegen seit dem Börsengang der Compartamos Bank sieben weitere Konkurrenten in den mexikanischen Mikrofinanzmarkt ein. Die Tendenz der Mikrofinanzindustrie weg von spendensubventionierten Institutionen in Richtung kommerzieller Refinanzierung scheint sich daher zu bestätigen. Während sich die MFIs früher vorwiegend im sozial gesinnten, nicht profitorientierten Bereich bewegten, ist die Annäherung an den kommerziellen, gewinnorientierten Sektor heute deutlich. Compartamos Entwicklungsgeschichte, von der NGO über die regulierte MFI zur Kotierung ihrer eigenen Aktien an der mexikanischen Börse, spiegelt diesen Trend wider. Durch ihren Erfolg wird Compartamos von anderen Mikrofinanzanbietern als Vorbild herangezogen, der es gelang, die frühere Abhängigkeit von Spenden- und Subventionsgeldern durch die Erschliessung neuer Finanzierungsquellen, zu überwinden.

## Inhaltsverzeichnis

<b>EXECUTIVE SUMMARY</b> .....	<b>I</b>
<b>INHALTSVERZEICHNIS</b> .....	<b>V</b>
<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>VII</b>
<b>TABELLENVERZEICHNIS</b> .....	<b>VIII</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>IX</b>
<b>1. EINLEITUNG</b> .....	<b>1</b>
1.1.    PROBLEMSTELLUNG .....	2
1.2.    ZIEL DER ARBEIT.....	3
1.3.    AUFBAU DER ARBEIT .....	4
<b>2. DEFINITIONEN UND ÜBERSICHT</b> .....	<b>5</b>
2.1.    MIKROFINANZIERUNG .....	5
2.1.1.    Mikrounternehmer .....	6
2.1.2.    Produkte .....	7
2.1.3.    Wie Mikrofinanzierung den Armen hilft .....	8
2.2.    MIKROFINANZINSTITUTIONEN .....	9
<b>3. DIE COMPARTAMOS BANK</b> .....	<b>10</b>
3.1.    DATEN UND FAKTEN ZUR COMPARTAMOS BANK.....	10
3.1.1.    Kunden und potentieller Zielmarkt .....	11
3.1.2.    Produkte und Dienstleistungen .....	12
3.2.    ENTWICKLUNG VON DER NGO ZUM IPO.....	15
3.2.1.    Finanzierung .....	16
<b>4. INITIAL PUBLIC OFFERING</b> .....	<b>21</b>
4.1.    TRANSFORMATION UND KOMMERZIALISIERUNG VON MIKROFINANZINSTITUTIONEN .....	21
4.1.1.    Interessenskonflikte .....	24
4.2.    BÖRSENGANG DER COMPARTAMOS BANK .....	27
4.2.1.    Rechtlicher Rahmen für IPO-Durchführung.....	29
4.2.2.    IPO-Prozess der Compartamos Bank.....	30
4.2.3.    Resultate des IPO.....	32
4.2.4.    Erfolgsfaktoren des IPO.....	33
4.3.    IPO-DEBATTE .....	35
4.3.1.    Höhe und Verwendung des Gewinns.....	36
4.3.2.    Höhe der Zinssätze.....	37
4.3.3.    Anteilsbesitz (Eigentum) und Bestimmungsgewalt .....	41
4.3.4.    Stellungnahme von Compartamos .....	42

---

<b>5.</b>	<b>ANALYSE DER ERFOLGSERWARTUNGEN .....</b>	<b>44</b>
5.1.	UNTERSUCHUNGSMETHODE UND VERWENDETE INDIKATOREN FÜR DIE ERFOLGSMESSUNG.....	44
5.2.	FINANZIELLE PERFORMANCE .....	47
5.2.1.	Eigenkapitalrendite .....	47
5.2.2.	Gesamtkapitalrendite .....	48
5.2.3.	Betriebliche Kostendeckung .....	50
5.3.	RISIKO UND LIQUIDITÄT .....	51
5.3.1.	Portfolio at Risk > 30 Tage .....	51
5.3.2.	Risikodeckungsrate .....	53
5.3.3.	Abschreibungsrate .....	54
5.4.	PRODUKTIVITÄT UND EFFIZIENZ .....	56
5.4.1.	Mitarbeiterproduktivität .....	56
5.4.2.	Betriebliche Effizienz .....	58
5.4.3.	Kosten pro Kunde .....	60
5.5.	SOZIALE PERFORMANCE.....	61
5.5.1.	Breitenwirksamkeit und Anteil weibliche Kunden .....	61
5.5.2.	Grösse des Gesamtkreditportfolios .....	63
5.5.3.	Durchschnittlicher Kredit pro Kunde.....	65
5.6.	PREISE DER KREDITE (HÖHE DER ZINSSÄTZE).....	66
5.7.	RESULTATE .....	69
5.8.	BEURTEILUNG DER INTERESSENSKONFLIKTE .....	72
<b>6.</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK .....</b>	<b>74</b>
6.1.	BEWERTUNG DES IPO.....	74
6.2.	EINBETTUNG IN DIE MIKROFINANZBRANCHE UND HEUTIGE SITUATION VON COMPARTAMOS .....	76
6.3.	ZUKÜNFTIGE HERAUSFORDERUNGEN DER COMPARTAMOS BANK .....	78
	<b>LITERATURVERZEICHNIS.....</b>	<b>79</b>
	<b>ANHANG.....</b>	<b>85</b>



---

**Abbildungsverzeichnis**

ABB. 1: POTENTIELLER ZIELMARKT VON COMPARTAMOS .....	12
ABB. 2: ENTWICKLUNGSGESCHICHTE VON COMPARTAMOS .....	15
ABB. 3: KAPITALSTRUKTUR NACH ERLANGUNG DER BANKENZULIZENZ (2006) .....	20
ABB. 4: MANAGERMODELL NACH JENSEN UND MECKLING (OHNE ÜBERWACHUNGSKOSTEN).....	25
ABB. 5: MANAGERMODELL NACH JENSEN UND MECKLING (MIT ÜBERWACHUNGSKOSTEN).....	27
ABB. 6: EIGENTUMSVERHÄLTNISSE VOR UND NACH DEM BÖRSENGANG.....	32
ABB. 7: VERGLEICH DER EIGENKAPITALRENDITE (ROE).....	48
ABB. 8: VERGLEICH DER GESAMTKAPITALRENDITE (ROA).....	49
ABB. 9: VERGLEICH DER KOSTENDECKUNG (OSS) .....	50
ABB. 10: VERGLEICH DER KOSTENDECKUNG MIT EIGEN- SOWIE GESAMTKAPITELRENDITEN.....	51
ABB. 11: VERGLEICH DES PORTFOLIO AT RISK > 30 TAGE.....	53
ABB. 12: VERGLEICH DER RISIKODECKUNGSRATE.....	54
ABB. 13: VERGLEICH DER ABSCHREIBUNGSRATE .....	55
ABB. 14: VERGLEICH DER ANZAHL KUNDEN PRO MITARBEITER .....	57
ABB. 15: DURCHSCHNITTSKOSTEN UND BETRIEBSKOSTENSATZ VON COMPARTAMOS.....	58
ABB. 16: VERGLEICH DES BETRIEBSKOSTENSATZES .....	59
ABB. 17: VERGLEICH DER DURCHSCHNITTLICHEN KOSTEN PRO KUNDE (US-DOLLAR) .....	60
ABB. 18: ANZAHL KUNDEN VON COMPARTAMOS .....	61
ABB. 19: VERGLEICH DER ANZAHL KUNDEN .....	62
ABB. 20: VERGLEICH DES ANTEILS WEIBLICHER KUNDEN .....	63
ABB. 21: GESAMTKREDITPORTFOLIO VON COMPARTAMOS (US-DOLLAR) .....	64
ABB. 22: VERGLEICH DES GESAMTKREDITPORTFOLIOS (US-DOLLAR) .....	64
ABB. 23: VERGLEICH DER DURCHSCHNITTLICHEN KREDITSUMME PRO KUNDE (US-DOLLAR) .....	65
ABB. 24: KREDITKOSTENSTRUKTUR VON COMPARTAMOS .....	67
ABB. 25: EINFLUSS DER GEWINNE AUF HÖHE DER ZINSSÄTZE.....	68
ABB. 26: KURSVERLAUF DER COMPARTAMOS-AKTIE IM VERGLEICH ZU ANDEREN INDIZES.....	74

---

**Tabellenverzeichnis**

TAB. 1: KATEGORISIERUNG VON MIKROFINANZANBIETERN .....	9
TAB. 2: PRODUKTEÜBERSICHT .....	13
TAB. 3: FINANZIERUNGSQUELLEN (1990-2000).....	17
TAB. 4: ÜBERSICHT ÜBER DIE OBLIGATIONS AUSGABEN.....	19
TAB. 5: KÄUFERSTRUKTUR DER OBLIGATIONSANLEIHEN .....	19
TAB. 6: VOR- UND NACHTEILE DER TRANSFORMATION .....	22
TAB. 7: MONATLICHE ZINSSÄTZE INKLUSIVE MEHRWERTSTEUER (STAND 2007).....	66

---

**Abkürzungsverzeichnis**

Anm. d. Verf.	Anmerkung der Verfasserin
BRAC	Bangladesh Rural Advancement Committee
BRI	Bank Rakyat Indonesia
CAR	Capital Adequacy Ratio
CGAP	Consultative Group to Assist the Poor
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
CSR	Corporate Social Responsibility
IFC	International Finance Corporation
IPO	Erstmission (Initial Public Offering)
MBB	MicroBanking Bulletin
MFI	Mikrofinanzinstitution
MIX	Microfinance Information eXchange
mxAA	mexikanisches Obligationenrating „AA“
mxA+	mexikanisches Obligationenrating „A+“
NGO	Nicht-Regierungsorganisation (Nongovernmental Organization)
OER	Betriebskostensatz (Operating Expense Ratio)
o. O.	ohne Ortsangabe
OSS	Kostendeckung (Operating Self-Sufficiency)
o. V.	ohne Verfasser
PaR	Portfolio at Risk
QIB	Qualifizierter institutioneller Käufer (Qualified Institutional Buyer)
ROA	Gesamtkapitalrendite (Return on Assets)
ROE	Eigenkapitalrendite (Return on Equity)
ROSCA	Rotating Savings and Credit Association
SOFOL	Sociedad Financiera de Objeto Limitado
UNO	Vereinte Nationen (United Nations Organisation)
USAID	United States Agency for International Development

## 1. Einleitung

Mikrofinanzierung, englisch Microfinance genannt, gehört zu einer schnell wachsenden Nische in der Finanzwelt und der globalen Wirtschaftsentwicklung. Der Grundgedanke der Mikrofinanzierung ist der Glaube, dass der Zugang zu Finanzdienstleistungen den Armen helfen kann, ihre Risiken zu managen und ihnen mit dieser finanziellen Unterstützung weitere Möglichkeiten und Chancen eröffnet werden.<sup>1</sup> Im Zentrum stehen mittellose Menschen, wobei Regierungen, Entwicklungshilfeorganisationen und private Spender vermittelnd und unterstützend im Hintergrund auftreten. In den letzten Jahren hat sich das Mikrofinanzmodell als sehr erfolgreich und besonders nachhaltig in der Bekämpfung von Armut, insbesondere in den Ländern der Dritten Welt, herausgestellt. Seither wird Mikrofinanzierung oft als Schlüsselkonzept zur Armutsbeseitigung verwendet. Unterdessen wurden gemäss Schätzungen bereits 36 Milliarden US-Dollar in Form von Mikrokrediten an weltweit über 100 Millionen Arme und deren Familien, vor allem in Lateinamerika, Südost- und Zentralasien sowie Osteuropa, abgegeben.<sup>2</sup> Aufgrund der rasanten Entwicklung der Mikrofinanzbranche gab es in den letzten Jahren einen regelrechten Medienboom. So ernannte die United Nations Organisation (UNO) das Jahr 2005 zum „Internationalen Jahr für Mikrokredite“.<sup>3</sup> Ein Jahr darauf erhielt der Gründer der Grameen Bank, Muhammad Yunus, den Friedensnobelpreis für seine Erfolge durch die Vergabe von Mikrodarlehen und der daraus resultierenden Reduktion der Armut in Bangladesch.<sup>4</sup> Dies war ein wichtiger Meilenstein in der Entwicklung der Mikrofinanzierung, der die Aufmerksamkeit der ganzen Welt für die Branche auf sich zog und aufzeigte, dass Finanzgeschäfte mit Armen auch attraktiv sein können. Das zweite bedeutungsvolle Ereignis, das in die Geschichte der Mikrofinanzierung einging, war der Börsengang der mexikanischen Compartamos Bank und deren Erfolg in Bezug auf die kommerzielle Mikrofinanzierung.<sup>5</sup>

Die Aktiengesellschaft Compartamos gilt heute als die grösste und profitabelste Mikrofinanzinstitution (MFI) in ganz Lateinamerika.<sup>6</sup> Seit der Gründung im Jahr 1990 war Compartamos als nicht gewinnorientierte Nicht-Regierungsorganisation (NGO) tätig und bekam verschiedene Spendengelder von internationalen Entwicklungsagenturen und privaten mexikanischen Kapitalgebern. Um das Wachstum weiter anzukurbeln, entschied sich Compartamos im Jahr 2000 als gewinnorientierte Organisation aufzutreten, indem sie Obligationen am mexikanischen Kapitalmarkt emittierte. 2006 erhielt Comparta-

---

<sup>1</sup> Vgl. Wisniewski, S.: Developing Commercially Viable Microfinance, 2004, S. 18.

<sup>2</sup> Vgl. o. V.: Anlagechancen in der Dritten Welt, in: Neue Zürcher Zeitung, 02.03.2009.

<sup>3</sup> Vgl. <http://www.un.org/events/microcredit/>, 28.05.2009 (Abfragedatum).

<sup>4</sup> Vgl. Sengupta, R. / Aubuchon, C. P.: The Microfinance Revolution: An Overview, 2008, S. 9.

<sup>5</sup> Kommerzielle Mikrofinanzierung heisst, dass die Mikrofinanzinstitutionen profitabel und autark wirtschaften. Da sie auf kommerzieller Basis operieren, gelingt es ihnen eine konkurrenzfähige Rendite anzubieten.

<sup>6</sup> Vgl. o. V.: The Implications of Increased Commercialization of the Microfinance Industry: What can we learn from the discussions that followed the Compartamos IPO?, 2008, S. 1.

mos die Bankenlizenz und ein Jahr später, am 20. April 2007, beging sie ihre erste öffentliche Börsenemission (IPO, Initial Public Offering). Die Börsenbewertung der Compartamos Bank bewegte sich zu diesem Zeitpunkt in Milliardenhöhe. Die bisherigen Anteilseigner verkauften während des IPO knapp einen Drittel ihrer Anteile an neue Investoren, die vorwiegend internationale Fondsmanager und andere kommerzielle Investoren waren. Der Gesamtertrag aus dem Verkauf betrug mehrere hundert Millionen US-Dollar.

Mit diesem und anderen gelungenen Erstauftreten von Mikrofinanzinstitutionen an der Börse war eine neue Entwicklung in der „Kommerzialisierung“ der Mikrofinanzbranche eingeläutet. Durch diese kommerzielle Refinanzierungsmethode wurde der private Sektor, also die internationalen Kapital- und Finanzmärkte, eingebunden und neue Finanzierungsquellen (neben sozialen auch kommerzielle) erschlossen. Diese Anlagemethode erfreut sich grosser Beliebtheit und stösst auf wachsendes Interesse bei den internationalen Investoren, die eine doppelte – finanzielle und soziale – Rendite (englisch als „double bottom line“ bezeichnet) generiert. Zudem zeichnet sich seit geraumer Zeit ein deutlicher Paradigmenwechsel, von dem Spenden- und Entwicklungshilfe subventionierten Kreditgewährungssystem zu wirtschaftlich autarken Mikrofinanzinstitutionen, die kommerzielle Dienstleistungen anbieten, ab. Darüber hinaus hat sich das Finanzdienstleistungsangebot in den letzten Jahren über die ursprüngliche Kreditvergabe zum umfassenden Kundenservice entwickelt.

Nirgendwo sonst hat sich die Kommerzialisierung der Mikrofinanzierung so rasch ausgebreitet wie in Lateinamerika.<sup>7</sup> Das IPO von Compartamos gilt als weltweites Musterbeispiel. Gleichzeitig löste es jedoch kritische Fragen, bezüglich der Transformation von MFIs zu börsenkotierten Gesellschaften, aus.

### **1.1. Problemstellung**

Durch den Erfolg des IPO der Compartamos Bank wurde der private Sektor zunehmend auf die Mikrofinanzbranche aufmerksam. Die Kommerzialisierung scheint sowohl das Anbieten von Basisdienstleistungen für Arme, als auch die Erwirtschaftung von Gewinnen für die MFI und ihre Investoren zu ermöglichen. Eine Frage drängt sich in diesem Zusammenhang auf: Wie sollte eine angemessene Abstimmung der unterschiedlichen Ziele – sozialverträgliche Kosten für die Kunden und die gleichzeitige Profiterzielung für die Aktionäre – aussehen? Zudem müssen weitere Punkte bezüglich des Börsengangs von Compartamos hinterfragt werden:

- Ist es gerechtfertigt, von den Mikrounternehmern so hohe Zinssätze zu verlangen, damit eine grosse Gewinnerzielung erreicht wird?
- Wofür wird dieser hohe Gewinn verwendet?

---

<sup>7</sup> Vgl. Peck Christen, R.: Commercialization and Mission Drift, 2001, S. 1.

- Der Anteilsbesitz und die Bestimmungsgewalt sind durch das IPO nicht mehr ausschliesslich in den Händen von sozial engagierten Kapitalgebern, sondern auch bei privaten oder öffentlichen Investoren, bei denen die Profitgenerierung von grosser Bedeutung ist. Wird durch die Gewinnmaximierung der eigentlich gemeinnützige Zweck in den Hintergrund gedrängt? Geht der Grundgedanke der Mikrofinanzierung – die Unterstützung der Armen – dadurch verloren?

## 1.2. Ziel der Arbeit

Vorab werden der Begriff „*Mikrofinanzierung*“ und die besonderen Merkmale, wie die Kunden, die verschiedenen Mikrofinanzprodukte sowie die Mikrofinanzanbieter definiert.

Während früher Mikrofinanzierung fast ausschliesslich von nicht-gewinnorientierten Organisationen betrieben wurde, transformieren sich heute immer mehr MFIs zu regulierten Finanzinstitutionen. Einige wagen über ein Initial Public Offering gar noch einen Schritt weiter in Richtung kommerzielle Finanzierung. Aufgrund dieser zunehmenden Popularität scheint eine vertiefte Beobachtung des Börsengangs einer Mikrofinanzinstitution sehr interessant. „[...] Compartamos [ist für viele, Anm. d. Verf.] zu einem Weltmodell für andere Mikrofinanzinstitutionen geworden.“<sup>8</sup> Die mexikanische Bank eignet sich deshalb besonders gut als Beispiel zur Untersuchung der verschiedenen Erfolgserwartungen nach dem Börsengang einer Mikrofinanzinstitution. Zudem gehört Compartamos zu einem der ersten lateinamerikanischen MFIs, die ihre Aktien an der Börse listen liess. Abgesehen davon wurde, durch den enormen Erfolg nach der Emission, die Beschaffung von Eigenkapital über eine öffentliche Erstemission auch für andere MFIs denkbar. Zugleich startete ab dem Zeitpunkt des IPO der Compartamos Bank eine riesige Mediendebatte zur Kommerzialisierung von Mikrofinanzinstitutionen.

Neben der Herausforderung der Nachhaltigkeitssicherung der vergebenen Mikrokreditinvestitionen, bleibt das Abwägen der sozialen und kommerziellen Ziele eines der schwierigsten Probleme in der Mikrofinanzwelt. Die durch das IPO hervorgerufenen neuen Stakeholder, die Aktionäre, haben zusätzliche Erfolgserwartungen (Generierung von Shareholder Value) an die MFI. Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit den durch das IPO entstandenen Interessenskonflikten des Managements, der Aktionäre und der Kunden. Anhand einer empirischen Beobachtung werden Rückschlüsse über die Wirksamkeit des IPO gezogen. Dies wird anhand eines Vergleichs des heutigen Erfolgs – sozial und finanziell – mit dem Ergebnis vor dem ersten Börsengang untersucht.

Das Hauptziel dieser Arbeit ist es zu zeigen, ob wegen der zunehmenden Kommerzialisierung der MFIs und den damit verbundenen Gewinne tatsächlich der soziale, gemeinnützige Zweck in den Hintergrund getreten ist.

---

<sup>8</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 2.

### 1.3. Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit ist in sechs Teile gegliedert. Das *erste Kapitel* gibt einen kurzen Einblick in die Thematik der Mikrofinanzierung. Im *zweiten Teil* werden die theoretischen Grundlagen der Mikrofinanzierung geklärt, die für das weitere Verständnis und die spätere Analyse der Erfolgserwartungen notwendig sind. In einem *dritten Schritt* wird die heutige Compartamos Bank vorgestellt und ein chronologischer Überblick der wichtigsten Ereignisse in der Entwicklung von der NGO bis hin zum IPO gegeben. Zudem werden die Finanzierungsquellen aufgezeigt, welche die Basis für die Erstemission waren. Der *vierte Teil* widmet sich gezielt dem Initial Public Offering. Eine erste Beschreibung der zunehmenden Kommerzialisierung der Mikrofinanzbranche, sowie der entstandenen Interessenskonflikte, stellt eine wichtige Ausgangslage für die nachfolgenden Teile dar. Durch die Abwägung der verschiedenen Vor- und Nachteile der Transformation einer MFI sollen die Gründe für die IPO-Durchführung der Compartamos Bank nachvollzogen werden. Danach liegt der Fokus auf dem IPO, dessen Durchführungsprozess und den vorab gesetzten, beziehungsweise den schlussendlich erreichten Zielen. Weiter wird erklärt, welche Faktoren den erfolgreichen Börsengang von Compartamos begünstigten und wieso ihre umstrittene Zinspolitik und Gewinnverwendung zu Debatten führten. Im *fünften Kapitel* werden die durch das IPO hervorgerufenen Erfolgserwartungen der neuen Stakeholder (finanzieller Natur) den bisherigen (sozialer Natur) gegenübergestellt. Damit sollen negative Auswirkungen der Kommerzialisierung durch die Untersuchung der potentiellen Zielkonflikte bestätigt oder verworfen werden. Nach der Erläuterung der für die Analyse verwendeten finanziellen und sozialen Indikatoren werden die Untersuchungsmethode und die gefundenen Resultate besprochen. Im *letzten Abschnitt* folgen zusammenfassend die Bewertung des IPO sowie die Einbettung der MFI in der Mikrofinanzbranche. Als Schluss wird ein Blick in die Zukunft der Compartamos Bank gewagt.

## 2. Definitionen und Übersicht

Mit diesen Grundlagen werden die wesentlichen Begriffe und ihre theoretische Fundierung geklärt, um die aufgeworfene Fragestellung behandeln zu können. Zu diesem Zweck wird im Folgenden das allgemeine Grundverständnis von Mikrofinanzierung, den Mikrofinanzinstitutionen sowie deren Produkte und Kunden gelegt. Dabei werden die einzelnen Begriffe inhaltlich definiert und hinsichtlich ihres Verständnisses abgegrenzt.

### 2.1. Mikrofinanzierung

Der Begriff „*Mikrofinanzierung*“<sup>9</sup> bezeichnet Finanzdienstleistungen für arme, aber wirtschaftlich aktive Menschen vorwiegend in Entwicklungsländern. Oft wird auch die englische Bezeichnung „Microfinance“ verwendet. Die Ursprünge der Mikrofinanzbewegung liegen bereits in den 1970er Jahren, als ACCIÓN International<sup>10</sup> in Brasilien, die „Bank Rakyat Indonesia“ (BRI) in Indonesien und „Grameen“ in Bangladesch, Kleinstkredite an Arme vergaben. Mikrofinanzierung funktioniert, im Gegensatz zur normalen Entwicklungshilfe, nach dem Grundsatz: „Hilfe zur Selbsthilfe“. Sogenannte Mikrofinanzinstitutionen (MFIs) stellen armen Mikrounternehmern kleine, oft ungedeckte Darlehen für die Finanzierung von Betriebskapital zum Auf- oder Ausbau eines Geschäftes zur Verfügung. Die von den Schuldern entrichteten Darlehenszinsen dienen als Kapital für weitere Kredite an andere Mikrounternehmer. Dieses einfache, nachhaltig funktionierende Modell hat sich in den letzten Jahren stets weiterentwickelt und gut bewährt. Mikrofinanzierung gilt somit „[...] als eines der wirkungsvollsten Instrumente, um die Armut zu mindern, da sie es gerade bedürftigen Menschen ermöglicht, unternehmerische Eigeninitiative zu entwickeln.“<sup>11</sup>

Durch Mikrofinanzierung werden Menschen, die am Fuss der Wohlstandspyramide leben, trotzdem mit einem bankenüblichen Dienstleistungsangebot bedient. Oftmals sind es nämlich Kleinstsummen von 25 bis 1‘500 US-Dollar die fehlen, damit die Mittellosen eine selbstständige gewinnbringende Geschäftstätigkeit ausüben können. Die hohen Rückzahlungsquoten von meistens über 97 Prozent zeigen,

---

<sup>9</sup> Früher wurde der Ausdruck „*Mikrokredit*“ irrtümlicherweise oft mit „Mikrofinanzierung“ gleichgesetzt. Seit geraumer Zeit ist in der Mikrofinanzbranche jedoch klar, dass diese Definition zu kurz greift. Nach wie vor liegt zwar der primäre Fokus der Mikrofinanzierung in der Kreditvergabe, darüber hinaus gehören aber auch andere Finanzdienstleistungen, wie Spareinlagen und Versicherungen, dazu. Vgl. Wisniwski, S.: *Development Commercially Viable Microfinance*, 2004, S. 1.

<sup>10</sup> ACCIÓN International ist ein internationaler, nicht-gewinnorientierter Anbieter von technischer Unterstützung und Investitionskapital für Mikrofinanzinstitutionen.

<sup>11</sup> Traditionelle Entwicklungshilfe ist demgegenüber weniger fortwährend und effektiv und kann sogar dazu führen, dass die Spendempfänger ihre Eigeninitiative verlieren und sich vollständig in die Abhängigkeit der Hilfe begeben. Die Mikrofinanzkreditnehmer hingegen sind durch die finanziellen Dienstleistungen aus eigener Kraft in der Lage, ihre Lebensumstände zu verbessern und tragen so auch wesentlich zur wirtschaftlichen Entwicklung ihres eigenen Landes bei. Felder-Kuzu, N.: *Kleiner Einsatz, grosse Wirkung: Mikrofinanzierung und Mikrofranchising*, 2008, S. 18.



dass die Mikrounternehmer die Chance, ihr Schicksal selbst in die Hand zu nehmen und ihre Lebensqualität langfristig zu verbessern, mit einer grossen Ernsthaftigkeit nutzen.

Trotz des in den letzten Jahren ständig wachsenden Mikrofinanzmarkts ist die Nachfrage nach solchen Finanzdienstleistungen weiterhin enorm gross und das Angebot noch immer sehr gering. Nach wie vor ist hunderten Millionen, wenn nicht sogar über 1 Milliarde Menschen, der Zugang zu solchen Dienstleistungen verwehrt.<sup>12</sup>

In den nächsten Kapiteln werden die Kunden, die angebotenen Produkte der verschiedenen Mikrofinanzanbieter sowie die Wirkung von Mikrofinanzdienstleistungen auf die Armen näher betrachtet.

### **2.1.1. Mikrounternehmer**

Als typische Mikrofinanzkunden gelten arme Menschen (nicht nur Unternehmer), die aufgrund ihres geringen Einkommens keinen oder nur einen eingeschränkten Zugang zu den Geld- und Finanzmärkten haben. Da sie zudem kaum angespartes Vermögen besitzen, welches sie als bankenübliche Sicherheiten verwenden könnten, sind sie für Banken, Kreditinstitute und Versicherungen uninteressante Kunden.<sup>13</sup> Aus diesem Grund bleibt den Mikrounternehmern oft nur der Weg über lokale Kreditgeber, die Wucherzinsen, für das zur Verfügung gestellte Kapital, verlangen. Daraus entsteht ein Teufelskreis aus ständiger Abhängigkeit, wirtschaftlicher Hinderung und bleibender Armut. Durch die Möglichkeit der Mikrofinanzierung erhalten diese wirtschaftlich aktiven Menschen von MFIs finanzielle Unterstützung in Form eines Kredites oder anderen Finanzdienstleistungen.

Die meisten Kunden der MFIs sind weiblich, da Frauen, obwohl sie einen Grossteil der armen Bevölkerung ausmachen, bezüglich ihrer Ausbildung oder dem Einstieg ins Berufsleben stark benachteiligt sind. Es hat sich gezeigt, dass Geld, welches an weibliche Mikrounternehmer ausgeliehen wird, einen grösseren Einfluss auf das Wohl der Familie hat und mehr zur Armutsbekämpfung beiträgt. Dies daher, weil Frauen die gesamten Gewinne aus der Geschäftstätigkeit in die Ausbildung ihrer Kinder oder zur Verbesserung ihrer Infrastruktur investieren. Zudem sind sie sparsamer, was sie zu kreditwürdigen Kundinnen macht. Männer hingegen verwenden die finanziellen Mittel weniger nachhaltig und kaufen vorwiegend Konsumgüter.

Mikrofinanzkunden sind in der Regel selbstständige Unternehmer, die oft im eigenen Haushalt ihr kleines Familienunternehmen aufgebaut haben. Die Geschäfte sind meist informell, sprich ohne Gewerbeerlaubnis oder Registrierung bei den örtlichen Steuer- und Finanzbehörden, geführt.

---

<sup>12</sup> Das Gebiet der Mikrofinanzierung verfügt jedoch noch über wenig wissenschaftlich belegbare Daten und sofern welche bestehen, ist ihre Aussagekraft oft sehr begrenzt. Vgl. Felder-Kuzu, N.: Kleiner Einsatz, grosse Wirkung: Mikrofinanzierung und Mikrofranchising, 2008, S. 18f.

<sup>13</sup> Schätzungen zufolge leben die meisten Mikrounternehmer nahe der Armutsgrenze, also knapp ober- oder unterhalb des Existenzminimums. Die Zielgruppe der MFIs besteht demnach nicht aus den ärmsten 10 Prozent der Bevölkerung, da diese Mittellosen keine regelmässigen Einnahmequellen besitzen, um die Darlehen überhaupt zurückzubezahlen. Vgl. <http://www.microfinancegateway.org/site/m/template.rc/1.26.9183/#1>, 30.05.2009 (Abfragedatum).

### 2.1.2. Produkte

Das zentrale Produkt der Mikrofinanzierung ist der *Mikrokredit*, bei dem den Unternehmern Betriebskapital in Form von kleinen Darlehenssummen ausgegeben wird. Der Kreditnehmer kann langfristig verfolgte Ziele, wie zum Beispiel den Ausbau seines Geschäftes, realisieren oder notwendige Produktionsmittel selber oder in grösseren Mengen und deshalb zu günstigeren Konditionen beziehen. Ohne den Kredit wäre das nicht möglich gewesen. Die Tilgung inklusive der Zinsen erfolgt danach in mehreren kleinen Raten, wobei die Laufzeiten der Kredite für eine gute Überschaubarkeit eher kurz (wenige Monate bis ein Jahr) gehalten werden.

Es bestehen zwei unterschiedliche Darlehensformen, die den Mikrounternehmern den Aufbau ihrer eigenständigen Existenz erlauben: Gruppen- oder Einzelkredite. Bei den *Gruppendarlehen* handelt es sich um kleine Guthaben, die ohne weitere Garantie an Gruppen gewährt werden. Bei dieser Art der Kreditvergabe bestimmen die Gruppenmitglieder, welche zusätzlichen Personen sich der Gruppe anschliessen dürfen. Die Gruppe setzt sich somit oftmals aus Leuten derselben Nachbarschaft oder Verwandtschaft zusammen, die gegenseitig die Rückzahlung der jeweiligen Kreditsummen garantieren. Falls die anderen Gruppenmitglieder für die Ausfälle nicht aufkommen, verlieren sämtliche Mitglieder den Zugang zu zukünftigen Finanzdienstleistungen. Nach diesem Prinzip funktioniert auch das bekannte „*Village Banking Program*“, bei dem davon ausgegangen wird, dass ein gewisser sozialer Druck und die Angst, das eigene Gesicht in der Gemeinschaft zu verlieren, die Abgabe von Sicherheiten ersetzt.<sup>14</sup> Der Zweck dieses Gruppenkreditsystems liegt in der Verhinderung verschiedener Agency-Probleme: Eine *Negativauswahl* („Adverse Selection“) entsteht beispielsweise durch das Unwissen der Institution über die Eigenschaften ihrer Kunden. Dies zeigt sich auch in der *Informationsasymmetrie*. Da eine MFI kaum zwischen risikoarmen und -reichen Kreditnehmern unterscheiden kann und eine Einteilung in zwei verschiedene Gruppen von Darlehensnehmertypen somit nicht möglich ist, muss sie für alle Mitglieder dieselben Zinsen verlangen. Nur so können Ausfälle von risikoreicheren Kunden gedeckt werden. Diese Ineffizienz wird durch die Gruppenkreditvergabe reduziert, da die Mitglieder nur jene Personen vorschlagen, die sie gut kennen und von denen sie eine zuverlässige Rückzahlung erwarten. Zudem besteht ein *subjektives Zufallsrisiko* („Moral Hazard“), sodass sich die MFI nicht sicher sein kann, ob ihre Kunden die Kreditsumme jeweils auf die produktivste Weise einsetzen, das aufgebaute Geschäft auch Gewinn abwirft oder der Darlehensnehmer seine Rückzahlung überhaupt zu leisten vermag.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Diese Kreditvergabemethode wird überwiegend bei Frauen verwendet. Im Jahr 2007 wurden 99 Prozent aller Gruppenkredite an Frauen gewährt. Im Gegensatz dazu werden die Einzelkredite zu 50,5 Prozent an Männer gewährt. Vgl. ohne Verfasser: MicroBanking Bulletin, Issue No. 17, 2008, S. 36.

<sup>15</sup> Vgl. Armendáriz, B. / Morduch, J.: *The Economics of Microfinance*, 2005, S. 37, S. 43, S. 88f, S. 96 und Sengupta, R. / Aubuchon, C. P.: *The Microfinance Revolution: An Overview*, 2008, S. 12.

Die andere Methode der Kreditvergabe, der *Einzelkredit*, setzt eine gewisse Garantie oder einen Bürgen voraus. Nach der gesamten (ratenweisen) Rückzahlung des ausstehenden Schuldbetrags inklusive fälliger Zinsen kann der Kreditnehmer weitere Darlehen beantragen, um sein Vorhaben zu finanzieren. Bei Einzeldarlehen werden oft höhere Summen gesprochen als bei Gruppendarlehen. Trotz der grösseren Prominenz von Gruppendarlehen in den Medien sind Einzelkredite in der Mikrofinanzbranche nicht minder bedeutend.

Neben den Mikrokrediten werden auch weitere Finanzdienstleistungen von den Mikrofinanzinstitutionen angeboten:

- *Mikroersparnisse* (Sparen und Verwalten von Geldern)
- *Mikroversicherungen* (Versicherungen und Vorsorge)
- *Zahlungsverkehr* (Überweisungen)
- *Hypotheken*

Ausserdem bieten manche MFIs auch *nicht-finanzorientierte Produkte*, wie Gesundheitsfürsorge, Finanzberatungen oder Weiterbildungskurse für die Geschäftsförderung an.<sup>16</sup>

### **2.1.3. Wie Mikrofinanzierung den Armen hilft**

Mikrofinanzierung hilft den Armen und ihren Familien auf verschiedenen Ebenen. Die Kreditvergabe begünstigt einerseits, dass die Mikrounternehmer ein existenzfähiges Geschäft aufbauen und dadurch andererseits ihr Einkommen vergrössern. Durch die eigene Unternehmung fliessen der gesamten Familie regelmässig Einnahmen zu, die als Sicherheiten in schwierigen Zeiten dienen. Bei Krankheitsausfall des Mikrounternehmers, Diebstahl oder dem Eintritt einer Naturkatastrophe erleichtern die Kredite die Überbrückung des Ausfalls. Durch das wiederkehrende Einkommen kann zudem ein Teil des erwirtschafteten Gewinnes, neben den laufenden Investitionen in den eigenen Betrieb, gespart und beiseite gelegt werden. Dies bietet eine zusätzliche Sicherheit und erhöht die Unabhängigkeit des Mikrounternehmers. Erfolgreiche Geschäfte erlauben es den Mikrounternehmern teilweise sogar weiter zu expandieren und zusätzliches Personal einzustellen. Damit wird der positive Effekt über die Familie auf das ganze Land ausgedehnt.

Neben der Verbesserung der Einkommenssituation sind die sozialen und persönlichen Auswirkungen auf den Kreditnehmer besonders positiv zu werten. Vor allem für Frauen gilt der Bezug von Finanzdienstleistungen als Ansporn und Stärkung des Selbstbewusstseins, da die Mikrofinanzierung ihnen ebenfalls erlaubt, ihre eigene wirtschaftliche Tätigkeit auszuüben. Dies fördert das gesellschaftliche und familiäre Wohlbefinden, und vermag nachhaltig den Lebensstandard zu steigern.

---

<sup>16</sup> Vgl. <http://www.microfinancegateway.org/p/site/m/template.rc/1.26.9183/#6>, 05.06.2009 (Abfragedatum).

## 2.2. Mikrofinanzinstitutionen

Mikrofinanzinstitutionen sind lokal verankerte Organisationen, die den armen, aber wirtschaftlich aktiven Menschen, die keine formelle Verknüpfung zum Bankensektor besitzen, Zugang zu Finanzmitteln verschaffen. Unter Anwendung der oben erwähnten Darlehensvergabemöglichkeiten (Einzel- oder Gruppenkredite) prüfen die MFIs die Kreditanträge vor Ort, da in diesen Gebieten oft jegliche Infrastruktur fehlt. Infolge bestehender sozialer und kultureller Hindernisse kennen sich die Mitarbeiter jeweils gut mit den örtlichen Gegebenheiten aus und pflegen einen regelmässigen Kontakt zu den Mikrounternehmern. Bei ihnen lernen die Kunden auch Ersparnisse zu bilden. Durch die enge Beziehung zwischen Kunde und Berater können allfällige Ausfälle früh erkannt, vermieden und notwendige Gegenmassnahmen eingeleitet werden.

Entgegen des oft verbreiteten Irrtums sind MFIs nicht ausschliesslich als gemeinnützige Organisationen, wie beispielsweise NGOs, organisiert. Dies war zwar die ursprünglich am weitesten verbreitete Rechtsform, jedoch bestehen mittlerweile verschiedene Organisationsformen. Im Laufe der Zeit haben sich nun viele NGOs in gewinnorientierte Institutionen gewandelt, um die Voraussetzungen zur Erlangung der Bankenlizenz für eine Produkterweiterung zu erfüllen.

TAB. 1: KATEGORISIERUNG VON MIKROFINANZANBIETERN

Formell	Halb formell	Informell
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geschäftsbanken</li> <li>• Entwicklungsbanken</li> <li>• Spezielle Banken, wie Sparkassen, Landbanken, Postsparkassen und Genossenschaftsbanken</li> <li>• Finanzinstitute (Nicht-Banken),</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• NGOs</li> <li>• Kreditgesellschaften</li> <li>• Spargesellschaften</li> <li>• Leihhäuser</li> <li>• Dorfbanken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ROSCAs (Rotating Savings and Credit Association) und andere Selbsthilfegruppen</li> <li>• Geldleiher</li> <li>• Unternehmer und Ladenbesitzer</li> <li>• Familien und Freunde</li> </ul>

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Joanna Ledgerwood, *Microfinance Handbook*

Die obige Tabelle zeigt die unterschiedlichen Anbieter von Finanzdienstleistungen für Mikrounternehmer, die sich vom formellen Sektor, verschiedene Finanzinstitute, bis hin zum informellen Finanzsektor bewegen, zu welchem auch Freunde, die Familie sowie lokale Geldleiher oder sogenannte ROSCAs<sup>17</sup> gehören. Die entscheidenden Unterscheidungsmerkmale liegen in der Aufsichtsführung und der Regulierung der einzelnen Mikrofinanzanbieter. Während die formell organisierten Institute speziellen bankenregulatorischen Ausführungsrichtlinien unterstehen, werden die halb formellen Organisationen nicht von Banken-, sondern von staatlichen Aufsichtsbehörden überwacht; informelle Finanzanbieter hingegen, sind gänzlich unreguliert.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> ROSCAs sind organisierte Gruppen, die sich für eine bestimmte Zeitperiode zusammenschliessen, um gemeinsam zu sparen oder einen Kredit zu erhalten, ohne dafür irgendwelche Sicherheiten leisten zu müssen. Dabei zahlt jedes Mitglied sein eigenes Geld ein, das nicht wie bei den gewöhnlichen Mikrofinanz-Gruppenkrediten von einer MFI oder anderen Drittpartei kommt.

<sup>18</sup> Vgl. Ledgerwood, J.: *Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective*, 1999, S. 97-106.

### 3. Die Compartamos Bank

In den folgenden Abschnitten werden wichtige Daten und Fakten zur Compartamos Bank vorgestellt, die für das Verständnis und die Durchführung der späteren Analyse notwendig sind. Die Beschreibung der Entwicklungsgeschichte und der jeweiligen Finanzierungsarten und -quellen stellt ebenfalls eine wichtige Ausgangslage für die nachfolgenden Teile dar. Aufgrund der Wichtigkeit für die zu untersuchende Fragestellung wird auf den Börsengang der Compartamos Bank im nächsten Kapitel vertieft eingegangen.

#### 3.1. Daten und Fakten zur Compartamos Bank

Die Compartamos Bank gilt als die führende Mikrofinanzinstitution in Lateinamerika. Mit mehr als 18 Jahren Erfahrung in der Mikrokreditvergabe, kann die Aktiengesellschaft ein Kreditportfolio von über 414 Millionen US-Dollar und einen Kundenstamm von insgesamt 1'155'850 Personen per Ende 2008 vorweisen. Darüber hinaus hat sich Compartamos eine sehr hohe Qualität ihres Darlehensportfolios, mit einer Ausfallquote von nicht einmal 2 Prozent, erarbeitet. Mittlerweile besitzt die Bank 314 Filialen in allen 32 Staaten von Mexiko und bedient 320 verschiedene Branchen. Dies geschieht vorwiegend nach der ursprünglichen „Village Banking“-Kreditvergabemethode.<sup>19</sup>

Die soziale *Mission* der heutigen Geschäftsbank ist das Angebot von finanziellen Finanzprodukten und -dienstleistungen hauptsächlich an weibliche Kunden in Mexiko, um diesen selbstständige, einkommensgenerierende Tätigkeiten zu ermöglichen. Compartamos strebt eine langfristige, nachhaltige Förderung der Kundenbeziehung an, die auf gegenseitigem Vertrauen aufbaut und Basis zur Gewinnung von zusätzlichen Kunden sein soll.<sup>20</sup> Die Bank verfolgt die folgenden drei Hauptziele:

- *Soziale Mehrwertgenerierung*: Soziale Weiterentwicklung für eine grosse Anzahl von armen Personen durch den Zugang zu Finanzdienstleistungen
- *Wirtschaftliche Wertgenerierung*: Profit erwirtschaften und durch den Empfang von privatem Kapital einen gesunden Wettbewerb in der Mikrofinanzindustrie antreiben
- *Menschliche Werte*: Vertrauen haben in die Menschen (Kunden und Mitarbeiter), deren Versprechen und Leistungsfähigkeit etwas umzusetzen und sich weiterzuentwickeln

Diese Ziele und das konstante jährliche Wachstum erreichte die Compartamos Bank sicherlich auch dank ihres guten Kundenservices und der individualisierten Art der Kreditgewährung. Mehr als die Hälfte (2008: 63,4%) der Angestellten sind Verkaufsmitarbeiter, wobei die Kreditsachbearbeiter oftmals in ihrer eigenen Gemeinde arbeiten und so den direkten Kontakt zum Kunden pflegen. Bei ihren wöchentlichen Besuchen informieren sich die Mitarbeiter über den aktuellen Stand des Geschäfts-

---

<sup>19</sup> Vgl. Banco Compartamos: Annual and sustainable report 2008, 2009, S. 1.

<sup>20</sup> Vgl. Banco Compartamos: Offering Circular, 2007, S. 1.

gangs, ergänzen ihre Akten und nehmen Zahlungen in Empfang. Ein Kreditsachbearbeiter der Compartamos Bank bediente im Jahr 2008 im Schnitt 296 Kunden.<sup>21</sup>

Im Anhang ist eine Abbildung über den üblichen *Geschäftsablauf* der Compartamos Bank zu finden. Dieser besteht grundsätzlich aus fünf Schritten: Absatzförderung, Evaluation, Auszahlung der Kreditbeträge, Rückzahlungen der Kunden sowie einer allfälligen erneuten Darlehensvergabe. Dabei ist zu beachten, dass Compartamos selbst kein Bargeld verwaltet, also weder die Kreditsummen an die Kunden ausbezahlt noch die Rückzahlung bewirtschaftet. Dies geschieht über externe mexikanische Banken, welche die Beträge von den Kreditsachbearbeitern zugetragen bekommen.<sup>22</sup> Ein weiterer markanter Punkt liegt darin, dass die MFI jeweils 10 Prozent der vergebenen Kreditsumme als Sicherheit behält, falls der Kunde seine Ausstände nicht begleicht. Nach der gesamten Rückzahlung des Kreditbetrags erhält der Darlehensnehmer diesen Prozentanteil wieder zurück.<sup>23</sup>

In den nächsten Unterkapiteln werden die Kunden und der potentielle Zielmarkt von Compartamos sowie die angebotenen Produkte und Dienstleistungen vorgestellt.

### 3.1.1. Kunden und potentieller Zielmarkt

Die Compartamos Bank unterstützt Mikrounternehmer, die aktiv ihre eigene und die Zukunft ihrer Angehörigen verbessern möchten und denen für die Umsetzung ihrer Geschäftsidee die nötigen Mittel fehlen. Dabei setzt sich der Kundenstamm der Compartamos Bank fast ausschliesslich (2008: 98,2%) aus Frauen zusammen. Die kleinen Geschäfte werden oft als Familienbetriebe geführt, wobei meist die Arbeit von ein oder zwei Angehörigen die Haupteinnahmequelle der gesamten Familie darstellen.<sup>24</sup>

Die Kreditnehmer sind über die einzelnen Regionen Mexikos verteilt, jedoch zeichnet sich eine höhere Konzentration in den ärmeren Staaten, wie Chiapas, Guerrero, Oaxaca und Veracruz ab.<sup>25</sup>

Die Abbildung 1 zeigt, in welchen Segmenten der Wohlstandspyramide sich die Compartamos Bank bewegt. Von den 4 Milliarden Menschen am Fuss der Wohlstandspyramide konzentriert sich Compartamos als potentiellen *Zielmarkt* auf die Kundensegmente Cm, C- und D, die gemäss Einteilung der Weltbank in „moderater Armut“ leben. Nach Definition des AMAI („Asociación Mexicana de Agencias de Investigación de Mercados y Opinión Pública“) verdienen diese Segmente in Mexiko zwischen

---

<sup>21</sup> Vgl. Banco Compartamos: Corporate Presentation 2009, 2009, S. 4 und S. 8.

<sup>22</sup> Die externen Banken sind unter anderem HSBC Mexico, BBVA Bancomer, Banco Nacional de Mexico (Banamex) und die Banco Mercantil del Norte (Banorte). Vgl. Banco Compartamos: Offering Circular, 2007, S. 7.

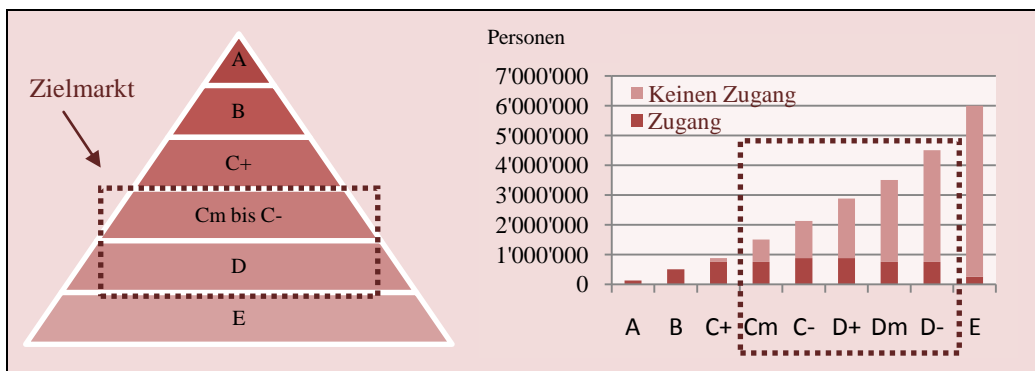
<sup>23</sup> Vgl. Waterfield, C.: Explanation of Compartamos Interest Rates, <http://www.microfin.com/files/Explanation%20of%20Compartamos%20Interest%20Rates%2019May.pdf>, 19.06.2009 (Abfragedatum).

<sup>24</sup> Die unterstützten Geschäftstätigkeiten der Mikrounternehmer sind vor allem in den Bereichen des Nahrungsmittelhandels, der Verbrauchsgüter und Kleidung, der Produktion von Gestaltungs- und Handwerkskunst oder landwirtschaftlicher Tätigkeiten und anderer Dienst- und Handelsaktivitäten, anzusiedeln. Vgl. Banco Compartamos: Compartamos Client, <http://www.compartamos.com>, 29.05.2009 (Abfragedatum).

<sup>25</sup> Vgl. Lieberman, I. / Anderson, A. / Grafe, Z. et al.: Microfinance and Capital Markets: The Initial Listing/Public Offering of four Leading Institutions, 2008, S. 14.

dem drei- bis zwanzigfachen monatlichen Mindestlohn (423,99 bis 2'826,62 US-Dollar; ein D- Kunde verdient zirka 10 US-Dollar pro Tag).<sup>26</sup> In diesem Segment befinden sich 14,5 Millionen Haushalte, wovon gemäss Schätzungen etwa 70 Prozent noch keinen Zugang zu einer einzigen Finanzdienstleistung besitzen.<sup>27</sup> Compartamos rechnet damit, dass ihr angezielter Kundenmarkt in Zukunft noch weiter wachsen wird, sobald diejenigen Personen, die unter „extremer Armut“ (Segment E) leben, bankfähig werden. Zudem geht INEGI („Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática“) davon aus, dass momentan rund 17,3 Millionen Mikrounternehmer zukünftige Betriebskreditkunden für Compartamos darstellen könnten.<sup>28</sup>

ABB. 1: POTENTIELLER ZIELMARKT VON COMPARTAMOS



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Banco Compartamos, Corporate Presentation 2009

### 3.1.2. Produkte und Dienstleistungen

Anfänglich begonnen mit der einfachen „Village Banking“-Kreditvergabemethode, setzt sich das Produkte- und Dienstleistungsangebot der Compartamos Bank heute auch aus Solidaritäts- und Einzelkrediten zusammen. Die fünf Kreditprodukte der Aktiengesellschaft sind:<sup>29</sup>

- *Einkommensgenerierender Kredit* („Crédito Mujer“, oft auch „Income Generator“ genannt)
- *Paralleler Kredit* („Crédito Adicional“)
- *Solidarischer Gruppenkredit* („Crédito Solidario“)
- *Einzelner Darlehenskredit* („Crédito Individual“)
- *Hausrenovierungskredit* („Crédito Mejora tu casa“)

Ausserdem bietet Compartamos seit 2005 als Zusatzleistung eine *Basislebensversicherung* („Seguro de Vida“) an, die im Jahr 2006 noch erweitert wurde („Seguro de Vida Integral“).<sup>30</sup> Die Tabelle 2 gibt eine kurze Übersicht der wichtigsten Merkmale dieser sechs Produkte.

<sup>26</sup> Vgl. <http://www.amai.org/niveles.php> und [http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64166093&entityID=000158349\\_20080826113239](http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64166093&entityID=000158349_20080826113239), 29.05.2009 (Abfragedatum).

<sup>27</sup> In Mexiko besitzen 15 bis 25 Prozent der städtischen und 6 Prozent der ländlichen Bevölkerung Zugang zu Bankleistungen. Vgl. [http://www.microfinanceregulationcenter.org/resource\\_centers/reg\\_sup/micro\\_reg/country/28/](http://www.microfinanceregulationcenter.org/resource_centers/reg_sup/micro_reg/country/28/), 02.08.2009 (Abfragedatum).

<sup>28</sup> Vgl. Banco Compartamos: Corporate Presentation 2009, 2009, S. 7.

<sup>29</sup> Vgl. Banco Compartamos: Offering Circular, 2007, S. 87-90.

TAB. 2: PRODUKTEÜBERSICHT

	„Crédito Mujer“	„Crédito Adicional“	„Crédito Solidario“	„Crédito Individual“	„Crédito Mejora tu Casa“	„Seguro de Vida“
<b>Kreditgrösse (in mex. Pesos)</b>	1'000 – 24'000	600 – 6'000	4'000 – 25' 000	5'000 – 85'000	3'000 – 30'000	15'000- 105'000
<b>Laufzeit</b>	16 Wochen	4 – 11 Wochen (entsprechend Crédito Mujer)	3 – 9 Wochen	3 – 24 Wochen	6 – 24 Monate	19 Wochen
<b>Anteil am Gesamtkreditportfolio</b>	78,12%	2,06%	5,51%	5,90%	8,41%	keine Angabe
<b>Anteil am Gesamtkundenbestand</b>	90,26%	6,77%	7,15%	2,59%	5,55%	26%
<b>Ausfallquote</b>	0,63%	0,77%	6,92%	9,41%	5,66%	keine Angabe

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Banco Compartamos, Corporate Presentation 2009

Der „Crédito Mujer“ ist ein Privatkredit für den Erwerb von Betriebskapital, der ausschliesslich an Frauen vergeben wird. Mit 78,12 Prozent macht er den grössten Anteil am gesamten verwalteten Kreditportfolio aus und stellt somit das eigentliche Kernprodukt von Compartamos dar. Diese Darlehensart wird an Gruppen von 12 bis 50 Personen gewährt, die meist in ländlichen Gebieten wohnen und wovon Compartamos „[...] glaubt, dass [dort, Anm. d. Verf.] der soziale Zusammenhalt und die zwischenmenschliche Verantwortung stärker sind, als in anderen nichtländlichen Gemeinden in Mexiko.“<sup>31</sup> Die Kreditnehmerinnen engagieren sich jeweils für ihr eigenes, unabhängiges Geschäft, haften aber solidarisch für die Gemeinschaft. Jede Kundin, die einen „Crédito Mujer“ besitzt, ist zudem automatisch und kostenlos durch eine Lebensversicherung abgesichert. Die Compartamos Bank bietet diese Gruppendarlehen einerseits an, um die gesamten administrativen Kosten, die bei der Analyse um die Kreditvergabe anfallen, zu senken und andererseits, um das Ausfallrisiko durch die Gemeinbürgerschaft zu verringern.

Die zweite Kreditform, die nur in Kombination mit dem „Crédito Mujer“ angeboten wird, ist der „Crédito Adicional“. Dieser Parallelkredit dient den Mikrounternehmerinnen als ein zusätzliches Darlehen, um weitere Geschäftschancen wahrnehmen zu können, während der erste Kredit noch ausstehend ist. Diese besondere Art der Geldleihe wird von der Compartamos Bank nur unter den folgenden Voraussetzungen gewährt:

- Die Kapitalnachfragerin muss eine gute Bonitätsgeschichte ausweisen können.
- Mindestens zwei Zahlungszyklen des „Crédito Mujer“ müssen bereits vollumfänglich und rechtzeitig beglichen worden sein.
- Die Mikrounternehmerin verfügt über noch nicht beglichene Kreditausleihungen von mindestens 2'000 mexikanische Pesos (entspricht etwa 182,50 US-Dollar).

<sup>30</sup> Die Compartamos Bank versichert ihre Kunden über die Seguros Banamex.

<sup>31</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 88.



- Eine andere Person aus der gleichen Kreditgruppe, die über denselben oder einen höheren Betrag („Crédito Mujer“) des nachgefragten Parallelkredits verfügt, muss eine Garantie abgeben.
- Die Paralleldarlehen dürfen maximal 30 Prozent des ausstehenden Kredits betragen.

Mit dem Produkt „*Crédito Solidario*“ können auch männliche Personen einen Gruppenkredit (3 bis 8 Personen) beziehen. Diese Art von Darlehen wird hauptsächlich an städtische Mikrounternehmer vergeben. Wie beim „Crédito Mujer“ erhält jedes Mitglied seinen eigenen Kredit und muss eine Garantiefähigkeit eines weiteren Gruppenmitglieds für seine Kreditsumme bieten.

Der „*Crédito Individual*“ wird Darlehensnehmern mit bereits fortgeschrittenen Mikrogeschäften angeboten, die vorwiegend aus städtischen Gebieten kommen. Die Kreditnehmer kommen persönlich für ihre ausstehenden Schulden auf.

Als letzte Kreditart wird seit 2006 der „*Crédito Mejora tu Casa*“ angeboten. Dieses Produkt ermöglicht Hausbesitzern ihr Wohnhaus zu renovieren oder auszubauen. Auch dieses Darlehen kann nur in Kombination mit dem „Crédito Mujer“ und nach zwei beglichenen Zahlungszyklen abgeschlossen werden.

Neben den verschiedenen Darlehen übernimmt die Lebensversicherung „*Seguro de Vida*“, bereits nach einer ersten vollständig beglichenen Zahlungsperiode des „Crédito Mujer“, die anfallenden Kosten im Todesfall des Mikrokreditnehmers.<sup>32</sup> Mit dem Zusatz „*Seguro de Vida Integral*“ können neben dem Todesfall auch die Risiken von Invalidität und (unheilbarer) Krankheit abgesichert werden. Der Schutz gilt gleichzeitig für den Ehepartner des Mikrounternehmers.

Neben den Finanzdienstleistungen engagiert sich die Compartamos Bank für ihre Kunden zusätzlich in folgenden Bereichen:

- Angebot von Finanzberatungen und speziellen Ausbildungskursen für die Mikrounternehmer zum Thema „Finanzierungen“
- Umweltschutzprogramme (Wiederaufforstung, Abfallsammlung usw.)
- Anlage und Ausbau von Parks und öffentlichen Plätzen
- Diverse ehrenamtliche Hilfstätigkeiten

Ausserdem wurden bisher über 38‘600 US-Dollar in Form von Spendengeldern an andere Institutionen vergeben, die sich für die Ausbildung der mexikanischen Bevölkerung und alternative Entwicklungsprojekte einsetzen.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup>Die übernommenen Kosten sind beispielsweise die Begräbniskosten, die Aufrechterhaltung des Geschäftes und die Kinderunterstützung. Auch die ausstehende Schuld der versicherten Person ist im Todesfall durch die Versicherung gedeckt. Eine im Voraus bestimmte Person erhält beim Ableben des Schuldners die gesamte Versicherungssumme. Für den Abschluss der Lebensversicherung besteht weder eine Altersbeschränkung noch werden medizinische Gesundheitsüberprüfungen gemacht.

<sup>33</sup> Vgl. Banco Compartamos: Corporate Presentation / Financial Information Results of 2009, 2009, S. 9.

### 3.2. Entwicklung von der NGO zum IPO

Der Name „Compartamos“ ist auf den Grundsatz und die Philosophie des Gründers José Ignacio Avalos Hernández zurückzuführen und bedeutet übersetzt aus dem Spanischen so viel wie „lasst uns teilen“. <sup>34</sup> In diesem Abschnitt wird die Entwicklungsgeschichte der Compartamos Bank erläutert, wobei die Abbildung 2 eine kurze Übersicht zu den wichtigsten Ereignissen und Meilensteinen der mexikanischen Mikrofinanzinstitution gibt.

ABB. 2: ENTWICKLUNGSGESCHICHTE VON COMPARTAMOS

1990 bis 1999 NGO	2000 bis 2005 Reguliertes Finanzinstitut (SOFOL)	2006 Bank	2007 bis heute Börsenkotierte Bank	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1990 <i>Asociación Programa Compartamos</i> (Versuchsprogramm)</li> <li>- Ursprung <i>Gente Nueva</i> Gesundheits- und Ernährungsprogramme</li> <li>- 1995 Trennung des „Village banking program“ vom Nahrungsmittelprogramm</li> <li>- 1997 finanzielle Unabhängigkeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2000 <i>Financiera Compartamos</i></li> <li>- Anfängliches Eigenkapital von \$ 6,3 Mio.</li> <li>- SOFOL: nur Kreditgewährung, kein Sparen möglich</li> <li>- Investoren: ACCIÓN International Gateway Fund, IFC, ProFund, Compartamos A.C., diverse Privatpersonen (ausschliesslich mexikanische Investoren)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2002-2004</li> <li>- Fünf Emissionen in zwei „Programmen“: mit und ohne Teilgarantie (34%) von IFC</li> <li>- Rating von S&amp;P und Fitch</li> <li>- Erhöhung von \$ 20 Mio. auf \$ 70 Mio.</li> <li>- Auszeichnung als „zweitbestes Obligationenprogramm“</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2006 <i>Banco Compartamos S.A.</i> (Bankenzulassung)</li> <li>- Neu: Anbietet von Sparprodukten und Versicherungen möglich</li> <li>- Auszeichnung für Lebensversicherungsdesign</li> <li>- Auszeichnung als „beste Arbeitgeberin in Lateinamerika“</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 20. April 2007</li> <li>- Börsengang über Zweitplatzierung</li> <li>- Gewinne in Millionenhöhe</li> <li>- IPO löst Debatte aus</li> <li>- Nochmalige Auszeichnung als „beste Arbeitgeberin in Lateinamerika“</li> </ul>

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an ACCIÓN International, *InSight* No. 23

Die Ursprünge von Compartamos liegen in der katholischen Jugendorganisation „*Gente Nueva*“, die 1982 gegründet und durch einen Besuch von Mutter Theresa in Mexiko inspiriert wurde. Mit speziellen Gesundheits- und Ernährungsprogrammen sollte die Lebensqualität der Landesbevölkerung verbessert werden. Als nicht-gewinnorientierte NGO („*Asociación Programa Compartamos*“) führte die MFI im Jahr 1990 versuchsweise das „Village Banking Program“ ein, das geringe Kreditsummen an Frauen, meist aus den ärmsten, ländlichen Gebieten Mexikos, abgibt, um kleine Familienunternehmen zu gründen und andere Einkommen erzeugende Tätigkeiten finanziell zu ermöglichen. <sup>35</sup> Fünf Jahre später, 1995, entschied sich die NGO aufgrund des grossen Anklangs und des daraus resultierenden wachsenden Kundenstamms sowie der regionalen Expansion, das Kreditgeschäft separat von

<sup>34</sup> Vgl. Epstein, K. / Smith, G.: *Compartamos: From Nonprofit to Profit*, Business Week, 13.12.2007, [http://www.businessweek.com/magazine/content/07\\_52/b4064045919628.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/07_52/b4064045919628.htm), 01.06.2009 (Abfragedatum).

<sup>35</sup> Compartamos begann mit der Vergabe ihrer Kreditprogramme in den ärmsten Staaten Mexikos (Oaxaca und Chiapas).

der Nahrungsmittelunterstützung weiter zu betreiben. Compartamos gelang es im Jahr 1997 erstmals profitabel zu wirtschaften, was die Abhängigkeit von Spendengeldern entscheidend verringerte.

Nach Erlangung der finanziellen Unabhängigkeit (1997) und den bislang über 64'000 bedienten Mikro-Unternehmern im Jahr 2000, wandelte sich die damalige NGO zu einer regulierten For-Profit-Organisation in Form eines „Sociedad Financiera de Objeto Limitado“ (SOFOL)<sup>36</sup>, die nun offiziell Betriebskapitalkredite vergeben durfte. Alle NGO-Mikrofinanzaktivitäten wurden ab diesem Zeitpunkt der „*Financiera Compartamos*“ übertragen. Diverse Investoren, wie der ACCIÓN International Gateway Fund, die International Finance Corporation (IFC)<sup>37</sup>, ProFund, die Compartamos A. C.<sup>38</sup> und andere private mexikanische Geldgeber unterstützten die neue regulierte MFI.

Die mexikanische Bankenregulierung erlaubt den als SOFOL organisierten Mikrofinanzinstitutionen keinen Vertrieb von Sparprodukten, da diese nicht als herkömmliche Banken oder Kreditgesellschaften fungieren. Compartamos sah jedoch gerade im Angebot von Sparanlagen die Chance, langfristig einen breiteren Kundenstamm zu bedienen. Für die Umsetzung und Finanzierung des anvisierten Wachstums musste Compartamos somit einen neuen Weg finden. Als gewinnorientierte Organisation entschloss sich die Financiera Compartamos 2002 erstmals Obligationen im Wert von 20 Millionen US-Dollar zu emittieren und erhöhte die Summe nach und nach auf 70 Millionen US-Dollar.<sup>39</sup> Compartamos war damit weltweit die erste MFI, die Anleihen am Kapitalmarkt ausgab.<sup>40</sup>

Nach der erfolgreichen Emission der Obligationsanleihen entschied sich Compartamos 2006 die Banklizenz beim mexikanischen „Ministerium für Finanzen und öffentliche Kredite“ zu beantragen, um einerseits noch schneller und andererseits auch nachhaltiger wachsen zu können. Nach der Transformation gelang es der „*Banco Compartamos S. A., Institución de Banca Multiple*“ ihr Produktangebot (Zusatzleistung für Lebensversicherung und weitere Versuchsprogramme) zu erweitern. Compartamos bietet trotz ihrer Banklizenz bis heute noch keine Depots und Spareinlagen an.

Im April 2007 beging die Compartamos Bank ihre erste öffentliche Börsenemission, indem sie 30 Prozent ihrer Aktien verkaufte und Gewinne in Millionenhöhe erzielte.

Auf die zusätzlichen wichtigen Einzelheiten zum IPO und dessen Auswirkungen auf die Compartamos Bank wird im nächsten Kapitel ausführlicher eingegangen.

### 3.2.1. Finanzierung

Compartamos ursprüngliche Finanzierungsform, über Subventionen und Entwicklungshilfen, ist kennzeichnend für nicht-gewinnorientierte MFIs. Vor allem in den ersten Jahren nach der Gründung erhielt

---

<sup>36</sup> SOFOLs sind finanzielle Einrichtungen in Mexiko, die neben Betriebskapital auch Hypotheken und andere Kredite verleihen.

<sup>37</sup> Die International Finance Corporation gehört zur Weltbank-Gruppe.

<sup>38</sup> Als Compartamos A. C. wird die ursprünglich gegründete NGO bezeichnet.

<sup>39</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 2-4.

<sup>40</sup> Vgl. Banco Compartamos: Offering Circular, 2007, S. 87.

die NGO Spendengelder von verschiedenen Seiten. In der Tabelle 3 sind die Finanzierungsquellen bis vor der ersten Ausgabe der Obligationsanleihen im Jahr 2002 aufgelistet.

TAB. 3: FINANZIERUNGSQUELLEN (1990-2000)

Jahr	Quelle	Betrag (in US-Dollar)
1990	USAID	50'000
1993	IDB Subvention	150'000
	IDB Kredit	500'000
1995	Alfredo Harp Helú & Familie	1'300'000
1995-1998	Private (mexikanische) Investoren	300'000
1996	CGAP	2'000'000
2000	USAID (an ACCIÓN International)	2'000'000
	<b>Total</b>	<b>6'300'000</b>

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an CGAP, FocusNote No. 42

Das erste Mikrofinanzierungsprojekt von Gente Nueva wurde im Jahr 1990 von der „United States Agency for International Development“ (USAID) mit einem Betrag von 50'000 US-Dollar subventioniert. Mit diesen finanziellen Mitteln wurde die Personalausbildung über die „Village Banking“-Kreditvergabemethode finanziert.<sup>41</sup> 1993 erhielt die NGO finanzielle Unterstützung von der „Inter-American Development Bank“ (IDB)<sup>42</sup>. Von der erhaltenen Summe waren 150'000 US-Dollar Spendengelder, eine weitere halbe Million US-Dollar ein Starthilfe-Kredit, der nur nach strikten Berichterstattungsvoraussetzungen und der genauen Vorgabe über die Verwendung benutzt werden durfte.<sup>43</sup> Weiteres Kapital bekam Compartamos 1995 von Alfredo Harp Helú. Eine Million US-Dollar bezahlte der damalige Präsident von Banamex, der mexikanischen Tochtergesellschaft der Citigroup, aus seinem Privatvermögen. Nochmalige 300'000 US-Dollar spendete er aus dem Banamex-Entwicklungsfonds. Während den nächsten drei Jahren flossen Compartamos ausserdem 300'000 US-Dollar von sechs mexikanischen Privatinvestoren zu. Im Jahr 1996 erhielt die NGO 2 Millionen US-Dollar von der „Consultative Group to Assist the Poor“ (CGAP)<sup>44</sup>, um die Expansion voranzutreiben und die vorhandenen Kapazitäten auszubauen.<sup>45</sup> Durch die Umwandlung zur regulierten MFI wurde ab 2000 auch

<sup>41</sup> Vgl. Dugan, M.: Donors Succeed by Making Themselves Obsolete: Compartamos Taps Financial Markets in Mexico, in: CGAP Donor Good Practices No. 19, 2005, S. 2.

<sup>42</sup> Die IDB ist eine multilaterale Entwicklungsbank, die sich als Hauptziel die Bekämpfung von Armut und sozialer Ungleichheit durch die Förderung des wirtschaftlichen Wachstums (Unterstützung von kleinen und mittleren Unternehmen) gesetzt hat.

<sup>43</sup> Vgl. Banco Compartamos: Offering Circular, 2007, S. 87.

<sup>44</sup> CGAP ist eine unabhängige Institution, die sich für die Armen und deren Zugang zu Finanzdienstleistungen einsetzt. Dabei wird sie von 30 verschiedenen Entwicklungsagenturen und privaten Stiftungen unterstützt.

<sup>45</sup> CGAP führte zu diesem Zeitpunkt ein neues, leistungsorientiertes 3-Jahres-Vertragsmodell für MFI-Subventionen ein. Die ersten Gelder werden für Buchhaltungs- und Verwaltungsinformationssysteme verwendet. Während der fortlaufenden Finanzierung müssen jeweils drei Leistungsziele (Portfolio at Risk unter 10%, jährliches Kundenwachstum von mindestens 25% und eine vorgegebene Gesamtkapitalrendite) erfüllt werden. Vgl. Dugan, M.: Donors Succeed by Making Themselves Obsolete: Compartamos Taps Financial Markets in Mexico, in: CGAP Donor Good Practices No. 19, 2005, S. 2.

kommerzielles Kapital erschlossen, um das schnelle Wachstum finanzieren zu können. Compartamos und ACCIÓN International schlossen sich zusammen, um eine Spende von USAID zu erhalten, welche 2 Millionen US-Dollar betrug. Davon bot ACCIÓN International Compartamos (NGO) 200'000 US-Dollar zur technischen Unterstützung an, um erstmals neben den ländlichen Gebieten auch städtische Regionen zu bedienen und zusätzliche 800'000 US-Dollar, wodurch die NGO Aktienanteile der neuen Finanzgesellschaft erwerben konnte. Die restliche Million vergab ACCIÓN International als nachrangiges Darlehen, das die Financiera Compartamos bereits vorzeitig zurückzahlte, als weniger teurere Finanzierungsquellen zur Verfügung standen.

Neben den zahlreichen Subventionen erhielt Compartamos Kredite in der Höhe von über 30 Millionen US-Dollar von diversen Entwicklungsagenturen<sup>46</sup> sowie 15 Millionen US-Dollar seitens privater, sozial engagierter Investoren<sup>47</sup>. All diese Darlehen wurden dem MFI zu marktüblichen oder etwas höheren Konditionen gewährt.<sup>48</sup>

Ein Ziel der Financiera Compartamos war es, die Kapitalkosten zu senken, was über den Zugang zu kommerziellem Kapital möglich war. 1998 begann die MFI mit den Vorbereitungen für die Erlangung der Banklizenz und nahm ab diesem Zeitpunkt keine für eine NGO typischen Spendeneinnahmen mehr an. Zwei Jahre später bot Compartamos ihren bisherigen Investoren und einzelnen Privatpersonen an, Teilhaber am Unternehmen zu werden und erhielt so noch im selben Jahr 5 Millionen US-Dollar von diesen neuen Anteilseignern. Der Eigenkapitalbestand verachtfachte sich aufgrund von einbehaltenen Gewinnen bis ins Jahr 2004. Durch diese starke Eigenkapitaldeckung (Eigenkapitalrendite von 52% über die Jahre 2000 bis 2006) besass Compartamos unausgeschöpfte Fremdkapitalpotentiale, die eine Aktienkapitalerhöhung zu diesem Zeitpunkt nicht verlangte. Compartamos konnte zusätzliches Fremdkapital aufnehmen, ohne die Kapitalstruktur aus dem Gleichgewicht zu bringen, was sie durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen machte. Doch war die erfolgreiche Emission einigen Hemmnissen ausgesetzt:

- Mikrofinanzierungen waren relativ unbekannt an den mexikanischen Finanzmärkten
- Weltweit hatte noch keine MFI Fremdkapital über Obligationsvergaben aufgenommen
- Um institutionelle Investoren anzusprechen, sind gute Glaubwürdigkeit und hohe Transparenz enorm wichtig

Der Financiera Compartamos gelang es jedoch im Jahr 2002 Schuldverschreibungen im Wert von 70 Millionen US-Dollar am mexikanischen Kapitalmarkt auszugeben. Diese wurden ausschliesslich für die Wachstumsfinanzierung verwendet. Durch die Ausgabe der Obligationen kam Compartamos,

---

<sup>46</sup> KfW Entwicklungsbank (Deutschland), Andean Development Corporation, IFC und Instituto de Credito Oficial (Spanien).

<sup>47</sup> Dexia Micro Credit Fund und Credit Suisse Microfinance Fund Management.

<sup>48</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 2.

wie vorgesehen, günstiger an Geld, wodurch sich ihre Kosten weiter reduzierten und das Produktangebot ausgebaut werden konnte. Die Tabelle 4 zeigt eine Übersicht der verschiedenen Anleiheausgaben über die Jahre 2002 bis 2005.<sup>49</sup>

TAB. 4: ÜBERSICHT ÜBER DIE OBLIGATIONS AUSGABEN

Ausgabe	Betrag	Spread	Laufzeit	Garantie	Rating
COMPART 02	200 mex. Pesos	+250 bp	3 Jahre	-	mxA+
COMPART 02-	50 mex. Pesos	+250 bp	3,25 Jahre	-	mxA+
COMPART 03	50 mex. Pesos	+290 bp	3 Jahre	-	mxA+
COMPART 04	190 mex. Pesos	+150 bp	5 Jahre	IFC 34%	mxAA
COMPART 05	310 mex. Pesos	+117 bp	5 Jahre	IFC 34%	mxAA

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Banco Compartamos, Presentation 6./7.2.2006

Compartamos erste drei Platzierungen waren keine öffentlichen Emissionen. Die privaten Käufer waren dabei auf eine angemessen hohe Rendite (ohne Risikolimit) aus. Die letzten zwei Ausgaben waren hingegen öffentlich und sollten vorwiegend institutionelle Investoren ansprechen. Deshalb war ein gutes Risikoring die notwendige Voraussetzung. Compartamos setzte dies über eine Teilgarantie der IFC um, die dafür eine Gebühr von 2,5 Prozent der garantierten Beträge verlangte.<sup>50</sup> Durch diese Bürgschaft wurde das Rating der Agenturen „Standard and Poor’s“ (mxAA, mexikanisches AA) und „Fitch“ (mxA+) nochmals höher eingestuft als zu Beginn.<sup>51</sup> Aus der Tabelle 5 wird ersichtlich, welche Art von Käufern die Anleihen erworben haben. Der beachtliche Gewinn am Kapitalmarkt war auf mehrere Faktoren, wie beispielsweise ein tiefer Verschuldungsgrad, hohe Rentabilität und eine vernünftige Finanzierungspolitik (60% des damaligen Wachstums wurde mittels einbehaltener Gewinne finanziert), zurückzuführen.

TAB. 5: KÄUFERSTRUKTUR DER OBLIGATIONSANLEIHEN

Ausgabe	Jahr	Investoren
1	2002	70% Privatpersonen, 30% Institutionelle Investoren
2	2002	50% Privatpersonen, 50% Institutionelle Investoren
3	2003	100% Privatpersonen
4	2004	60% Privatpersonen, 40% Institutionelle Investoren
5	2005	30% Privatpersonen, 70% Institutionelle Investoren

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an ACCIÓN International, InSight No. 18

Die erfolgreiche Vergabe der Schuldverschreibungen ermöglichte es der MFI genügend Kapital und die entsprechende Grösse zu erreichen, um 2006 die Konzession zur Bank zu erhalten. Die Kapitalstruktur setzte sich zu diesem Zeitpunkt, wie die Abbildung 3 zeigt, nur noch zu einem geringen Teil aus Spendengeldern zusammen. Der Anteil der kommerziellen Investoren sowie die eigens erwirt-

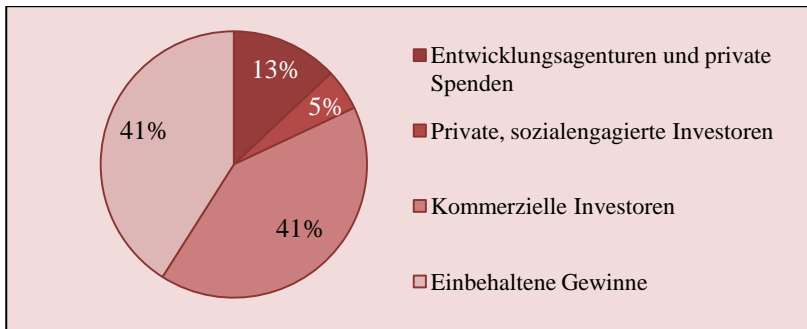
<sup>49</sup> Vgl. Banco Compartamos: Who will buy our paper: Microfinance Cracking the Capital Markets?, Presentation, 06./07.02.2006, S. 10.

<sup>50</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 2.

<sup>51</sup> Compartamos war die erste MFI, die „Standard & Poor’s“ bewertete. Das Rating der ersten Ausgabe war ein mexikanisches A+.

schafteten Gewinne, welche die Bank einbehält, um ihr Wachstum zu finanzieren, machten den Grossteil des Kapitals aus.

ABB. 3: KAPITALSTRUKTUR NACH ERLANGUNG DER BANKENZULASSUNG (2006)



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an CGAP, FocusNote No. 42

Auf dieser Grundlage plante die Compartamos Bank ihren ersten öffentlichen Börsengang.

Abschliessend möchte die Autorin bemerken, dass die Compartamos Bank wohl ohne die diversen Spendengelder und Unterstützungskredite weder so rasch gewachsen noch so erfolgreich geworden wäre. Besonders die Darlehen von Alfredo Harp Helú und CGAP ermöglichten es Compartamos die besten Voraussetzungen für ihre Weiterentwicklung zu einer autarken Geschäftsbank zu erlangen. Harp Helú brachte, neben den Spendengeldern, seine Erfahrungen aus dem privaten Sektor in die MFI ein, wodurch die Kreditgewährungstechniken, die Aufsichtsführung und somit die Portfolioqualität erheblich verbessert werden konnte. CGAP trug ebenfalls dazu bei, dass die Tätigkeiten professioneller ausgeführt werden konnten. Sie unterstützte das Management zusätzlich bei Fragen, überliess die Umsetzung aber gänzlich Compartamos. Anfänglich (1996) besass Compartamos noch nicht einmal ein Buchhaltungssystem, das die Anzahl Kunden oder vergebenen Kredite am Gesamtportfolio dokumentierte. Später wurde mit Hilfe von CGAP ein Kreditgewährungssystem eingeführt, das eine grossflächige Kreditvergabe und Schulungen der Kreditsachbearbeiter ermöglichte sowie das Vorgehen bei rückständigen Darlehenszahlungen oder allgemeinen Kreditentscheidungen festlegte.

Auch USAID trug entscheidend zum Erfolg von Compartamos bei. Anstatt einer erneuten finanziellen Spende arrangierte sie 1996 für das gesamte Management den Besuch des Mikrofinanz-Ausbildungslehrgangs (am Economics Institute in Boulder, Colorado). Dies ermöglichte den Aufbau von Netzwerken mit Experten und anderen Mikrofinanzfachleuten.<sup>52</sup>

All diese Finanzierungshilfen ermöglichten das enorme Wachstum und legten einen wichtigen Grundstein für das spätere IPO, das nun ausführlich im nächsten Kapitel diskutiert wird.

<sup>52</sup> Vgl. Dugan, M.: Donors Succeed by Making Themselves Obsolete: Compartamos Taps Financial Markets in Mexico, in: CGAP Donor Good Practices No. 19, 2005, S. 2-3.

## 4. Initial Public Offering

In den letzten Jahren hat sich eine neue Entwicklung in der Mikrofinanzbranche abgezeichnet. Führende MFIs platzierten ihre Aktien öffentlich an der Börse, um damit Zugang zu lokalen und internationalen Kapitalmärkten zu erhalten. Dieser Trend in Richtung kommerzielle Finanzierung eröffnet den MFIs und ihren Kunden zwar erstmalige Chancen, stellt sie aber auch vor neue Herausforderungen vor allem in Bezug auf die Ausbalancierung der verschiedenen Interessen ihrer Stakeholder. Diese Arbeit zeigt am Beispiel von Compartamos die durch das IPO entstandenen Interessenskonflikte auf.

In den folgenden Abschnitten wird das IPO der Compartamos Bank näher untersucht. Dabei werden zuerst die theoretischen Grundlagen zur Transformation und Kommerzialisierung von MFIs erklärt. Anschliessend werden die konkreten Ergebnisse im Fall Compartamos aufgearbeitet und die durch den Börsengang ausgelöste Debatte genauer analysiert.

### 4.1. Transformation und Kommerzialisierung von Mikrofinanzinstitutionen

Die Mikrofinanzbranche gilt innerhalb des Finanzsystems als ein spezialisiertes Gebiet mit eigenen Anforderungsstandards, Methoden und rechtlichen Rahmenbedingungen. Es wird deshalb oft getrennt betrachtet. In der vergangenen Zeit wurde jedoch immer deutlicher, dass nachhaltige Mikrofinanzierung oftmals nur erreicht werden kann, wenn Finanzdienstleistungen für Arme in den globalen Finanzmarkt eingebunden werden.<sup>53</sup> Während Spenden- und Entwicklungsgelder zu Beginn oft ausreichen, um die Kapitalbedürfnisse abzudecken, haben Mikrofinanzinstitutionen, bedingt durch die jährlich wachsende Anzahl an Kunden, einen rasch ansteigenden Bedarf an Geldmitteln, um die grosse Nachfrage nach Krediten zu befriedigen. Da MFIs häufig in Ländern mit wenig entwickelten lokalen Kapitalmärkten tätig sind, können sie das benötigte Kapital oftmals nicht im eigenen Land beziehen und sind auf ausländische Finanzmittel angewiesen. Die Integration in den globalen Finanzmarkt führt so zu einem verbesserten Zugang zum Kapital der privaten Investoren. Zudem bietet die höhere Professionalität dieses Sektors einen besseren Schutz für die Ersparnisse der Armen.

Mikrofinanzinstitutionen entscheiden sich in der Regel für eine Umwandlung (Transformation) der bisherigen Organisationsform, sobald sie finanzielle Unabhängigkeit erreicht haben, also ihre eigenen Kosten decken können, oder ihren Kundenstamm weiter vergrössern möchten.<sup>54</sup>

Als „*Transformation*“ wird der Wandlungsprozess einer NGO bezeichnet, welche die Rechtsform eines regulierten Finanzinstituts annimmt. Der Prozess löst oft eine regulatorische Zulassung durch die örtlichen Bankbehörden aus und setzt verbesserte interne Kontrollmechanismen und klare Bestim-

---

<sup>53</sup> Vgl. Helms, B. / Latortue, A. / Goronja, N. / Duflos, E.: Microfinance Means Financial Services for the Poor, in: CGAP Donor Brief No. 11, 2003, S. 1.

<sup>54</sup> Vgl. Campion, A. / White, V.: NGO Transformation, 2001, S. 3 und S. 7.



mungsgewalten voraus. Danach kann die MFI in der Regel erstmals Sparprodukte und -depots anbieten sowie ihr Produktangebot um zusätzliche Dienstleistungen erweitern.<sup>55</sup>

Die Transformation ist jedoch nur eine Methode der sogenannten „Kommerzialisierung“, die in der Mikrofinanzbranche voranschreitet. Der Begriff „Kommerzialisierung“ ist breiter gefasst und wird häufig als die Entwicklung weg von der Spenden- und Subventionsfinanzierung hin zur kommerziellen Beschaffung von Fremd- beziehungsweise Eigenkapital bezeichnet. Auch die Compartamos Bank beschaffte sich zu Beginn als regulierte MFI weiteres Kapital über die Ausgabe von Obligationsanleihen und platzierte später, nach der Erlangung ihrer Bankenzulassung, ihre Aktien an der Börse. Mehr als die Hälfte aller weltweiten MFIs finanzieren sich seit 2005 zu über 50 Prozent aus kommerziellen Quellen.<sup>56</sup>

Die kommerzielle Refinanzierung der MFIs hat sich besonders in Lateinamerika als sehr erfolgreich erwiesen. Bereits im Jahr 1992 bekam die bolivianische BancoSol als erste Mikrofinanzinstitution die Bankenkonzession. Andere MFIs folgten diesem Beispiel und der Börsengang der Compartamos Bank setzte ein weiteres Zeichen für die Reife des Mikrofinanzmarktes. In Lateinamerika „realisierten [die Mikrofinanzanbieter, Anm. d. Verf.] früh, dass nur finanziell rentable Institutionen die grosse Nachfrage und den daraus resultierenden hohen Finanzierungsbedarf langfristig sicherstellen können.“<sup>57</sup> Zudem verfügten diese Länder über sehr gute regulatorische Voraussetzungen, was die erfolgreiche Entwicklung zusätzlich unterstützte.

Die Tabelle 6 dient als Übersicht zur Entscheidungsfindung des Managements, indem sie die Vor- und Nachteile einer Transformation aufzeigt.

TAB. 6: VOR- UND NACHTEILE DER TRANSFORMATION

Vorteile	Nachteile
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Besserer Kapitalzugang</li> <li>• Schnelleres Wachstum</li> <li>• Ermöglicht Angebot von Spardepots und zusätzlichen Nicht-Kreditprodukten</li> <li>• Höherer Schutz für Kapital der Armen durch:               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Professionalität</li> <li>- Risikomanagement</li> <li>- verstärkte regulatorische Aufsicht</li> <li>- verbesserte Managementstruktur und Bestimmungsgewalt</li> </ul> </li> <li>• Erhöhte Transparenz</li> <li>• Effizienz und Nachhaltigkeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transformation ist mit hohen Kosten (zum Beispiel für Infrastruktur, zusätzlich geschultes Personal) und grossem Zeitaufwand (vermehrte Berichterstattung usw.) verbunden</li> <li>• Gefahr des "Mission Drift"               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Zusätzliche Stakeholder mit eigenen Interessen</li> <li>- Gemeinnütziger, sozialer Zweck gegenüber Gewinnmaximierung</li> </ul> </li> </ul>

Quelle: Eigene Darstellung

In der Literatur lassen sich mehrere *Gründe* finden, wieso sich eine MFI dazu entscheidet, den kommerziellen Weg einzuschlagen. Die am häufigsten genannte Motivation scheint der *Zugang zu kom-*

<sup>55</sup> Vgl. Frank, C.: Stemming the Tide of Mission Drift: Microfinance Transformations and the Double Bottom Line, 2008, S. 2.

<sup>56</sup> Vgl. Martel, A.: Mikrofinanz – Mehr als nur Kleinkredite, in: Neue Zürcher Zeitung, 18.05.2009.

<sup>57</sup> Koller, C.: Mikrofinanz in Lateinamerika, in: Schweizer Personalvorsorge, 20.03.2009, S. 47.

*merziellem Kapital* und einer *geringeren Abhängigkeit von Spendengeldern* zu sein. Nach der Transformation in eine regulierte Organisation wird eine MFI für lokale und internationale Investoren *kreditwürdiger*, sodass das angestrebte *Wachstum leichter finanziert* werden kann. Ein weiterer Grund ist zudem die Möglichkeit, einen *verbesserten Service* (Versicherungen, Überweisungen usw.) anbieten zu können. Diese Produkterweiterung ist insbesondere in Bezug auf den zunehmenden *Wettbewerb* wichtig. Damit die MFI ihren Marktanteil halten oder weiter ausbauen kann, muss sie die Wünsche und Bedürfnisse ihrer Kunden erkennen. Die Fähigkeit, *Sparguthaben zu verwalten*, resultiert beispielsweise in einer höheren Kundenzufriedenheit und verbesserten Rückzahlungsquoten. Damit wird oft ein weiteres Motiv, nämlich einen *grösseren Kundenstamm* zu bedienen, verwirklicht.<sup>58</sup> Durch die Transformation kann auch die *Qualität des Managements* sowie die *Effizienz und Nachhaltigkeit* verbessert werden.<sup>59</sup> Im Kommerzialisierungsprozess können Mitarbeiter, Kunden sowie andere *Stakeholder Eigentümer der MFI* werden. Beim IPO können *bisherige Teilhaber* aber auch *abgelöst* werden, indem sie ihre Anteile zum Verkauf anbieten. Neben neuem Kapital bringen die externen Investoren oftmals auch *spezifisches Fachwissen oder technische Unterstützung* ein.<sup>60</sup> Dabei müssen sich die Gründer und Hauptaktionäre bewusst sein, dass durch das herangetragene Kapital auch eine neue Gruppe von Aktionären einen entscheidenden Einfluss auf die MFI erhalten.

Regulatorische Bedingungen und neue Eigentümer haben meistens einen Einfluss auf die Führungsgewalt und die internen Kontrollstrukturen. Nach der Transformation passen die MFIs deshalb oftmals ihre Führungsstruktur an. Ausserdem ergibt diese Veränderung die Gelegenheit, die langfristige Mission und die strategischen Pläne nochmals zu bestätigen oder zu überarbeiten.<sup>61</sup> Bei einer Umwandlung müssen aber immer auch die politischen und wirtschaftlichen Gegebenheiten im eigenen Land miteinbezogen werden, da sie eine entscheidende Rolle in Bezug auf den gewählten Zeitpunkt und die Durchführung spielen. Nach der Transformation gilt es, die bisherigen Mitarbeiter entsprechend der neuen Aufgaben weiterzubilden. Oft müssen infolge vermehrter Berichterstattung zusätzliche Arbeitskräfte eingestellt werden, was einerseits kostspielig, andererseits aber auch zeitintensiv ist. Die grosse Herausforderung für die MFIs ist es, die Integration in den Finanzmarkt zu schaffen, ohne die ursprüngliche soziale Zweckverfolgung der Mikrofinanzierung zu vernachlässigen und einen sogenannten „*Mission Drift*“ zu begehen.<sup>62</sup> Zwar gelingt es einer MFI, wie Compartamos, durch die Transformation Zugang zu den Kapitalmärkten zu erlangen, gleichzeitig geht durch diesen Wandel zumindest

---

<sup>58</sup> Vgl. Campion, A. / White, V.: *NGO Transformation*, 2001, S. 3, S. 8 und S. 10.

<sup>59</sup> Vgl. Frank, C.: *Stemming the Tide of Mission Drift: Microfinance Transformations and the Double Bottom Line*, 2008, S. 3.

<sup>60</sup> Vgl. Lauer, K.: *Transforming NGO MFIs: Critical Ownership Issues to Consider*, in: *Occasional Paper No. 13*, 2008, S. 1.

<sup>61</sup> Vgl. Campion, A. / White, V.: *NGO Transformation*, 2001, S. 11.

<sup>62</sup> Als „*Mission Drift*“ bezeichnet man die Entwicklung einer MFI in Richtung Profitmaximierung, durch beispielsweise die Bedienung von Kreditkunden mit höherem Einkommen oder durch die Festlegung von überhöhten Zinssätzen auf den jeweiligen Kreditsummen. Einige Wissenschaftler setzen dieses „Abdriften“ vom gemeinnützigen Ziel mit der Kommerzialisierung oder Transformation einer MFI gleich, die ihrer Meinung nach die Gewinnerzielung über die sozialen Motive stellt.

ein Teil des Anteilsbesitzes an private Investoren über, die als Shareholder ihre Ansprüche an die MFI stellen. Im folgenden Unterkapitel werden die unterschiedlichen Interessenskonflikte beschrieben, die durch eine Umwandlung entstehen können und die das Management bei seiner Entscheidung für oder gegen eine Transformation abzuwägen hat.

#### 4.1.1. Interessenskonflikte

Durch die Transformation, insbesondere dem in dieser Arbeit behandelten Spezialfall des Börsengangs, wird es für eine MFI schwierig, private Investoren zu finden, welche die soziale Mission unterstützen und deren unveränderte Weiterführung akzeptieren. Durch den Aktienkauf sind die neuen Kapitalgeber zu Eigentümern der MFI geworden und stellen dementsprechend Ansprüche an das Vermögen der Unternehmung. Die Eigentumsrechte der Aktionäre werden bei Publikumsgesellschaften in der Regel strikt von der Machtausübung des Managements getrennt. Das heisst, die Manager haben die Entscheidungsgewalt von den Aktionären übertragen bekommen.<sup>63</sup> Während die Anteilsnehmer die finanziellen Mittel zur Verfügung stellen, entscheidet die Geschäftsleitung über deren Verwendung. Zentral ist dabei die Frage, ob das Management das zur Verfügung gestellte Kapital nach den Interessen der MFI einsetzt oder ob die Eigentümer auch Einfluss nehmen können. In der Theorie wird davon ausgegangen, dass der Manager eigennützig handelt und seinen Handlungsspielraum bedingt durch asymmetrische Informationsverteilung („Adverse Selection“, „Moral Hazard“ und „Hold up“)<sup>64</sup> ausschöpft. Dadurch können Zielkonflikte zwischen den Managern (Agenten) und den Anteilseignern (Prinzipale) entstehen, wie sie in der *Prinzipal-Agent-Theorie* von Michael C. Jensen und William H. Meckling im Aufsatz „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“ behandelt wurden. Die hervorgerufenen Interessenskonflikte lösen Agency-Probleme aus, die sogenannte „Agency-Kosten“ verursachen. Wenn in einer Prinzipal-Agent-Beziehung beide Parteien ihren Nutzen maximieren, kann es sein, dass das Management nicht immer die Interessen ihrer Anteilnehmer verfolgt. Der Agent wird seinen Nutzen auch dann maximieren, wenn sein Vorteil mit einem enormen Verlust für den Prinzipal einhergeht. Dadurch entstehen schliesslich Wohlfahrtsverluste. Die Aktionäre können jedoch Anreize schaffen, damit die Manager nicht von ihren Interessen abweichen und die Einhaltung mittels *Überwachungskosten* („Monitoring Costs“) überprüfen. Das Management seinerseits hat *Bindungskosten* („Bonding Costs“) zu tragen, die es verpflichtet, auf gewisse Aktivitäten zu verzichten, die sich gegen die Interessen der Aktionäre richten. Diese beiden Kostenarten fallen in Agency-Beziehungen meist positiv aus. Aufgrund der Divergenz zwischen den Ma-

<sup>63</sup> Vgl. Volkart, R.: Corporate Finance, 2006, S. 703.

<sup>64</sup> „Adverse Selection“ entsteht durch das Unwissen des Prinzipals über die Eigenschaften des Agenten. Der Aktionär kann ausserdem nicht jede Handlung des Managements überprüfen, was als „Moral Hazard“ bezeichnet wird. Auch wenn er die jeweiligen Tätigkeiten der Geschäftsführung kontrollieren könnte, kennt er trotzdem deren genaue Beweggründe nicht („Hold up“).

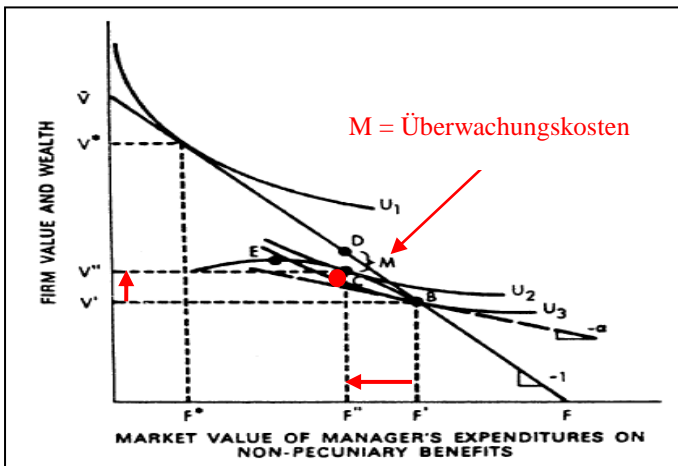


nun der Manager nur noch  $\alpha$  Prozent der Unternehmung innehat, kostet ihn der Bezug einer Einheit  $F$  nicht mehr eine ganze Einheit  $V$ , sondern bloss den Prozentsatz  $\alpha$  einer Einheit  $V$ . So kann er kostengünstiger seinen Nutzen durch nicht-pekuniäre Vorzüge maximieren, weil der andere Teil der Ausgaben  $(1-\alpha)$  zu Lasten der neuen Anteilseigner geht (Wertverlust der Unternehmung). Dadurch verändert sich die ursprünglich gewählte Allokation der Geschäftsleitung, was die Budgetgerade am Punkt  $D$  bis zu einer Steigung von  $-\alpha$  (Gerade  $P_1V_1$ ) dreht, da der Manager neu für den Konsum einer Einheit  $F$  nur noch  $\alpha$  mal eine Einheit  $V$  bezahlen muss. Durch die neue Budgetgerade wird er nicht mehr  $F^*$  als optimale Grösse der nicht-pekuniären Vorteile ansehen, sondern diese auf  $F^0$  anpassen (Punkt  $A$  in Abbildung 4), was seinen eigenen Nutzen erhöht. Dadurch, dass er nun mehr nicht-geldliche Vorzüge nutzt, sinkt der Unternehmenswert, aber auch sein Vermögen auf  $\alpha V^0 + (1-\alpha)V^*$ . Falls der Kapitalmarkt das Verhalten des Managers korrekt antizipiert, werden die externen Eigenkapitalgeber sein verändertes Handeln bei ihren Entscheiden für den Erwerb miteinbeziehen und für die  $(1-\alpha)$  Prozentanteile an der Unternehmung höchstens  $(1-\alpha)V^*$  bezahlen, da jeder höhere Betrag für sie in einem Verlust resultiert. Auf der anderen Seite würde die Geschäftsführung keinen Kaufpreis unter  $(1-\alpha)V^*$  akzeptieren, was durch die Verschiebung der Budgetgerade (neu:  $P_2V_2$ ) zum Punkt  $B$  führt (Gleichgewichtszustand).

Die *Agency-Kosten*, die durch die externe Eigenkapitalbeteiligung in der Höhe von  $(1-\alpha)$  entstanden sind, werden durch die Gegenüberstellung der Punkte  $D$  (Ausgangssituation: Manager als Alleineigentümer) und Punkt  $B$  aus der Abbildung 4 sichtbar: Durch den Verkauf der Aktienanteile ist der Konsum nicht-geldlicher Vorzüge durch die Geschäftsleitung um  $F^* - F^0$  angestiegen. Hingegen wurde der Marktwert der Unternehmung um  $V^* - V^0$  (Agency-Kosten) reduziert. Die entstandenen Agency-Kosten bestehen ausschliesslich aus dem „Residual Loss“, der durch die unterschiedlichen Interessen des Managers und der externen Kapitalgeber entstanden sind.

Falls die im obigen Beispiel getroffene Annahme aufgehoben wird und die Kapitalgeber *Stimmrechte* für ihre erworbenen Anteile besitzen, kann das entsprechende Verhalten der Manager, durch hinreichende Überwachungskosten ( $M$ ) der externen Investoren, unterbunden und somit das Ausmass des Konsums von nicht-pekuniären Vorteilen weitgehend verringert werden. Hier im Beispiel werden die Bezüge der Geschäftsleitung auf Werte unter  $F^0$  beschränkt (es gilt:  $M$  steigen, wodurch  $F$  abnehmen). Nach einem Börsengang erhöhen die Überwachungskosten der neuen Aktionäre den Wert der Unternehmung von  $V^0$  auf  $V^*$  (Punkt  $C$  in Abbildung 5). Gleichzeitig sinken durch die Kontrolle für den Manager die nicht-geldmässigen Leistungen von  $F^0$  auf  $F^*$ . Die Erhöhung des Unternehmungswerts auf  $V^*$  kommt alleine der Geschäftsführung zugute. Es ist deshalb sehr wohl in ihrem Interesse, Überwachungsaktivitäten zuzulassen oder sich selber Restriktionen (Bindungskosten) aufzuerlegen. Somit kann durch die Anwendung von Kontrollmechanismen (Corporate Governance) der Firmenwert erhöht werden.

ABB. 5: MANAGERMODELL NACH JENSEN UND MECKLING (MIT ÜBERWACHUNGSKOSTEN)



Quelle: Jensen, M. / Meckling, W.: *Theory of the Firm*, S. 27

Angewandt auf die Compartamos Bank kann an dieser Stelle festgehalten werden, dass durch die Transformation die externen Kapitalgeber oft ein verändertes Verhalten bei der Geschäftsleitung auslösen. Compartamos grösster Interessenskonflikt liegt im Abgleich der Interessen der neuen Eigenkapitalgeber und der ihrer Kunden. In erster Linie zeigt sich dieser in der Preisfestsetzung der Kredite. Während die neuen Anteilseigner für ihren Kapitaleinsatz entschädigt werden möchten, was ein gewinnorientiertes Wirtschaften voraussetzt, muss die Höhe der Zinsraten und die Darlehensgrösse weiterhin so festgelegt werden, dass sie die Zahlungsfähigkeit ihrer Kunden berücksichtigt und die soziale Mission widerspiegelt. Das Abwägen der unterschiedlichen Interessen der verschiedenen Stakeholder ist durch den Börsengang schwieriger geworden. Diese Tatsache wird zu einem späteren Zeitpunkt in Kapitel 4.3.3. zum Thema IPO-Debatte nochmals aufgegriffen.

## 4.2. Börsengang der Compartamos Bank

Am 20. April 2007 platzierte die Compartamos Bank öffentlich 29,9 Prozent ihrer Aktien am Primärmarkt.<sup>66</sup> Die Besonderheit dieses Börsengangs bestand darin, dass es eine Desinvestition beziehungsweise Ablösung der gegenwärtigen Eigentümer, eine sogenannte „Zweitplatzierung“, war.<sup>67</sup> Compartamos verfügte bereits vor dem Börsengang über eine hohe Eigenkapitaldeckung mit einer Kapitalausstattungsrate (CAR, Capital Adequacy Ratio) von 40 Prozent. Diese liegt deutlich über dem mexikanischen Bankendurchschnitt von 16 Prozent.<sup>68</sup> Schlussendlich bestand der Grossteil der neuen Investoren aus internationalen Fondsmanagern und anderen kommerziellen Anlegern. Die Erlöse aus dem Ver-

<sup>66</sup> Vgl. Burnhill, L.: Bringing Microfinance to Scale: Lessons from the Compartamos IPO, ACCIÓN International Web Conference 27.06.2007, S. 3f.

<sup>67</sup> Bei dieser Methode werden Aktien aus dem bestehenden Aktionärskreis zum Kauf angeboten. Im Gegensatz zu einem herkömmlichen IPO, bei dem neue Aktien ausgegeben werden, fließt der Unternehmung in diesem Fall kein neues Eigenkapital zu. Vgl. Volkart, R.: *Corporate Finance*, 2006, S. 708.

<sup>68</sup> Dies zeigt, dass Compartamos durchaus mehr Fremdkapital aufnehmen und die bestehende Eigenkapitalbasis weiterhin durch die einbehaltenen Gewinne wachsen könnte. Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: *InSight* No. 23, 2007, S. 6.

kauf gingen nicht an die Aktiengesellschaft, sondern direkt und vollumfänglich an die bisherigen Anteilseigner.

Compartamos betrachtete mehrere Varianten, um Teile ihrer Aktien zu verkaufen. Private Direktverkäufe an einen strategischen Investor (beispielsweise eine internationale Bank oder ein privater Mikrofinanz-Aktienfonds) waren eine diskutierte Alternative. Die Wahl eines einzelnen Anlegers oder einer Investorengruppe hätte jedoch einen zu grossen Einfluss auf die Bestimmungsgewalt gehabt und eventuell die soziale Ausrichtung beeinträchtigt. Deshalb entschied sich die MFI dagegen und begrenzte zusätzlich die Anzahl der zum Verkauf freigegebenen Titel auf knapp 30 Prozent. Eine weitere Restriktion lag in einer oberen Limite pro Käufer von maximal 10 Prozent der angebotenen Titel beziehungsweise 3 Prozent des gesamten Aktienkapitals.<sup>69</sup>

Die Compartamos Bank war in Mexiko die erste Mikrofinanzinstitution, die ihre Aktien an der Börse emittierte, weltweit gab es jedoch bereits drei weitere *Referenzfälle* von MFIs, die eine erfolgreiche Erstemission verzeichneten. Die „Bank Rakyat Indonesia“ (BRI, ursprünglich eine staatseigene Bank) liess im Jahr 2003 41 Prozent ihrer Aktien an der Börse kotieren, 2006 wurde die „Equity Bank“ an der Aktienbörse von Nairobi gelistet und im selben Jahr beging die „Bangladesh Rural Advancement Committee“ (BRAC) mit 50 Prozent aller Anteile ein IPO.<sup>70</sup> Die Angaben in den wissenschaftlichen Dokumenten von CGAP und ACCIÓN International<sup>71</sup> über die Vorreiter der Compartamos Bank sind gemäss Recherche der Autorin unvollständig, denn wie erwähnt, hat auch BRAC vor Compartamos im November 2006 eine Erstemission durchgeführt. Obwohl alle drei Börsengänge sehr günstig verliefen, erzielte Compartamos viel höhere Renditen. Welche Investoren Compartamos Titel erworben haben und wie hohe Gewinne durch das IPO erzielt wurden, wird im Abschnitt 4.2.3. erläutert.

Im vorherigen Kapitel wurde diskutiert, aus welchen Gründen sich eine MFI in eine gewinnorientierte Organisation wandelt. Es drängt sich daher die Frage auf, welches die Motive für Compartamos Börsengang waren. Der eigentliche *Hauptgrund für die Neuemission der Aktien* lag in der angestrebten Veränderung der Eigentumsstruktur. Durch den Verkauf des Aktiendrittels sollten einige der bisherigen Anteilseigner ihr eingesetztes Kapital wieder aus der Unternehmung abziehen können. Als Compartamos eine voll konzessionierte Bank wurde, galten die Investorengruppen ACCIÓN International und IFC für die Bankenaufsichtsbehörde als wichtige Vertrauensträger, welche die Zulassung stärkten. Später, nach erfolgreicher Entwicklung und Expansion, entschieden sich die beiden Anteilseigner einen Teil ihrer Aktien zum Verkauf anzubieten, da sie selber nur geringe Geldmengen zur Verfügung hatten und liquide Mittel benötigten, um in andere Mikrofinanzprojekte zu investieren und ihre eige-

<sup>69</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 5f und S. 10.

<sup>70</sup> Vgl. Lieberman, I. / Anderson, A. / Grafe, Z. et al.: Microfinance and Capital Markets: The Initial Listing/Public Offering of four Leading Institutions, 2008.

<sup>71</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 13.

nen Ziele weiterverfolgen zu können.<sup>72</sup> Folgende *Gründe und Zielsetzungen* waren für die Durchführung des Börsengangs weiter ausschlaggebend:

- Lokale und internationale Investoren zeigten grosses Interesse am Erwerb von Aktienanteilen der Compartamos Bank, was auf bestehendes Marktpotential hinwies.<sup>73</sup>
- Durch alternative Finanzierungsquellen und den uneingeschränkten Zugang zum Finanzsystem sollte einerseits einfacher und billiger Kapital bezogen und andererseits das langfristige wirtschaftliche Überleben gesichert werden.<sup>74</sup>
- MFIs sollten vermehrt an Ansehen gewinnen, indem die Mikrofinanzindustrie dem traditionellen Finanzsektor angenähert wird und privates Kapital anzieht. Mittels IPO soll „[...] der Welt gezeigt werden, dass das Investieren in die Armen ein profitables Wagnis ist, und dass mit einem erfolgreichen IPO kommerzielle Finanzierungsquellen angezogen werden, die helfen die Armut zu bekämpfen.“<sup>75</sup>
- Die Mikrofinanzierungsbranche sollte sich als realistische Anlageklasse etablieren, die den Investoren gleichzeitig soziale und finanzielle Renditemöglichkeiten eröffnet.
- Durch den Börsengang sollten bis ins Jahr 2008 eine Million Kunden bedient werden.<sup>76</sup>
- Die Aufrechterhaltung und Kontinuität in der Bestimmungsgewalt war für Compartamos elementar. Das IPO versprach eine guter Weg zu sein, um möglichst viele Investoren (private und institutionelle) anzuziehen und gleichzeitig eine Spaltung in den Führungszuständigkeiten zu vermeiden, die einen allfälligen Richtungswechsel der ursprünglichen, gemeinnützigen Zweckverfolgung bedeutet hätte.<sup>77</sup>

Welche gesetzten Ziele tatsächlich erreicht wurden, wird in Kapitel 4.2.3. aufgezeigt. In den nächsten Abschnitten wird der Börsengang von Compartamos eingehender betrachtet.

#### 4.2.1. Rechtlicher Rahmen für IPO-Durchführung

Neben verschiedenen Voraussetzungen, wie guter Geschäftsführung und Transparenz, musste die Compartamos Bank für die Durchführung des IPO bestimmte Regulierungskriterien erfüllen. Zur endgültigen Zulassung für die Listung an der mexikanischen Aktienbörse war erstens eine Befugnis bei

<sup>72</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 5.

<sup>73</sup> Vgl. Burnhill, L.: Bringing Microfinance to Scale: Lessons from the Compartamos IPO, ACCIÓN International Web Conference 27.06.2007, S. 6.

<sup>74</sup> Vgl. [http://www.microcreditsummit.org/enews/2007-07\\_supcomment1.html](http://www.microcreditsummit.org/enews/2007-07_supcomment1.html), 26.06.2009 (Abfragedatum).

<sup>75</sup> Zitat von Alvaro Rodriguez (Vorstandsvorsitzender von ACCIÓN International und gleichzeitiger Vertreter im Vorstand von Compartamos). Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 6.

<sup>76</sup> Gefördert wurde dies über die geografische Expansion, die Eröffnung von weiteren Verkaufsfilialen und einer Erweiterung des Dienstleistungsangebots. Der dadurch entstehende Grössenvorteil sollte die Margen verbessern sowie eine gute Ausgangslage für die zukünftige verstärkte Wettbewerbssituationen schaffen. Vgl. Banco Compartamos: Offering Circular, Our Strategy, 2007, S. 6f.

<sup>77</sup> Vgl. Campion, A. / Linder, C.: Putting the „social“ into performance management, 2008, S. 77.



der „Comisión Nacional Bancaria y de Valores“ (CNBV) einzuholen und zweitens eine Anmeldung bei der „Institución privada de custodia y administración de valores“ (INDEVAL) nötig. Zudem waren verschiedene Kapitalvorschriften als Geschäftsbank einzuhalten. Nach mexikanischem Recht musste Compartamos ein *Mindestkapital* von 0,12 Prozent der Gesamtsumme aller lokalen Universalbanken des Vorjahrs aufbringen.<sup>78</sup> Desweiteren mussten mindestens 50 Prozent des zur Ausgabe genehmigten Aktienkapitals eingezahltes Kapital („paid-up capital“) darstellen.

Über die Höhe des *Capital Adequacy Ratio* (CAR) wurden im Jahr 2007 angepasste Kapitalisierungsanforderungen (Basel II-Richtlinien<sup>79</sup>) festgelegt, die unterteilt nach den einzelnen Risikoarten erfüllt werden mussten:

- *Kreditrisiken*: CAR von 8 Prozent
- *Marktrisiken*: CAR bei allgemeinen Risiken 12 Prozent, 4 bis 8 Prozent bei spezielle Gefahren und 4 Prozent bei liquiditätswirksamen, risikoreichen Transaktionen
- *Betriebsrisiken*: CAR von 15 Prozent, der durch die durchschnittlichen Nettoeinkommen der letzten drei Jahre bestimmt wird<sup>80</sup>

In Bezug auf die notwendigen *Reserven und Liquiditätsanforderungen* darf die Bank in den ersten drei Jahren ihrer Tätigkeit keine Gewinnausschüttungen (Dividendenzahlungen) vornehmen. Zudem ist eine jährliche Reserve von mindestens 10 Prozent der Nettoeinnahmen anzulegen, bis die Summe des eingezahlten Kapitals erreicht ist.<sup>81</sup>

Nach Erfüllung dieser Regulierungsanforderungen konnte die MFI den gewünschten IPO-Prozess einleiten. Im nächsten Abschnitt wird darauf näher eingegangen.

#### **4.2.2. IPO-Prozess der Compartamos Bank**

Zur Durchführung des IPO entschied sich Compartamos als Emissionsbank die damalige Credit Suisse First Boston zu engagieren.<sup>82</sup> Die Aktien wurden in zwei Teilausgaben, einer mexikanischen und einer internationalen, ausgegeben. Neben der Credit Suisse, welche für die gesamte Umsetzung des IPO und die internationale Tranche verantwortlich war, wurden Banamex und Banorte, zwei lokale Übernahmekonsortien, mit der Spezialisierung auf die mexikanische Teilausgabe beauftragt. Insgesamt wurde die Credit Suisse von fünf weiteren Arbeitsgruppen begleitet:

---

<sup>78</sup> Im Jahre des IPO machte dies USD 37,7 Millionen aus. Compartamos erfüllte diese Anforderung mit einem Kapitel von über USD 296 Millionen problemlos.

<sup>79</sup> Die Basel II-Richtlinien beinhalten eine Reihe von Eigenkapitalvorschriften (Mindestkapitalanforderungen, Überprüfungsprozess der Bankenaufsicht sowie erweiterte Offenlegung).

<sup>80</sup> Mit einem CAR von 40 Prozent übertraf die Compartamos Bank das geforderte Kapitalverhältnis bei weitem.

<sup>81</sup> Vgl. [http://www.microfinanceregulationcenter.org/resource\\_centers/reg\\_sup/micro\\_reg/country/28/](http://www.microfinanceregulationcenter.org/resource_centers/reg_sup/micro_reg/country/28/), 02.08.2009 (Abfragedatum).

<sup>82</sup> Fünf weitere Investmentbanken mit internationaler Kapitalmarkterfahrung wurden gebeten einen IPO-Durchführungs- und Verkaufsvorschlag zu unterbreiten. Die Credit Suisse überzeugte schlussendlich durch ihre Erfahrung mit Börsengängen, ihre Unternehmensbewertung und vorgeschlagene Verkaufsstruktur sowie der fundierten Kenntnisse über die Mikrofinanzindustrie.

1. Interne Personen: CEO, CFO, Rechtsbeistand und Strategieorgane
2. Externe Rechtsberater (mit grosser IPO-Erfahrung, Kenntnissen über die Compartamos Bank und guten Beziehungen zu den mexikanischen Behörden)
3. Externe Wirtschaftsprüfer (zur Bewertung der Bilanzen nach den gesetzmässigen Anforderungen)
4. Banamex und Banorte als erfahrene lokale Emissionskonsortien (mit fundiertem Wissen über den mexikanischen Markt und guten Beziehungen zu den örtlichen Investoren)
5. Vorstandsausschuss (zur zentralen Überwachung)

Die zur Durchführung notwendigen Dokumente, wie der internationale Emissionsprospekt für die privaten Angebote, der Prospekt für die öffentlichen Platzierungen in Mexiko, die genehmigte Bilanz, der Syndikats-/Konsortialvertrag und der Kotierungsprospekt wurden von den obengenannten Arbeitsgruppen erstellt und der CNBV zur Genehmigung vorgelegt.

Aufgrund der schwer abschätzbaren Reaktion des Marktes auf den Börsengang einer mexikanischen Mikrofinanzinstitution wurden vor den eigentlichen Verkaufsinformationsveranstaltungen Werbetreffen in Europa und den Vereinigten Staaten durchgeführt. Durch die Aufmerksamkeit diverser globaler Investoren sollte die internationale Nachfrage besser abgeschätzt und ein Anfangspreis festgelegt werden. Credit Suisse informierte die Interessenten über öffentliche Erstemissionen in Schwellenmärkten und Compartamos unterstrich die Präsentation mit Informationen über ihre Entwicklungsgeschichte, Strategie und verfolgten Ziele.

Danach fanden die eigentlichen Verkaufsveranstaltungen statt.<sup>83</sup> Während dieser Zeit sammelte die Compartamos Bank die verschiedenen Kaufaufträge mit der gewünschten Anzahl der zu erwerbenden Titel und dem Preis, welche die Investoren zu bezahlen bereit waren. Kennzeichnend für den IPO-Prozess war, dass das Anlegerinteresse weit über den ursprünglichen Erwartungen lag und der Preis zunehmend in die Höhe stieg. Neben der ständigen Preisanpassung (12,8facher Buchwert), infolge der hohen Marktbewertung der Compartamos Bank, war das IPO nach Abschluss der Verkaufsveranstaltungen dreizehnfach überzeichnet. Resultierend aus den Reaktionen der Nachfrage und unter Abwägung einer ausgewogenen Aktionärsstruktur, bei gleichzeitiger Maximierung des Verkaufserlöses, setzte Compartamos den Endpreis pro Titel bei 40 mexikanischen Pesos (entspricht 3,65 US-Dollar) fest.<sup>84</sup> Das vollständige Emissionsangebot kann im Anhang eingesehen werden.

Die Aktien der Compartamos Bank wurden nach dem abgeschlossenen IPO-Prozess am 20. April 2007 erstmals an der Börse gehandelt.

---

<sup>83</sup> Diese dauerten über zehn Tage und bestanden aus 54 Einzeltreffen, zehn Telefonkonferenzgesprächen und acht öffentlichen Zusammentreffen in den USA, Europa und Lateinamerika.

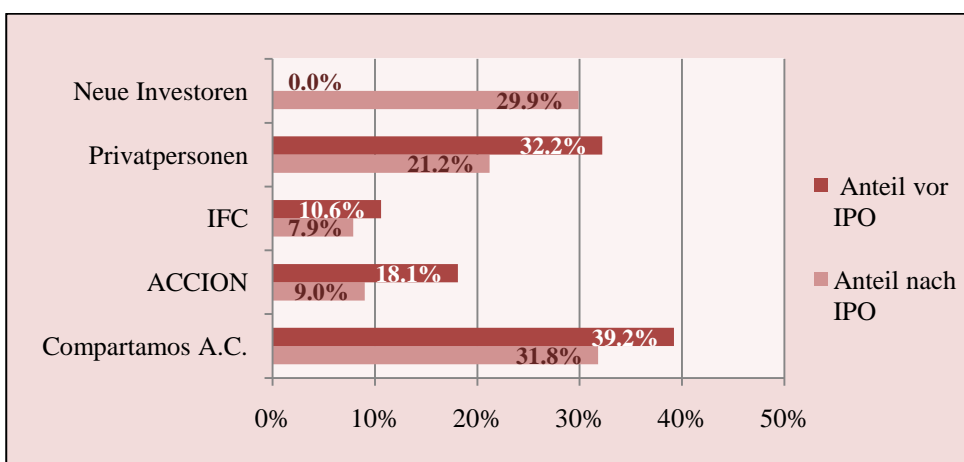
<sup>84</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 6-8.

### 4.2.3. Resultate des IPO

Die Compartamos Bank beging die vierte öffentliche Erstemission in der Geschichte der Mikrofinanzwelt. Aufgrund des enormen Erfolgs gilt sie seither als Musterbeispiel der kommerziellen Mikrofinanzierung einer MFI, das sich von einer NGO hin zur Bank wandelte.

Jeder der bisherigen Investoren verkaufte während dem IPO Aktienanteile. Wie die Abbildung 6 zeigt, veräusserte ACCIÓN International mit 9,1 Prozent den grössten Anteil. Obwohl sich die Aktionärsstruktur durch den Börsengang veränderte, wird die Schlüsselrolle in der Geschäftsbank weiterhin durch dieselben Hauptaktionäre eingenommen. Die Compartamos NGO bleibt mit knapp 32 Prozent die grösste Anteilseignerin, vor ACCIÓN International mit 9 Prozent.<sup>85</sup>

ABB. 6: EIGENTUMSVERHÄLTNISSE VOR UND NACH DEM BÖRSENGANG



Quelle: Eigene Darstellung, Daten von ACCIÓN International, InSight No. 23

Die ausschliesslich an der mexikanischen Börse gelisteten Aktien wurden von den Investoren mit grossem Interesse erworben. Die Nachfrage war primär vom enormen Wachstum und Gewinn der Compartamos Bank, dem Mangel von mexikanischen Investitionsmöglichkeiten, dem starken Management und dem Reiz der Mikrofinanzbranche getrieben. Mit einem Verkaufspreis von 3,65 US-Dollar für 128'308'412 Titel ergab sich ein Aktienkapital von 468'325'703 US-Dollar. Die Marktbewertung von Compartamos betrug zum gleichen Zeitpunkt annähernd 1,56 Milliarden US-Dollar.

Der Börsengang erwies sich als grosser Erfolg. Bereits nach dem ersten Tag schloss die Aktie mit einem Plus von 32,3 Prozent und nach zwei Wochen hatte sie einen Gewinn von 49,8 Prozent zu verzeichnen. Ende Juni 2007 erreichte die Compartamos Bank eine Börsenbewertung von sagenhaften 2,24 Milliarden US-Dollar. Diese hohe Einschätzung wurde durch die Bedingung zur Erlangung der Bankkonzession gestärkt, infolge welcher Compartamos, während den ersten drei Jahren ab der Zulassung, keine Dividenden ausschütten durfte und somit alle erwirtschafteten Nettoeinkommen den Kapitalreserven gutschreiben musste.

<sup>85</sup> Von den Privatpersonen, die Aktien der Compartamos Bank hielten, waren 23,7 Prozent Direktoren und Manager, die anderen 8,5 Prozent waren im Besitz von mexikanischen Investoren.

Von den zwei angebotenen Teilausgaben gingen 18 Prozent des Gesamtaktienkapitals an mexikanische Anleger und 82 Prozent an internationale Investoren. Alle Titel, die ausserhalb von Mexiko gehandelt wurden, unterlagen der Regel 144A der „Securities and Exchange Commission“ (SEC), die bloss sogenannte „qualifizierte institutionelle Käufer“ (QIBs, Qualified Institutional Buyers) zum Kauf berechtigt.<sup>86</sup> Insgesamt erhielten 5'920 Investoren den Zuschlag. Die 158 institutionellen Anleger setzten sich zu 58 Prozent aus internationalen Hedge Fonds und 42 Prozent aus traditionellen kommerziellen, also nicht sozial engagierten Investoren zusammen. Die institutionellen Käufer stammten aus Mexiko (5%), den USA (52%), Europa (33%) und Südamerika (10%).<sup>87</sup>

Der Gesamtertrag aus dem Verkauf betrug 468 Millionen US-Dollar, was einem zwölfwachen Buchwertgewinn gleichkommt.<sup>88</sup> Die Einnahmen des IPO gingen ausschliesslich an die bestehenden Aktionäre, die Compartamos Bank erhielt keinen Anteil am erzielten Nettogewinn.

Von den in Kapitel 4.2. besprochenen *Zielsetzungen* hat Compartamos folgende erreicht:

- Kundenzahl von einer Million im Jahr 2008 deutlich übertroffen
- Geografische Expansion und Eröffnung weiterer Filialen
- Zunehmende Akzeptanz an den Finanzmärkten
- Mikrofinanzierungen werden als attraktive Anlageklasse bewertet
- Wirtschaftliche Überlebensfähigkeit gesichert
- Wettbewerbsposition weiter gestärkt
- Dienstleistungsangebot vergrössert (neue Pilotprojekte lanciert)
- Grössenvorteile (Effizienz)

Obwohl Compartamos die Bestimmungsgewalt in Bezug auf die Anteile beibehalten konnte (Mehrheit halten nach wie vor sozialengagierte Investoren), erschwerte das IPO und die neuen kommerziellen Aktionäre das gänzliche Ignorieren finanzieller Renditeansprüche. Diese Interessenskonflikte werden in der durch den Börsengang ausgelösten Debatte (Kapitel 4.3.) näher erläutert.

#### **4.2.4. Erfolgsfaktoren des IPO**

Der Erfolg des Börsengangs der Compartamos Bank ist nicht nur auf einen einzigen Faktor zurückzuführen. Vielmehr förderten diverse Voraussetzungen den günstigen Verlauf. Im Anhang ist eine Tabelle mit den bedeutendsten Erfolgsfaktoren angehängt.

---

<sup>86</sup> Die Regel 144A ermöglicht ausländischen Unternehmen erleichtert den Verkauf von Aktien an QIBs durchzuführen, die ansonsten über eine Registrierung der SEC gemeldet werden müssten, um überhaupt Titel an amerikanischen Kapitalmärkten erwerben zu können und so von bestimmten Marktregulierungsvorschriften befreit sind.

<sup>87</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 1 und S. 10.

<sup>88</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 3.

Die schon seit Beginn sehr hohe Qualität des Kreditportfolios der *Compartamos Bank*, die sich auch in den tiefen Ausfallquoten widerspiegelt, spricht für die Nachhaltigkeit der vergebenen Kredite und den Erfolg der Armutsbekämpfung in Mexiko. Durch das IPO wird das zukünftige Wachstumspotential weiter gestärkt und ausgebaut. Compartamos ist es aufgrund der erwirtschafteten Gewinne sehr gut gelungen, das Interesse von kommerziellen Investoren auf sich zu ziehen. Durch die Förderung der Transparenz und diversen Belangen bezüglich Bestimmungsgewalt, konnte das Vertrauen der Investoren gestärkt werden. Darüber hinaus wurde Compartamos mit mehreren Auszeichnungen<sup>89</sup> geehrt, wodurch die Öffentlichkeit positiv auf die Bank aufmerksam wurde. Besonderen Einfluss hat zudem die Bankenlizenz, die es Compartamos zukünftig ermöglicht, eine weitere potentielle Einnahmequelle, über Depot- und Spareinlagen oder alternative kostenpflichtige Dienstleistungen, zu erschliessen.

Compartamos *IPO-Prozess* war unter anderem dank der Unterstützung und Abwicklung durch die Credit Suisse sowie Banamex und Banorte so erfolgreich. Sie ermöglichten es, neben dem mexikanischen Markt, auch internationale Investoren anzusprechen. Kennzeichnend für die Erstemission war das riesige Interesse der Anleger. Von den über 158 ausgewählten QIBs, die das Management und Konsortium während der Verkaufsveranstaltungen als potentielle Anleger ansprach, platzierte beinahe jeder ein Kaufangebot, das über dem ursprünglich veröffentlichten Kaufpreis lag. 72 dieser Anleger informierten sich gar über die oberste Limite (gemäss festgelegter Restriktion).

Natürlich trugen auch günstige *globale Einflussfaktoren* dazu bei, dass das IPO rentierte und dreizehnfach überzeichnet wurde. Neben der hohen Liquidität an den globalen Kapitalmärkten, gilt der Finanzdienstleistungssektor vor allem für europäische und amerikanische Investoren als überaus attraktiv. Ausserdem rückte der mexikanische Anlagemarkt vermehrt in den Blickwinkel der Anleger und auch die gesamte Mikrofinanzbranche gewann an Anerkennung bei den Investoren.

Der *mexikanische Mikrofinanzmarkt*, in dem sich Compartamos bewegt, war fast gänzlich unerschlossen und auch der fehlende Wettbewerb, der höchstens im Anfangsstadium stattfand, spricht dafür, dass die Bank auch bis auf Weiteres Marktführerin bleiben wird.

Diese starke Entwicklung zeichnet sich ebenfalls am *mexikanischen Finanzmarkt* ab. Das Land verfügt über einen fortschrittlich entwickelten Aktienmarkt, der in ein gut reguliertes Umfeld eingebettet ist. Für eine solide Finanzmarktentwicklung spricht ferner der stabile mexikanische Peso. Die Tatsache, dass in Mexiko pro Jahr jeweils nur wenige Börsengänge stattfinden, liess die Nachfrage nach den Titeln weiter ansteigen und trieb den Aktienpreis immens in die Höhe.

Auch das *mexikanische Umfeld* wirkte förderlich für das IPO. Die Massnahmen des neu gewählten mexikanischen Präsidenten, Felipe Calderón, bezüglich Armutsbekämpfung und Stärkung der Men-

---

<sup>89</sup> Im Jahr 2004 wurde die Financiera Compartamos bereits als zweitbestes Obligationenprogramm ausgezeichnet. 2005 erhielt sie neben dem „IDB Microfinance Excellence Award“ den „Financial Transparency Award“ von CGAP. Als Bank wurde sie 2006 und 2007 mit dem „Best Place to Work in Latin America Award“ geehrt.

schenrechte sowie der Bekämpfung der Drogenkartelle in Mexiko, wurden von der Bevölkerung gut aufgenommen und durch positive Marktkonditionen zusätzlich unterstützt.<sup>90</sup>

An dieser Stelle ist es der Verfasserin dieser Arbeit wichtig zu betonen, dass die Voraussetzungen (gesamte Umgebung und der Zeitpunkt der Durchführung), welche die Compartamos Bank während ihrem IPO-Prozess vorfand, nicht günstiger hätten sein können. Für andere IPOs von Mikrofinanzinstitutionen können die Bedingungen möglicherweise komplett anders aussehen.

### 4.3. IPO-Debatte

Innerhalb der Mikrofinanzbranche und darüber hinaus, hat der gelungene Börsengang weltweit für Aufsehen gesorgt. Gleichzeitig wurden jedoch viele kritische Fragen aufgeworfen und Diskussionen in Gang gesetzt. Die grössten *Kritikpunkte* drehen sich um folgende Thematiken:

- *Zinssätze und Gewinne*: Sind die hohen Gewinne und die überhöhten Zinssätze mit dem gemeinnützigen Zweck vereinbar?
- *Gewinnverwendung*: Wird der Gewinn dafür eingesetzt, die privaten Investoren zu bereichern? Geht der gesamte Profit in die Taschen der Aktionäre? Was erhalten die Kunden?
- *Bestimmungsgewalt*: Wird es durch die aus dem IPO entstandenen neuen Eigentumsverhältnisse schwieriger, soziale und finanzielle Ziele auszugleichen?
- *Wachstum und Zukunftsfähigkeit*: Können die Grössenziele und die Nachhaltigkeit auch ohne gewinnreiche IPOs erzielt werden?

Die Streitgespräche wurden von der überaus positiven Bewertung der Compartamos-Aktie zusätzlich angeheizt. Diese widerspiegeln in vielen Augen die enormen Profite, welche die Kunden über die hohen Kreditzinssätze bezahlen mussten. Es wurden diverse Foren eröffnet, um das IPO-Beispiel von Compartamos zu besprechen, wobei die am meisten genutzte Plattform die Yahoo-Diskussionsgruppe von MicrofinancePractice war.<sup>91</sup>

*Befürworter des IPO* der Compartamos Bank sehen die Erstemission der Aktien als „Höhepunkt eines langen Vorbereitungsprozesses, die Mikrofinanzierung in den allgemeinen Finanzsektor einzugliedern.“<sup>92</sup> ACCIÓN International meint sogar, dass der Börsengang für alle Stakeholder von Vorteil war.<sup>93</sup> Auf der anderen Seite empfinden die *Kritiker* das IPO als bedenklich, da es die Investoren dazu berechtigt, diese enormen Renditen auf Kosten der Armen zu erzielen. Ihrer Meinung nach entschädigt dies nur die Anleger und nicht die Kunden. ACCIÓN International hat beispielsweise anfänglich

<sup>90</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 11f und o. V.: Bringing Microfinance to Scale – Lessons from the Compartamos IPO, Web Conference 27.06.2007, S. 9f.

<sup>91</sup> Diskussionsgruppe: [finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message](http://finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message).

<sup>92</sup> Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 14.

<sup>93</sup> Sämtliche genannten Gründe können im nachfolgend erwähnten Aufsatz nachgelesen werden. Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 16.

eine Million US-Dollar in die Compartamos Bank investiert und durch den Verkauf der Anteile die Summe von 143 Millionen US-Dollar verdient. Auch andere Investoren haben sehr grosse Gewinne erzielt; die Compartamos NGO 93 Millionen US-Dollar, IFC 42 Millionen US-Dollar und einzelne Aktionäre (darunter grösstenteils das Management und die Direktoren der Bank) insgesamt 136 Millionen US-Dollar. Einer der bekanntesten Gegner ist Muhammad Yunus, der Friedensnobelpreisträger, der zum Erfolg des IPO meint, dass „[...] die mexikanische Bank nicht besser sei, als altmodische Kredithaie, die riesige Gewinne erzielen, indem sie den armen Kreditnehmern Wucherzinsen [...] aufbürden.“<sup>94</sup>

*Einigkeit* besteht innerhalb der Mikrofinanzbranche jedoch darüber, dass der Bedarf an Kapital zu gross ist, um ihn, wie in der Vergangenheit, ausschliesslich aus Spendengeldern decken zu können. In den Kapiteln 4.3.1. bis 4.3.3. werden die grössten Kritikpunkte detaillierter erklärt. Die Erläuterungen sind dabei nicht als abschliessend zu betrachten. Zum Schluss des Kapitels wird zusätzlich ein kurzer Blick auf die Reaktion der Compartamos Bank zu den Vorwürfen geworfen.

#### 4.3.1. Höhe und Verwendung des Gewinns

Der eigentliche Auslöser für die ganzen Streitgespräche war, dass die ursprünglich als nicht-gewinnorientierte, durch Spendengelder finanzierte MFI durch das IPO riesige Gewinne erzielte, die direkt an die privaten Anteilseigner (Direktionsmitglieder und Mitarbeiter sowie weitere externe Investorengruppen) gingen und sie zu Multimillionären machte. Anfänglich standen diese enormen Profite der früheren Anteilseigner im Zentrum der Diskussionen, wobei sich kurz darauf die Grundsatzfrage nach der hohen Gewinnerzielung der MFI stellte. Die grossen Gewinne steigern den Marktwert der Bank, was sich im Aktienkurs abzeichnet. Dadurch profitieren wiederum die Aktionäre (und nicht die Kunden). Charles Waterfield (CEO von MFI Solutions) fragt hier zu Recht, „ist dies die Zukunft der Mikrofinanzierung? Ist dies wohin sich andere MFIs bewegen möchten? Ist dies die Lösung gegen Armut?“<sup>95</sup> Gemäss der Autorin dieser Arbeit muss die Tatsache, dass eine gemeinnützige Institution *überhaupt Gewinne erzielt*, getrennt von der *Höhe* dieser erwirtschafteten Profite betrachtet werden, wie auch CGAP in einem ihrer Aufsätze betont.<sup>96</sup> Ausserdem muss untersucht werden, woher Compartamos Gewinne stammen und wofür sie verwendet werden.

Obwohl es wenige Stimmen gibt, welche die Bank weiterhin über Spenden- und Entwicklungsgelder finanziert sehen möchten, haben auch diese bemerkt, dass das angestrebte langfristige Wachstum ein kostendeckendes Wirtschaften und somit Gewinne voraussetzen. Mit der Umwandlung in eine regulierte MFI ist die Profiterzielung auch innerhalb der Mikrofinanzbranche nichts Ungewöhnliches mehr.

---

<sup>94</sup> o. V.: Doing good by doing very nicely indeed, in: The Economist, 26.06.2008.

<sup>95</sup> Waterfield, C.: [finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message/6868](http://finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message/6868), 13.07.2009 (Abfragedatum).

<sup>96</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 3f.

Kritisiert wurde jedoch die enorme *Höhe der ausgewiesenen Gewinne* von Compartamos. Richard Rosenberg von CGAP gibt zu, dass „wenn man privates Kapital anziehen möchte, muss man hohe Gewinne ausweisen“ gleichzeitig ergänzt er: „aber diese müssen nicht so hoch sein.“<sup>97</sup> Gegner der hohen Profite, wie Charles Waterfield, bemerken, dass man anfänglich bloss dachte, dass es gut wäre, wenn die MFIs ihre Ausgaben selbstständig decken könnten. Danach glaubte man, dass durch die Gewinnerzielung das Risiko gesenkt und das Wachstum angetrieben werden könnte. Dies sei aber heikel, da nie festgelegt wurde, wie viel Profit zu viel ist. Befürworter des IPO entgegnen, dass dies nicht diskutiert werden müsse, da die Höhe des Gewinnes irrelevant sei, weil nur das endgültige Ziel (die Erreichung von möglichst vielen Kunden) zähle und nicht, wie man dies erreiche.<sup>98</sup>

Die *Verwendung* der eingenommenen Profite war für die Finanzierung weiterer Kundenkredite gedacht. Compartamos behielt den Grossteil der Einnahmen als zurückbehaltene Gewinne ein, um noch rascher wachsen zu können. Ausserdem konnte die Bank durch die hohen Profite ein grösseres Produktangebot anbieten, wodurch sie weitere Kundensegmente ansprechen konnte. In den Diskussionen taucht immer wieder die Frage auf, ob Compartamos das angestrebte Wachstum auch anders hätte finanzieren können, als durch einbehaltene Gewinne und die vermehrte Kreditvergabe. Es wird debattiert, ob die Auszahlung an die Investoren eine bessere Möglichkeit gewesen wäre, da die Bank eine starke Eigenkapitalbasis besitzt, die ihr bereits grosse Vorteile am Finanzmarkt und bei der Beschaffung von neuem Kapital ermöglichte. ACCIÓN International argumentiert, dass die zurückbehaltenen Gewinne das Ansehen von Compartamos an den Kapitalmärkten stärkte und somit das Wachstum begünstigte, das sonst stagniert wäre. Es also zu jenem Zeitpunkt keine alternative Wachstumsmöglichkeit gegeben hätte. Richard Rosenberg kann dieser Argumentation seit der Erlangung der Bankenlizenz nicht mehr zustimmen, da Compartamos bereits zuvor vollen Zugang zum Kapitalmarkt hatte.<sup>99</sup> Seiner Meinung nach sollte die Frage nicht lauten, ob die Gewinne übertrieben hoch sind, sondern „[...] ob die hohen Profite aus den Taschen der armen Leute stammen“.<sup>100</sup> Entsprechend einer weitverbreiteten Meinung kommen die grossen Profite nämlich grösstenteils von den hohen Zinsraten der Darlehen. Im nächsten Abschnitt wird die Höhe der Kreditpreise diskutiert.

#### **4.3.2. Höhe der Zinssätze**

Wie beschrieben, wurden die Gewinne der Compartamos Bank hauptsächlich aus den Zinsen ihrer Kundenkredite erzielt. Durch die hohen Zinssätze wurde eine relativ aggressive Wachstumsstrategie verfolgt. Es lohnt sich jedoch einen Blick in die Vergangenheit zu werfen, um nachzuvollziehen, wie

---

<sup>97</sup> o. V.: The Implications of Increased Commercialization of the Microfinance Industry: What can we learn from the discussions that followed the Compartamos IPO?, 2008, S. 12.

<sup>98</sup> Vgl. Waterfield, C.: [www.microfin.com/dfnpostings4](http://www.microfin.com/dfnpostings4), 04.07.2009 (Abfragedatum).

<sup>99</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 16.

<sup>100</sup> o. V.: The Implications of Increased Commercialization of the Microfinance Industry: What can we learn from the discussions that followed the Compartamos IPO?, 2008, S. 30.



die hohen Darlehensraten zustande kamen. Mitte der 90er Jahre fand in Mexiko eine kurze Phase sehr hoher Inflation (Rate über 100%) statt. Diese hohe Inflationsrate veranlasste Compartamos dazu, ihre Zinssätze anzupassen, um ihre Kosten decken zu können. Als sich die Inflationsrate anschliessend rasch wieder auf ihrem gewohnten Niveau von unter 10 Prozent stabilisierte, behielt die MFI die Kreditsätze unverändert hoch. Dieser Entscheid wurde durch die Tatsache gestützt, dass die heutige Aktiengesellschaft damals beinahe das Monopol am mexikanischen Markt innehatte und somit trotz hoher Darlehenspreise neue Kunden gewinnen konnte.<sup>101</sup> Dies war das erste Mal, dass sich Compartamos bewusst gegen eine Zinssenkung entschloss. Später, im Jahr 2000, als die MFI als gewinnorientierte Organisation auftrat, konnten aus Effizienzgründen die Kosten gesenkt werden. Doch auch da blieben die Zinsraten konstant hoch. Wie später gezeigt wird, arbeitet Compartamos im Vergleich zu anderen mexikanischen MFIs effizienter. Zudem fallen die Leihkosten dank des guten Kreditratings tiefer aus. Der Bank wird deshalb vorgeworfen, dass sie diese Einsparungen nicht zugunsten ihrer Kunden einsetzt und zu wenig unternimmt, um ihnen aus der Armut zu helfen.

Die tatsächliche *Höhe der Zinsen* sowie deren Zusammensetzung wird im Kapitel zur Analyse der Erfolgserwartungen näher betrachtet. Es stellt sich weiter die Frage, ob und wie sich die Kreditpreise nach dem IPO verändert haben. Die Zinsentwicklung nach dem Börsengang konnte die Autorin aufgrund mangelnder Daten nicht ausfindig machen. Sie geht jedoch davon aus, dass die Kreditpreise nach dem IPO zumindest unverändert hoch oder gar gesenkt wurden. Die Geschäftsleitung der Compartamos Bank erklärte in ihrer Stellungnahme zur IPO-Debatte (später in Kapitel 4.3.4. behandelt), dass sich ein deutlicher Rückgang der Zinsen in den letzten Jahren zeigt, was für eine Reduktion der Sätze sprechen könnte. Gemäss Compartamos eigenen Angaben betragen die Darlehenszinsen im Jahr des IPO (2007) 105 Prozent inklusive 15 Prozent Staatsabgaben.<sup>102</sup> Die Zinssätze in Mexiko sind zwar allgemein sehr hoch, Kreditpreise in der Höhe von annähernd 100 Prozent würden aber für jede Finanzinstitution ein politisches und ethisches Problem darstellen. Für eine MFI mit gemeinnützigem Ziel wären sie aber noch viel bedenklicher. Compartamos hätte gemäss Lauren Burhart von ACCIÓN International die Möglichkeit gehabt, die Zinsen zu senken. Ein Preiskampf sollte jedoch verhindert werden, da dieser Wettbewerb, ihrer Ansicht nach, zu jenem Zeitpunkt einen sehr nachteiligen Effekt auf die gesamte Industrie gehabt hätte.<sup>103</sup> Compartamos hat in ACCIÓN International eine grosse Befürworterin ihrer Zinspolitik gefunden, die meint, dass die Bank heute nicht da stehe, wo sie gegenwärtig ist, wenn sie tiefere Zinssätze verlangt hätte. CGAP unterstützte diese Ansicht nur zu Zeiten der NGO. Damals sei es gerechtfertigt gewesen, so hohe Zinssätze zu verlangen, da neben den Spenden

---

<sup>101</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 9.

<sup>102</sup> Vgl. Waterfield, Ch.: [finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message/6868](http://finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message/6868), 13.07.2009 (Abfragedatum).

<sup>103</sup> Vgl. o. V.: The Implications of Increased Commercialization of the Microfinance Industry: What can we learn from the discussions that followed the Compartamos IPO?, 2008, S. 19.

kaum alternative Finanzierungsmöglichkeiten für das angestrebte Wachstum vorlagen. Durch den Bankenstatus hat sich dies geändert. Eine alternative Möglichkeit der Zielerreichung wäre die langsamere Expansion mittels geringerer Zinsraten und Profite gewesen.<sup>104</sup>

Obwohl Compartamos über mehrere Jahre eine jährliche Eigenkapitalrendite von über 50 Prozent erzielte, passte sie ihre Zinsen nicht an.<sup>105</sup> Aus diesem Grund wurde neben der Höhe der Kreditsätze auch die Frage, *um wie viel die Darlehenspreise zu hoch sind*, diskutiert. ACCIÓN International erklärt, dass die im Vergleich zu den lokalen Geschäftsbanken höheren Zinsraten innerhalb der Mikrofinanzbranche üblich sind. Ausserdem würden sie zukünftig infolge steigenden Wettbewerbs fallen. CGAP erläutert, dass die operativen Aufwände einen grösseren Teil der Kosten ausmachen und nicht, wie angenommen, ein hoher Gewinnaufschlag der MFI.<sup>106</sup> Zudem werden die Betriebskosten massiv von der Kreditgrösse beeinflusst. Dies wird von der Autorin im nächsten Kapitel zur Analyse der Erfolgserwartungen nochmals veranschaulicht.

Richard Rosenberg ist der Meinung, dass die tiefe Ausfallquote offenbart, dass die Kunden bereit sind, hohe Sätze zu bezahlen und nicht wiederkommen würden, wenn sie durch die Darlehen ihren Wohlstand nicht verbessern könnten.<sup>107</sup> Andere Stimmen entgegnen, „[...] dass die Mikrounternehmer nicht viele alternative Geldquellen besitzen und Marktnachfrage nicht mit sozialem Nutzen verwechselt werden darf. Die Tatsache, dass die Armen weiterhin Darlehen beziehen, lässt keine Aussagen darüber zu, ob die Mikrokredite ihnen tatsächlich helfen, den Wohlstand zu verbessern.“<sup>108</sup>

Wie oben bereits angesprochen, stellen die hohen Kreditzinssätze und die daraus resultierenden Gewinne einen ethischen und moralischen Konflikt dar. Das unternehmerische Handeln unterliegt einem Erfolgsdruck, was zu einem Spannungsverhältnis zwischen ökonomischen Zielen und ethischen Anforderungen führt. Das ethische Kernproblem besteht darin, wie die unternehmerische Erfolgserzielung mit den moralischen Anforderungen in Einklang zu bringen ist. Es stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, was angemessene Gewinne für ein privatwirtschaftliches Unternehmen sind. Und ob für eine sozialorientierte Institution, wie Compartamos, andere Kriterien gelten müssen. Denn für die Gegner des IPO gehört die Zinspolitik von Compartamos zur unverantwortlichen Gewinnerwirtschaftung, welche zwar für die Investoren hohe Einnahmen generiert, die aber auf Kosten der Kunden entstehen. Unternehmungen sollten heutzutage vermehrt „soziale Verantwortung“ übernehmen und so neben den ökonomischen auch die sozialen und ökologischen Dimensionen der Nachhaltigkeit (wird in

<sup>104</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 11.

<sup>105</sup> Waterfield, Ch.: [finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message/6868](http://finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message/6868), 13.07.2009 (Abfragedatum).

<sup>106</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 5.

<sup>107</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 15.

<sup>108</sup> Zitat von Paul Rippey (Manager von DFID Financial Sector Deepening Project aus Uganda), Vgl. [www.microfin.com/dfnpostings2](http://www.microfin.com/dfnpostings2), 04.07.2009 (Abfragedatum).

der Wirtschaftsethik „Drei-Säulen-Modell“ genannt) berücksichtigen. Compartamos trägt als MFI für ihre Stakeholder die unternehmerische Gesellschaftsverantwortung, englisch als „*Corporate Social Responsibility*“ (CSR)<sup>109</sup> bezeichnet. Der Umfang dieses Verantwortungsprinzips ist in der modernen Marktwirtschaft jedoch umstritten. Das in der Betriebswirtschaft vorgegebene Ziel der Gewinnmaximierung, welches mit der Wertsteigerung für die Aktionäre (Shareholder Value) gleichgesetzt wird, steht dabei im Zentrum der Kritik. Der amerikanische Nobelpreisträger Milton Friedman war der Ansicht, dass es „in einem freien Wirtschaftssystem [...] nur eine einzige Verantwortung für die Beteiligten [gibt]: sie besagt, dass die verfügbaren Mittel möglichst gewinnbringend eingesetzt und Unternehmungen unter dem Gesichtspunkt der grösstmöglichen Profitabilität geführt werden müssen, solange dies unter Berücksichtigung der festgelegten Regeln des Spiels geschieht, das heisst unter Beachtung der Regeln des offenen und freien Wettbewerbs und ohne Betrugs- und Täuschungsmanöver.“<sup>110</sup> Nach seiner *Stockholdertheorie* besteht die moralische Verpflichtung einer Institution in erster Linie darin, rentabel zu wirtschaften und maximale Gewinne für die Aktionäre zu erzielen. Der These von Friedman steht jedoch die *Stakeholdertheorie* des amerikanischen Ökonomen R. Edward Freeman gegenüber. Diese besagt, dass eine Unternehmung Verpflichtungen gegenüber all ihren Stakeholdern hat und dass die finanziellen Ansprüche der Aktionäre nicht über die Interessen der anderen Stakeholder gestellt werden dürfen. Dabei sei es die Aufgabe des Managements, die verschiedenen Anliegen abzuwägen.<sup>111</sup> Seit geraumer Zeit ist nun klar, dass die reine Profitmaximierung nach Friedman zu kurz greift und ethisch problematisch ist. Auf der anderen Seite würde jedoch eine einseitige Fokussierung der moralischen Werte (auf Kosten der Unternehmensgewinne) den Leistungswettbewerb der Organisation unterminieren.<sup>112</sup> Die Unternehmensverantwortung muss deshalb beide Ansätze miteinander verbinden, sodass ein angemessener Gewinn, die Interessen aller Stakeholder widerspiegelt. Dies gilt ebenfalls für sozialengagierte Institutionen. Auch Compartamos muss darauf achten, dass die Interessen der Aktionäre nicht über diejenigen der Kunden und anderen Interessensgruppen gestellt werden.

Die Wirtschaftsethik unterscheidet zusätzlich zwischen verantwortlicher und unverantwortlicher Profiterzielung. Unternehmungen haben die soziale Verantwortung, Handlungen zu unterlassen, deren kurzfristige Gewinngenerierung zulasten Dritter geht. Dies können beispielsweise die Missachtung von Menschenrechten, Umweltverschmutzungen oder unerlaubte Preisabsprachen sein.<sup>113</sup> Durch einen solchen Verzicht der Eigeninteressen kann die Integrität, die Glaubwürdigkeit und das Vertrauen in

---

<sup>109</sup> CSR beinhaltet alle ökonomischen, sozialen und ökologischen Beiträge einer Unternehmung, die über die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen (Compliance) hinausgehen. Als börsenkotierte Unternehmung wird die Einhaltung von CSR besonders in Bezug auf die Ratingbewertung wichtig. Vgl. Herchen, O.: *Corporate Social Responsibility*, 2007, S. 25f.

<sup>110</sup> Friedman, M.: *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, 1970, S. 126.

<sup>111</sup> Vgl. Bowie, N. / Werhane, P.: *Management Ethics*, 2005, S. 21 und S. 25f.

<sup>112</sup> Vgl. Heidbrink, L. / Hirsch, A.: *Verantwortung als marktwirtschaftliches Prinzip*, 2008, S. 88.

<sup>113</sup> Vgl. Heidbrink, L. / Hirsch, A.: *Verantwortung als marktwirtschaftliches Prinzip*, 2008, S. 86f.

eine Organisation gestärkt werden, was eine wesentliche Voraussetzung für die gesellschaftliche Akzeptanz ist. Dies hat wiederum einen positiven Einfluss auf den langfristigen unternehmerischen Erfolg der Institution, wodurch auch die Stakeholder nachhaltig profitieren können.

### 4.3.3. Anteilsbesitz (Eigentum) und Bestimmungsgewalt

Als nicht-gewinnorientierte und später als regulierte MFI, mit vorwiegend nicht-profitgerichteten Eigentümern, war ein Abgleich der Interessen nicht nötig, da die sozialen Ziele ganz klar im Vordergrund standen. Durch den Börsengang änderte sich dies, da der hohe Kaufpreis für die Aktien bei den neuen gewinnfokussierten Investoren hohe Erwartungen in Bezug auf die zukünftige Profitabilität von Compartamos setzte. Neu mussten soziale und finanzielle Ziele, die sogenannte „double bottom line“, ins Gleichgewicht gebracht werden. Im Fall der Compartamos Bank stellen nach der Erstemission die sozialengagierten, nicht-profitorientierten Kapitalgeber anzahlmässig die Minderheit dar. Trotzdem halten diese wenigen Einzelpersonen oder Investorengruppen, wie beispielsweise die Compartamos NGO, ACCIÓN International oder IFC, noch immer die Mehrheit der Aktienanteile. Diese Tatsache der zahlenmässigen Unterlegenheit macht es, wie in Kapitel 4.1.1. über die Interessenskonflikte erläutert, schwieriger, Strategieentscheide ohne Gewinnmaximierungsüberlegungen zu fällen. Die neuen Aktionäre werden, aufgrund ihrer beträchtlichen Investitionssummen, nur widerwillig zinspolitische Massnahmen akzeptieren, die zwar im Sinne der Kunden wären, doch ihre eigenen Interessen, die Gewinnerzielung, schmälern.

Wenn eine gewinnorientierte MFI mit Bankenstatus Profite abwirft, ist dies durchaus positiv zu werten. Doch Kritiker, wie Richard Rosenberg, verurteilen das passive Verhalten des Managements von Compartamos. Obwohl zwei Drittel der Aktienanteile von drei sozialengagierten (nicht-profitfokussierten) Aktionären gehalten wurden, vertrat die Unternehmensführung die Interessen der Kunden nur unzureichend.<sup>114</sup> Elisabeth Rhyne von ACCIÓN International betont jedoch, dass eine solche Zusammensetzung der Eigentümerstruktur (nicht-gewinnorientierte, soziale und reine kommerzielle Investoren) einen gesunden Mix von unterschiedlichen Interessen darstellt, der zukünftig auch öfters bei anderen MFIs anzutreffen sei. Dave Richardson des World Council of Credit Unions (WOCCU) widerspricht Rhyne, was die Mischung der Inhaberverhältnisse betrifft. Eine Auflistung aller Anteilseigner der Compartamos Bank zum Zeitpunkt des IPO befindet sich im Anhang und bestätigt Richardson's Einspruch. Betrachtet man die gesamte Struktur der Eigentumsverhältnisse, so zeigt sich, dass von den insgesamt 21 Anteilshaltern, drei institutionelle Investoren (Compartamos NGO, ACCIÓN Gateway Fund und IFC) 67,82 Prozent der Gesamtaktien und 18 Einzelpersonen die restlichen 32,18 Prozent der Unternehmung halten. Es fällt auf, dass drei der vier Gründer selber Aktionäre (6,79% der Firma besitzen) und zudem Mitglieder der Geschäftsleitung oder stellvertretende Direktoren sind. Ausserdem

<sup>114</sup> Vgl. o. V.: The Implications of Increased Commercialization of the Microfinance Industry: What can we learn from the discussions that followed the Compartamos IPO?, 2008, S. 30.

besitzen insgesamt elf Mitarbeiter (grösstenteils Führungsmitglieder oder langjährige Angestellte) Anteilsscheine an der Bank, die sich auf 23,66 Prozent belaufen. Überprüft man die Namen der Aktionäre, so zeigt sich, dass sechs Aktionäre zusätzlich Angehörige von zwei Familien sind. Damit sind nur vier Aktieninhaber (halten 2,77%) völlig unabhängig.<sup>115</sup>

#### 4.3.4. Stellungnahme von Compartamos

Zu den Vorwürfen, Compartamos verfolge nicht mehr in erster Linie die Wünsche ihrer Kunden, sondern befriedige aufgrund ihrer aggressiven Wachstumsstrategie bloss die Profitmaximierung ihrer Aktionäre, nahm die Bank 2008 in ihrem elfseitigen „A Letter to our Peers“ Stellung. Sie wollte „[...] mit der Industrie die Hauptüberzeugungsgründe [teilen], die Compartamos dazu brachten, den Weg einzuschlagen, welchen sie ging.“<sup>116</sup> Die Verfasser Carlos Labarthe (CEO) und Carlos Danel (Co-CEO) heben hervor, dass dieses Schreiben nicht verfasst wurde, um Kritiker umzustimmen. Sie seien stolz auf ihre erreichten Ziele und halten hiermit nur nochmals ihre Überzeugungen fest. Als erstes wird betont, dass die Aktiengesellschaft die aufgekommene Debatte als wichtig empfindet, um die geeignete Weise zu finden, das Leben der Armen zu verbessern. Anschliessend wird erklärt, welches die wirtschaftlichen, sozialen und menschlichen Werte der Bank sind. Danach wird auf einzelne Kritikpunkte näher eingegangen.

Die Bank unterstreicht im Bezug auf die *Höhe der Zinssätze*, dass die Kreditvergabe an arme Leute ziemlich kostspielig sei, sodass für nachhaltige Mikrofinanzierung zwangsläufig hohe Zinssätze notwendig seien. Die hohen Kosten entstünden durch die Notwendigkeit, die Kreditwürdigkeit der Kunden auf aufwendige Weise zu überprüfen. Dieser Umstand schrecke den traditionellen Finanzsektor davor ab, Finanzdienstleistungen an diese Menschen zu vergeben. Der grosse zeitliche Aufwand schlage sich in den Kosten pro Kunde nieder (2007: 152 US-Dollar pro Jahr). Eine Vergleichsgruppe der „grossen lateinamerikanischen Mikrofinanzinstitutionen“ aus MIX, einer onlinebasierten Informationsplattform von MFIs, weist 174 US-Dollar pro Kunde aus. Compartamos arbeitet also effizienter. Die Bank möchte ausserdem betonen, dass sie eine viel geringere durchschnittliche Darlehenssumme vergebe, als andere lateinamerikanische MFIs. Auch in Bezug auf die Produktivität schliesse sie viel besser ab. Auf nähere Angaben und Untersuchungen möchte die Verfasserin an dieser Stelle jedoch verzichten, da diese im nächsten Kapitel untersucht werden. Compartamos macht zudem darauf aufmerksam, dass „[...] ein Appell um tiefere Zinssätze in Wirklichkeit ein Gesuch ist, die Kreditgrösse beachtlich zu erhöhen. Würde dies umgesetzt, ergäben sich zwei Folgen: die Überschuldung unserer Kunden oder die Bewegung in ein anderes Marktsegment, was zu Mission Drift führt.“<sup>117</sup> Dies sei jedoch nicht im Sinne der MFI. Als Erstes soll die Effizienz durch eine perfektioniertes Geschäftsmodell

<sup>115</sup> Vgl. Waterfield, C.: [www.microfin.com/dfnpostings4](http://www.microfin.com/dfnpostings4), 04.07.2009 (Abfragedatum).

<sup>116</sup> Danel, C. / Labarthe, C.: A Letter to our Peers, 2008, S. 1.

<sup>117</sup> Danel, C. / Labarthe, C.: A Letter to our Peers, 2008, S. 6.

mit verbesserten Prozessen, neuen Technologien sowie Vertriebswegen erhöht werden und zum Zweiten sollen neue Produkte nach den Kundenbedürfnissen angeboten werden, welche die Zahlungskapazität der Mikrounternehmer nicht überfordert. Als drittes Ziel soll der Kundenstamm weiter ausgebaut werden.

Die Compartamos Bank unterstreicht, dass überdurchschnittliche *Gewinne* notwendig waren, da sie „[...] eine Industrie bilden wollte und Profite der Antrieb für Marktwachstum [seien, Anm. d. Verf.]“.<sup>118</sup> Carlos Danel antwortete an einer Pressekonferenz auf die Frage, ob es ethisch vertretbar sei, so hohe Gewinne auf Kosten der Armen zu machen, dass die Gründer, aufgrund mangelnder Benchmarks innerhalb der Mikrofinanzbranche, niemals mit so hohen Einnahmen gerechnet hätten.

*Private Investoren* wurden herangezogen, um die immense Nachfrage nach Mikrokrediten befriedigen zu können. Compartamos weist darauf hin, dass sie 2005, trotz gutem Kreditrating und der Garantie von IFC, nicht 100 Prozent als Obligationen am Markt platzieren konnte. Die vieldiskutierte Alternative von Spareinlagen für ihre Kunden wäre zwar ideal gewesen, doch zum damaligen Zeitpunkt aus regulatorischen Gründen (noch) nicht umsetzbar. Die Bank ist davon überzeugt, dass sie, infolge des noch relativ unbekanntem Mikrofinanzsektors, überdurchschnittliche Gewinne erzielen musste, um einerseits Investoren und andererseits auch Konkurrenz anzuziehen. Compartamos suche den Wettbewerb mit anderen MFIs, da eine gute Entwicklung der Branche das eigentliche Ziel, möglichst viele Personen mit Mikrokrediten auszustatten, beschleunige. Durch den zunehmenden Wettbewerb seien die Zinssätze in den letzten Jahren bereits auf 105 Prozent inklusive Mehrwertsteuer gesunken.

Kommerzialisierung setzt vermehrte Transparenz und Rechenschaftspflicht voraus. Compartamos veröffentlichte ihre Daten bereits seit 15 Jahren, damit auch andere MFIs von ihrer Erfahrung profitieren konnten. Gemäss Meinung der Bank sei es „ironisch“, dass sie gerade durch diese Transparenz in die Kritik geraten sei. An dieser Stelle möchte die Verfasserin anmerken, dass viele Finanzdaten von Compartamos – vielleicht gerade deshalb – heute nicht mehr öffentlich zugänglich sind.

Im nächsten Kapitel werden die unterschiedlichen Erfolgserwartungen der verschiedenen Stakeholder analysiert.

---

<sup>118</sup> Danel, C. / Labarthe, C.: A Letter to our Peers, 2008, S. 7.

## 5. Analyse der Erfolgserwartungen

In diesem Kapitel wird die Leistung der Compartamos Bank anhand einer empirischen Beobachtung über einen bestimmten Zeitraum untersucht. Die Analyse der unterschiedlichen Erfolgserwartungen soll Aufschluss darüber geben, ob durch das IPO der gemeinnützige Grundgedanke tatsächlich in den Hintergrund getreten ist. Abschliessend sollen Aussagen darüber gemacht werden, ob der Kommerzialisierungstrend eine negative Entwicklung in der Mikrofinanzbranche darstellt.

### 5.1. Untersuchungsmethode und verwendete Indikatoren für die Erfolgsmessung

Mit einer empirischen Untersuchung der Compartamos Bank über die Jahre 2004 bis 2008 wird ein Performancevergleich für die Zeit vor, während und nach dem Börsengang gemacht. Die Autorin hätte gerne die gesamte Entwicklung von der Compartamos NGO bis heute untersucht, um allfällige Trends oder Brüche aufzudecken und die Performancevoraussetzungen zu zeigen, die den Börsengang erst ermöglichten. Die grösste Schwierigkeit dieser Analyse bestand darin, dass nicht alle Daten zur Berechnung der Kennzahlen zur Verfügung stehen. Das heisst, dass Compartamos die Zahlen entweder nicht veröffentlicht hat und diese auch auf Nachfrage nicht abgegeben werden, sodass gewisse Indikatoren gar nicht erst kalkulierbar waren oder, falls sie vorhanden sind, manchmal nicht über die gesamte untersuchte Zeitdauer existieren. Des Weiteren zeigen die gefundenen Werte aus den verschiedenen Datenquellen oftmals ein sehr unterschiedliches Bild. Die Autorin dieser Arbeit ergründete die Ursache für die nicht identischen Werte und kam zum Erkenntnis, dass die Indikatoren unterschiedlich berechnet und angewandt werden. Diese Problematik scheint jedoch verbreitet zu sein, da auch Praktiker und Analysten damit zu kämpfen haben. Die Mikrofinanzbranche hat dieses Defizit allerdings erkannt und versucht nun mit entsprechenden Richtlinien und einheitlichen Finanzbegriffen und -kennzahlen eine höhere Transparenz zu erreichen.

Als Grundlage für die Analyse dienen die Jahresberichte und das Emissionsangebot (Offering Circular) der Compartamos Bank<sup>119</sup> sowie zusätzliche Kennzahlen aus MIX Market (Microfinance Information eXchange) und dessen MicroBanking Bulletin (MBB). Das Gebiet der Mikrofinanzierung verfügt noch über sehr wenige statistisch belegte Daten. Eine der bedeutendsten Informationsquellen ist die Datensammlung von MIX<sup>120</sup>, einer privaten nicht-gewinnorientierten Organisation.

Um die Problematik unvollständiger oder widersprüchlicher Daten zu umgehen, hat sich die Autorin dazu entschieden, in der nachfolgenden Analyse, wenn immer möglich, die Daten von MIX Market zu

<sup>119</sup> Vgl. Banco Compartamos: Investor Relations, Financial Information, <http://www.compartamos.com>, 30.06.2009 (Abfragedatum).

<sup>120</sup> MIX erfasst die aktuellsten Performanceberichte und Kennzahlen von diversen MFIs, versucht durch Richt- und Vergleichswerte von aktuellen und historischen Daten Tendenzen abzuleiten und stellt jährlich Länderanalysen auf. Ihre öffentliche Publikation der wichtigsten Daten und Informationen der einzelnen registrierten MFIs ermöglicht zum einen Transparenz und gewährleistet zusätzlich eine einheitliche, standardisierte Berechnung der Kennzahlen für die Vergleichbarkeit der finanziellen und sozialen Performanceindikatoren innerhalb der Mikrofinanzbranche. Vgl. <http://www.mixmarket.org/>, 30.06.2009 (Abfragedatum).

verwenden. Dadurch wird die Vergleichbarkeit durch die einheitliche Kalkulation gewährleistet. Auf diese Weise konnten in der Untersuchung Kennzahlen verwendet werden, die ansonsten, aufgrund der oftmals sehr zusammengefassten Bilanz- oder Erfolgsrechnungspositionen in den Jahresberichten der Bank, nicht hätten berechnet werden können. Der Autorin fiel ausserdem auf, dass trotz der Kontrolle der Finanzrechnungen durch Compartamos Revisoren (PricewaterhouseCoopers), von Jahr zu Jahr teilweise grosse Anpassungen einzelner Positionen in den Jahresberichten zu finden waren. Für die Berechnung der Erfolgsindikatoren benutzte die Verfasserin jeweils die aktuellsten Werte. Die vollständigen Kalkulationen der Indikatoren und die Datenreihen, welche für die Untersuchung verwendet wurden, befinden sich auf der beiliegenden CD-ROM.

Während der Erfolg einer MFI früher ausschliesslich mit der finanziellen Performance in Zusammenhang gebracht wurde, ist man sich im Mikrofinanzsektor seit geraumer Zeit einig, dass wirtschaftliche Indikatoren, wie die Qualität des Kreditportfolios, die betriebliche Leistungsfähigkeit und die Effizienz sowie die Profitabilität, nur einen Teil der Wertentwicklung aufzeigen. MFIs müssen neben den finanziellen auch soziale Ziele, also ein duales Renditeprofil („double bottom line“) verfolgen.<sup>121</sup> Diese Entwicklung hat dazu geführt, dass die Nachhaltigkeit der erbrachten Dienstleistungen vermehrt untersucht wird. Ein allfälliger „Mission Drift“ könnte damit aufgedeckt werden. In der nachfolgenden Analyse und zur Beantwortung der aufgeworfenen Fragestellung bezüglich der entstandenen Interessenskonflikte nach dem IPO, wird deshalb ein verstärktes Augenmerk auf die soziale Performancemessung gelegt.

Die Analyse der Erfolgsindikatoren erfolgt in fünf Hauptgruppen:

1. Finanzielle Performance
2. Risiko und Liquidität
3. Produktivität und Effizienz
4. Soziale Performance
5. Preise der Kredite (Zinssätze)

Um die *finanzielle Performance* der Compartamos Bank zu erforschen, wird die Gesamt- und Eigenkapitalrendite sowie die betriebliche Kostendeckung herangezogen. Zur Analyse der *Risiko- und Liquiditätsindikatoren* werden das Portfolio at Risk, die Risikodeckungsrate und die Abschreibungsrate verwendet. Zur Untersuchung der *Produktivität und Effizienz* der Bank hat sich die Autorin, aufgrund der Datenverfügbarkeit, für die Indikatoren Mitarbeiterproduktivität, Betriebskostensatz und durchschnittliche Kosten pro Kunde entschieden. Die *soziale Performance* wird mittels Analyse der Breitenwirksamkeit (Anzahl aktiver Kunden), der Grösse des Gesamtportfolios, dem Anteil weiblicher

---

<sup>121</sup> Vgl. o. V.: MicroBanking Bulletin, Issue No. 17, 2008, S. 12.



Kunden sowie der durchschnittlichen Kredithöhe pro Kunde, überprüft. Letztendlich erfolgt anhand der Zinssätze und deren Kostenstruktur eine vertiefte Betrachtung der *Kreditpreise*.

Als Richtwerte für den Vergleich der Erfolgsleistungen der Compartamos Bank werden die im MBB verwendeten *Peergroups* benutzt. *Peergroups* sind sogenannte Vergleichsgruppen von MFIs, welche gleiche Eigenschaften abbilden, wie zum Beispiel Institutionen aus derselben Region oder mit demselben Gründungsalter. Auf diese Weise ist es möglich, die Performance der Compartamos Bank anderen Gruppen von MFIs mit gleichartigen Charakteristiken gegenüberzustellen. Jede MFI kann nach den zehn verschiedenen im MIX erfassten Beurteilungsmerkmalen, die als Benchmarks dienen, untersucht werden. Neben diesen zehn Einzel-*Peergroups* existiert zusätzlich eine zusammengefasste *Peergroup* (Compound Peer Group), die mehrere Kriterien gleichzeitig erforscht. MIX unterscheidet folgende (Einzel-)*Peergroups*: „Gründungsalter der MFI“, „Rechtsform“, „Finanzintermediation“ (Sparer und Darlehensnehmer), „Kreditvergabemethode“, „Breitenwirksamkeit“, „Gewinnstatus“ (MFI mit oder ohne Profitorientierung), „Region“, „Grösse des Kreditportfolios“, „Nachhaltigkeit“ (Fähigkeit die Kosten zu decken) und „Zielmarkt“ der Unternehmung. Alle registrierten MFIs werden innerhalb dieser Merkmale eingeteilt. Zum Beispiel wird in der Vergleichsgruppe „Gründungsalter der MFI“ unterschieden nach „neue MFI“ (1 bis 4 Jahre), „junge MFI“ (5 bis 8 Jahre) und „reife MFI“ (über 8 Jahre). Compartamos gehört aufgrund ihres Gründungsalters (1990) zur letzten Gruppe und muss somit mit der Vergleichsgruppe der „reifen MFIs“ verglichen werden. Dazu wird der ausgewiesene Wert im MBB verwendet, der den Durchschnitt aller registrierten Institutionen dieses Kriteriums darstellt. Durch die Gegenüberstellung können Aussagen darüber gemacht werden, wie Compartamos gegenüber anderen MFIs abschneidet. Die Einteilung von Compartamos innerhalb der obengenannten *Peergroups* ist im Anhang dokumentiert. Dabei ist zu beachten, dass die *Peergroup*-Kriterien bis auf eine Ausnahme, der „Rechtsform“, über den gesamten Beobachtungszeitraum unverändert blieben. In den ersten Jahren (bis 2006) wird Compartamos mit den Vergleichsgruppen der „Finanzinstitutionen ohne Bankenstatus“ (NBFI, Non Bank Financial Institution) verglichen, ab dem Jahr 2006 dann mit den als „Geschäftsbank“ organisierten MFIs.

Bei der Untersuchung verdienen diejenigen *Peergroups*, die Aufschluss über eine allfällige Abweichung vom ursprünglichen gemeinnützigen Zweck geben, eine besondere Betrachtung. Gemäss Verfasserin der vorliegenden Arbeit steht dabei vor allem der *Rechtsform(wandel)* im Zentrum, da er für eine steigende Zahl an privaten Investoren verantwortlich ist und die verschiedenen Interessenskonflikte erst auslöst. Diese Umwandlung der Organisationsform hat ebenfalls Einfluss auf den *Profitstatus*. Ein weiteres Indiz dafür, ob sich die Institution vermehrt weg von den sozialen Ursprungsmotiven bewegt. Ausserdem ist über die *Kreditvergabemethode* ersichtlich, in welche Richtung sich die MFI entwickelt. Vorwiegend profitorientierte Organisationen vergeben öfters Einzelkredite, da dort die Darlehenssummen grösser sind und ein höherer Zinssatz verlangt werden kann. Auch die Begutach-

tung des *Zielmarktes* ist entscheidend, da dieser Indikator Auskunft darüber gibt, ob die MFI nach wie vor ihre (arme) Zielgruppe bedient oder zu Mikrounternehmern mit grösserem Einkommen gewechselt hat. Wesentliche Peergroups, die soziale Kriterien widerspiegeln, sind einerseits die *Breitenwirksamkeit*, also möglichst viele Personen (und nicht möglichst hohe Darlehenssummen) zu versorgen sowie die erreichte *Grösse des Kreditportfolios*. Schlussendlich sollte die MFI auch finanziell unabhängig wirtschaften, um einerseits ihre Kosten zu decken und andererseits die *Nachhaltigkeit* ihrer Finanzdienstleistungen für ihre Kunden zu gewährleisten.

Die Vergleichsanalyse mit den Peergroups erfolgt aufgrund der Datenverfügbarkeit für den Zeitraum von 2004 bis 2008. Die Vergleichswerte mit anderen MFIs sind nur bis ins Jahr 2007 verfügbar.<sup>122</sup> Sämtliche berechneten Indikatoren und die im MBB erhobenen Peergroups sind auf der beliegenden CD-ROM angefügt, während hier in dieser Arbeit nur die wichtigsten Performanceindikatoren zur Beurteilung der Interessenskonflikte hervorgehoben werden. Im Anhang befindet sich die Werteübersicht von Compartamos, unterteilt nach den einzelnen Erfolgsindikatoren und der zur Berechnung verwendeten Formeln der einzelnen Kennzahlen.

## 5.2. Finanzielle Performance

Die finanzielle Performance gibt Auskunft über die relative Ertragskraft und die Wertgenerierung einer Institution. Dabei wird die Leistungserzielung sämtlicher Bereiche zusammengefasst, da sich etwa eine schlechte Qualität des Portfolios oder beispielsweise eine tiefe Effizienz in der finanziellen Performance abzeichnet. Die Kennzahlen zur Messung der *Profitabilität* sind die entscheidenden Kriterien zur Beurteilung der langfristigen Überlebensfähigkeit einer MFI. Die nachfolgenden Indikatoren waren mitunter ein Auslöser für die IPO-Debatte und verdienen deshalb besondere Beachtung.

### 5.2.1. Eigenkapitalrendite

Die Eigenkapitalrendite (ROE, Return on Equity) misst die *Rentabilität* des Eigenkapitals und gibt an, wie effizient die MFI das ihr zur Verfügung stehende Kapital einsetzt.<sup>123</sup> Dieser Indikator ist in Bezug auf den Börsengang und die Absicht private Investoren anzuziehen besonders zentral. Für das Management und die Investoren gibt der ROE eine wichtige Antwort über den Kapitalertrag ihrer Investition. Damit kann zudem untersucht werden, wie die Eigenkapitalanlage gegenüber einer alternativen Investition abschneidet.<sup>124</sup> Weil der Zähler des Bruchs keine betriebsfremden Einnahmen berücksich-

---

<sup>122</sup> Neuste Ausgabe des MicroBanking Bulletin No. 18 enthält die Trendvergleiche der Jahre 2005 bis 2007. Aktuellere Werte (2008), die für die Untersuchung speziell nach dem IPO wichtig gewesen wären, folgen erst im Herbst 2009.

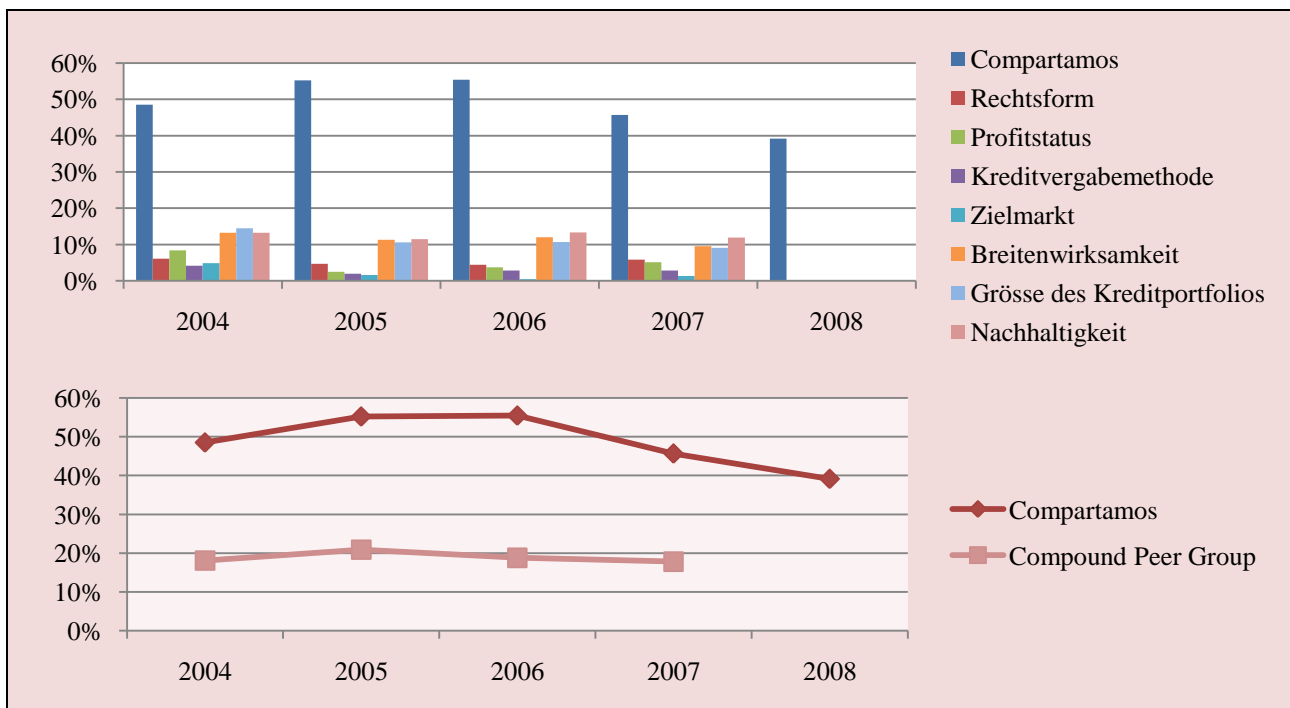
<sup>123</sup> Zur Berechnung des ROE wird der Betriebsgewinn nach Abzug der Fremdkapitalzinsen ins Verhältnis zum durchschnittlichen Eigenkapitalbestand gesetzt.

<sup>124</sup> Vgl. Ledgerwood, J.: Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective, 1999, S. 223.

tigt, wie beispielsweise Spendengelder, kann die Kennzahl auch als Proxy für die Überlebensfähigkeit aus selbst generierten Mitteln („commercial viability“) genutzt werden.<sup>125</sup>

Wird die Eigenkapitalrendite von Compartamos über mehrere Jahre untersucht, so waren die Renditen zu Zeiten der NGO zwischen 27,44 bis 47,63 Prozent. Mit dem Rechtsformwechsel zur regulierten MFI erhöhten sie sich auf über 50 Prozent bis zum Höchstwert von 61,57 Prozent. Mit Erlangung der Banklizenz im Jahr 2006 liessen die Eigenkapitalerträge wieder etwas nach (45,66 bis 55,43%) und betrugen ein Jahr nach dem IPO 39,14 Prozent. Ein üblicher Wert am Finanzmarkt beträgt etwa 15 bis 25 Prozent. Der ROE der „Compound Peer Group“, der grossen lateinamerikanischen MFIs, liegt genau in dieser Bandbreite. Wie in der Abbildung 7 verdeutlicht, erzielt Compartamos im Vergleich dazu einen viel höheren Wert. Sämtliche andere Einzel-Peergroups erzielen bloss einen ROE unter 15 Prozent.

ABB. 7: VERGLEICH DER EIGENKAPITALRENDITE (ROE)



Quelle: Eigene Darstellung

### 5.2.2. Gesamtkapitalrendite

Mit der Gesamtkapitalrendite (ROA, Return on Assets) wird die finanzielle *Profitabilität* des Gesamtkapitals gemessen, die neben dem Bruttogewinn auch Aussagen über die Effizienz einer Institution machen lässt. Damit kann eruiert werden, wie gut eine MFI ihr Gesamtkapital einsetzt, um Gewinne zu erzielen.<sup>126</sup> Der ROA ist deshalb ein wichtiger Indikator für die Wirkungsanalyse von Preisanpassun-

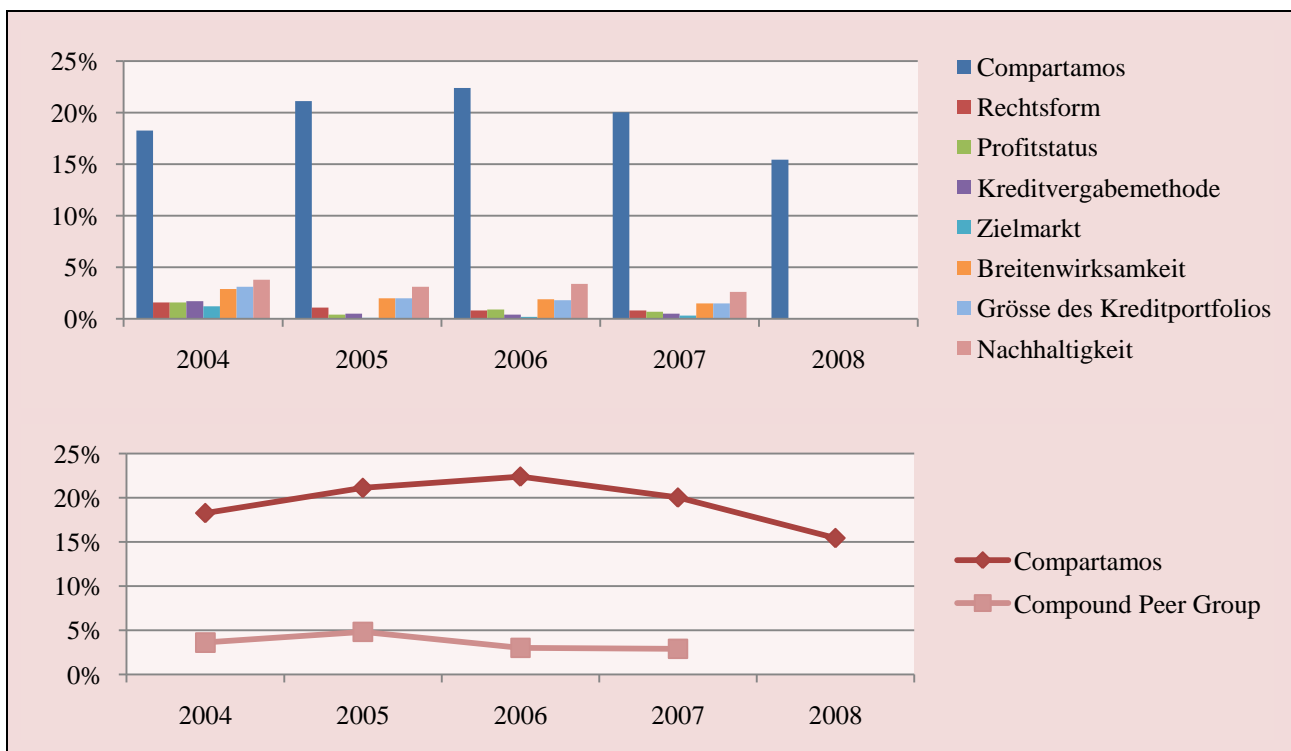
<sup>125</sup> Vgl. von Stauffenberg, D.: Microfinance Consensus Guidelines, 2003, S. 12f.

<sup>126</sup> Der ROA kann durch die Division des Reingewinns mit dem durchschnittlichen Gesamtkapital errechnet werden. Hierbei wird auch sämtliches betriebsfremdes Anlagevermögen, wie beispielsweise Immobilien und Landgrundstücke, miteinbezogen. Vgl. von Stauffenberg, D. / Jansson, T. et al.: Performance Indicators for Microfinance Institutions, 2003, S. 37.

gen oder neuen Kreditzinsstrukturen. Mit ihrer Hilfe können die Auswirkungen auf die Erträge durch Verbesserungen, zum Beispiel in der Vorgehensweise bei ausbleibenden Kundenzahlungen oder bei der Einführung neuer Produkte, analysiert werden.<sup>127</sup>

Als NGO hatte die heutige Compartamos Bank eine Gesamtkapitalrendite zwischen 23,49 und 51,93 Prozent. Ab der Umwandlung zum SOFOL sank diese im Durchschnitt auf 18,77 Prozent. Eine Gegenüberstellung des ROA mit der „Compound Peer Group“ (Abbildung 8), die einen Höchstwert von 4,8 Prozent erreicht, zeigt, dass Compartamos mit ihren durchschnittlichen 19,44 Prozent einem fast viermal so hohen Wert aufweist. Noch klarer ist das Ergebnis gegenüber den übrigen Peergroups, wobei zum Beispiel die „Rechtsform“, also als Banken organisierte MFIs, im Schnitt eine Rendite von ein Prozent erzielen. Gleichzeitig verdienen die Vergleichsgruppen „Kreditvergabemethode“ und „Zielmarkt“ im Mittel 0,78 respektive 0,45 Prozent.

ABB. 8: VERGLEICH DER GESAMTKAPITALRENDITE (ROA)



Quelle: Eigene Darstellung

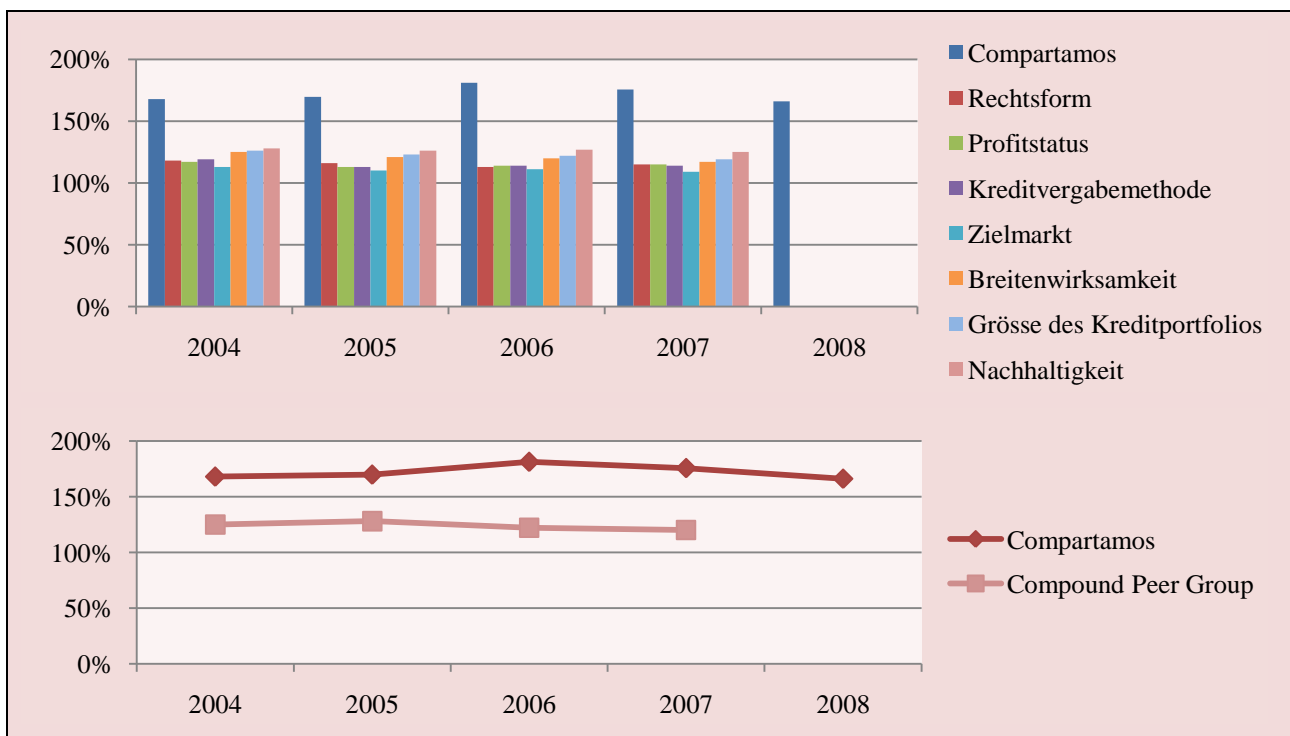
An dieser Stelle wäre die Berechnung der *adjustierten Gesamtkapitalrendite* (sowie im vorherigen Kapitel der *adjustierte ROE*) aufschlussreich gewesen. Kalkuliert auf adjustierter Basis würde dieser Indikator die Effekte, unter anderem der Subventionen, Inflation, Rückstellungen für Kreditverluste und weiteren Faktoren, die nicht im Nettobetriebsergebnis enthalten sind, aufzeigen. Diese Kennzahl kann jedoch aufgrund mangelnder Genauigkeit beziehungsweise Aufschlüsselung der Jahresberichtsdaten von Compartamos nicht eigenhändig errechnet werden. Des Weiteren sind über MIX Market bis zum heutigen Zeitpunkt noch keine adjustierten Indikatoren verfügbar.

<sup>127</sup> Vgl. Ledgerwood, J.: Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective, 1999, S. 221f.

### 5.2.3. Betriebliche Kostendeckung

Diese Kennzahl zeigt, wie und ob eine Institution ihre Kosten durch die Betriebseinnahmen decken kann. Von erreichter betrieblicher Kostendeckung (OSS, Operating Self-Sufficiency) wird gesprochen, sofern die MFI genügend Betriebseinnahmen generiert, um die operativen Kosten, den Finanzaufwand und die Rückstellungen für allfällige Kreditverluste zu begleichen.<sup>128</sup> Die betriebliche Kostendeckung ist elementar für das langfristige Überleben einer Unternehmung. Ansonsten wird das Eigenkapital der Institution, welches für die Finanzierung der Darlehen verwendet wird, durch eventuelle Kreditausfälle reduziert, sofern kein zusätzliches (Spenden-)kapital die Unterdeckung aufwiegt.<sup>129</sup> Um die Kostendeckung zu erhöhen, muss eine MFI ihre Gesamtrendite (ROA) verbessern oder ihre Aufwände reduzieren.

ABB. 9: VERGLEICH DER KOSTENDECKUNG (OSS)



Quelle: Eigene Darstellung

Die Kostendeckung von Compartamos lag zu Beginn, als nicht-gewinnorientierte MFI, bei einem Prozentsatz von 153. Später stieg sie auf durchschnittlich 177 (SOFOL) beziehungsweise 174 Prozent (Geschäftsbank) an. Die „Compound Peer Group“, welche in der Abbildung 9 abgebildet ist, bewegt sich auf demselben Niveau, wie sämtliche Einzel-Peergroups. Diese variieren gegenüber der Compartamos Bank auf einer tieferen Bandbreite von 109 und 128 Prozent.

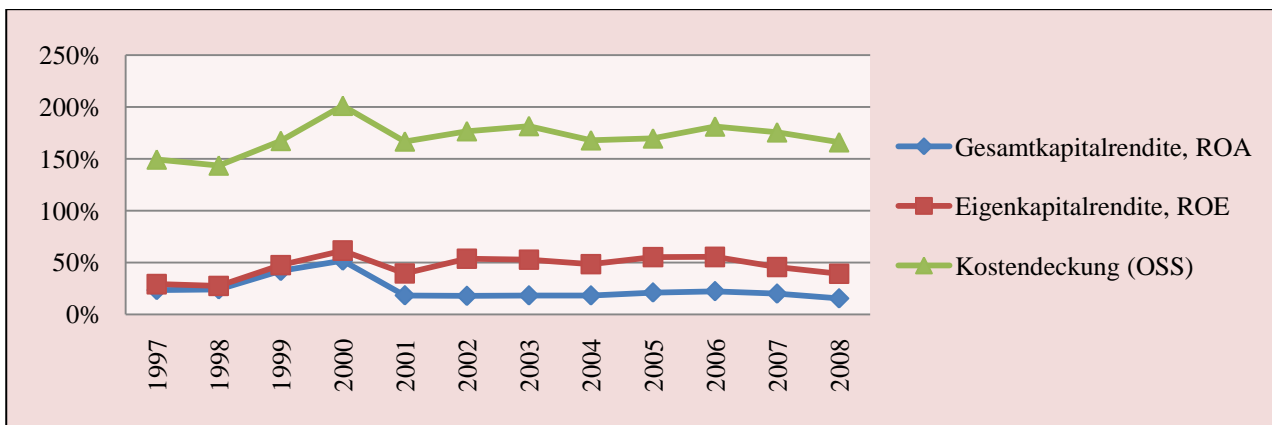
In Bezug auf die Analyse der betrieblichen Kostendeckung lohnt sich stets eine Gegenüberstellung mit der Gesamtkapitalrendite. Die Abbildung 10 veranschaulicht den Verlauf der Eigen- und Gesamtkapi-

<sup>128</sup> Um die OSS zu kalkulieren, werden alle Einnahmen aus dem operativen Geschäft durch die Finanz- und Betriebskosten sowie Kreditverlustrückstellungen dividiert. Ab einem Wert von mindestens 100 Prozent sind sämtliche Kosten der MFI gedeckt.

<sup>129</sup> Vgl. Ledgerwood, J.: Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective, 1999, S. 217.

talrenditen sowie der OSS. Im Fall der Compartamos Bank ist die Kostendeckung, trotz erheblicher operativer Aufwände, auf einem sehr hohen Niveau.

ABB. 10: VERGLEICH DER KOSTENDECKUNG MIT EIGEN- SOWIE GESAMTKAPITELRENDITEN



Quelle: Eigene Darstellung

Eine Untersuchung der *finanziellen Kostendeckung* (FSS, Financial Self-Sufficiency) könnte zusätzlich angeben, ob genügend Erlöse erwirtschaftet wurden, um die oben untersuchten direkten Kosten sowie die indirekten Kosten, die ausserdem adjustierte Kapitalkosten enthalten, zu decken.<sup>130</sup> Wie bei den adjustierten ROE und ROA fehlen aber die notwendigen Angaben zu den Anpassungen.

### 5.3. Risiko und Liquidität

Der grösste Vermögenswert, aber gleichzeitig auch die höchste Gefahrenquelle für eine Institution, liegt in ihrem Kreditportfolio. Unrentable Aktivgeschäfte reduzieren die Erlöse und haben einen erheblichen Einfluss auf die Liquidität. Da MFIs im Gegensatz zu gewöhnlichen Banken in der Regel keine Sicherheiten für die Vergabe ihrer Kredite verlangen, ist eine hohe Qualität ihres Portfolios unumgänglich. Mittels Risiko- und Liquiditätsindikatoren wird diese *Portfolioqualität* erforscht.

#### 5.3.1. Portfolio at Risk > 30 Tage

Mit dem Portfolio at Risk (PaR) kann die *Qualität des Kreditportfolios* gemessen werden.<sup>131</sup> Zur Berechnung dieser Kennzahl liegen unterschiedliche Formeln vor. Oftmals wird beim Portfolio at Risk nur die überfällige Kreditsumme (arrear) durch das gesamte ausstehende Kreditportfolio geteilt. Gemäss der im MBB verwendeten Methode (auch in dieser Arbeit angewandt) setzt sich das PaR aus der Summe des ausstehenden Restbetrags des Gesamtkreditportfolios und der um eine oder mehrere Kapitalrückzahlungsraten überfälligen Kreditbeträge (beim PaR30 beispielsweise mindestens seit 31 Tagen

<sup>130</sup> Vgl. Ledgerwood, J.: Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective, 1999, S. 217.

<sup>131</sup> Diese Kennzahl wird aufgrund ihrer Einfachheit und Vergleichbarkeit als internationaler Standard für die Messung von gefährdeten Bankkrediten angewandt und hat sich auch innerhalb der Mikrofinanzbranche etabliert. Oftmals wird das PaR nach mehreren Arten, für die gesamte MFI, einzelne Regionen oder Branchen, untersucht. Vgl. Rosenberg, R.: Measuring Microcredit Delinquency: Ratios Can Be Harmful to Your Health, in: Occasional Paper No. 3, 1999, S. 13.

überfällig) im Verhältnis zum Gesamtkreditportfolio<sup>132</sup> zusammen. Bei dieser Berechnungsmethode werden somit auch die offenen, noch nicht fälligen Raten als Risikokapital bezeichnet und anteilmässig zum Gesamtportfolio ausgewiesen. So wird das komplette Kreditrisiko gemessen und nicht nur die unmittelbare Gefahr, die von den überfälligen Darlehen (englisch als „arrear“ bezeichnet) ausgeht. Beim PaR wird eine Anzahl von Tagen (meist 30, 60 oder 90 Tage) festgelegt, nach der die Kreditrate in Verzug gerät. Je länger der Verzug, desto unwahrscheinlicher ist die Überweisung der Schuld. „Generell sagt man, dass ein Portfolio at Risk (PaR30), das 10 Prozent übersteigt, Grund zur Sorge bereiten sollte, da entgegen der kommerziellen Darlehen, die meisten Mikrokredite keine bankenüblichen Sicherheiten besitzen.“<sup>133</sup>

Bei dieser Kennzahl gibt es einige *Manipulationsmöglichkeiten*, die MFIs gerne nutzen, um eine höhere Portfolioqualität auszuweisen. Die am weitesten verbreitete Variante liegt in der *Abschreibung* rückständiger Kredite. Aus diesem Grund muss parallel zum PaR auch immer die Abschreibungsrate (später in Kapitel 5.3.3. behandelt) betrachtet werden. Einige Mikrofinanzanbieter lassen nur die Zahlungsrückstände, also die überfälligen Kreditbeträge, in ihren Büchern erscheinen, anstatt die Gesamtsumme der offenen Darlehen anzugeben. Das tatsächliche Portfoliorisiko wird damit unterschätzt. Dieses ist vor allem bei MFIs mit schnell wachsendem Portfolio (Anzahl Kunden oder durchschnittliche Kreditsumme), wie es bei Compartamos der Fall ist, wichtig, da das ausstehende Kreditportfolio rascher zunimmt, als die vergebenen Kredite fällig werden. Zudem spielt auch der *Zahlungsrhythmus* zur Beurteilung des Kreditrisikos eine entscheidende Rolle. Bei häufigeren Rückzahlungen, zum Beispiel wöchentlichen Raten, ist ein Kredit, der 30 Tage überfällig ist, bereits um mindestens drei Zahlungen in Rückstand geraten. Für die MFI bedeutet dies einen beachtlichen Schaden, da die Zahlungen mit einer grossen Wahrscheinlichkeit nicht mehr zurückbezahlt werden, als wenn bei monatlicher Zahlung erst eine Begleichung ausstehend ist.

Gemäss Compartamos Jahresbericht 2008 kontrolliert die Bank ihre Ausstände mittels täglicher Überwachung durch das interne Kontrollsystem sowie regelmässigen Kundentreffen, sodass Gegenmassnahmen frühzeitig ergriffen werden können. Das Zahlungsintervall hat die MFI je nach Kreditvergabemethode, Kunde (vergangene Zahlungsmoral) und Produkt auf wöchentlich, jede zweite Woche oder monatlich festgelegt. Ein Kreditbetrag wird als „notleidend“ bezeichnet, sofern die Raten des ausgeliehenen Kapitals und die anteiligen Zinsen über 90 Kalendertage in Verzug geraten sind. Eingehende Zinserträge werden direkt als Einnahmen verbucht. Allerdings gilt dies nicht mehr, falls fällige Darlehensbeträge bereits zu den notleidenden Krediten umgebucht wurden (englisch als „accruals“

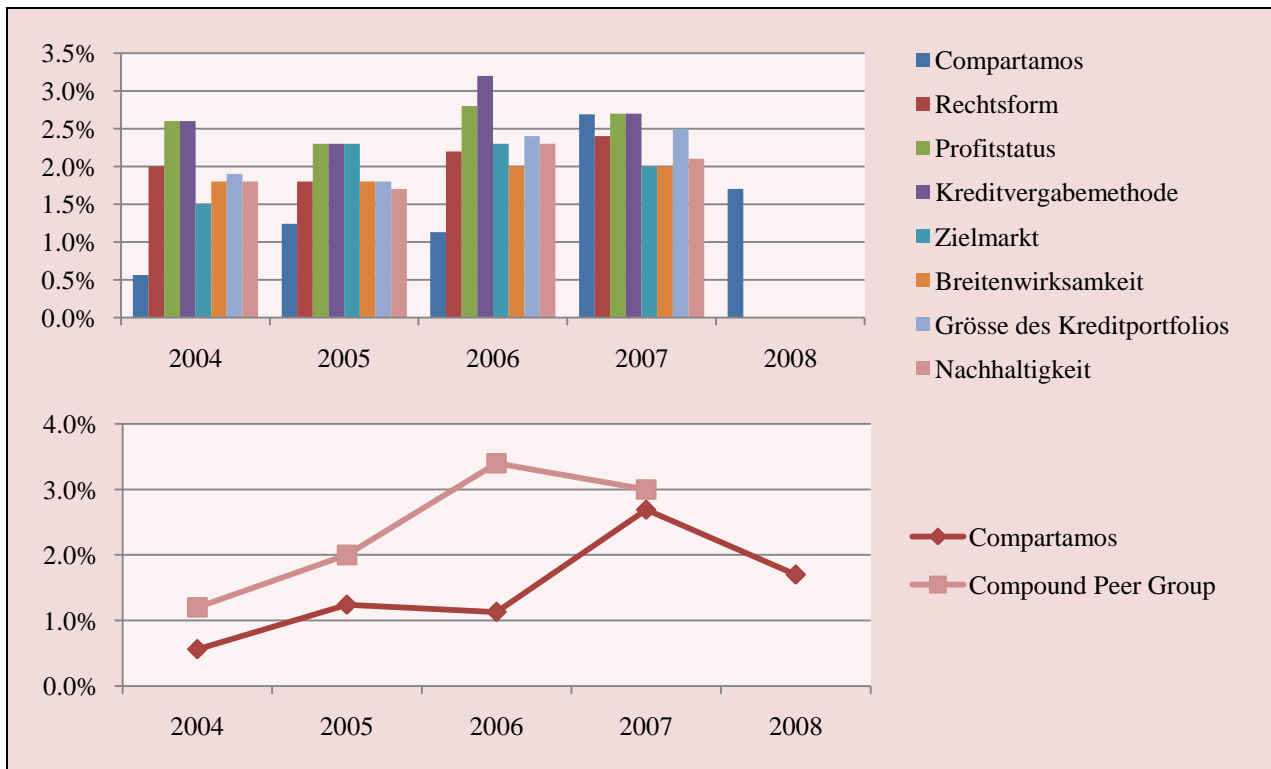
---

<sup>132</sup> Das *Gesamtkreditportfolio* schliesst hier und in den nachfolgenden Berechnungen stets alle offenen Kredite inklusive ausstehender (innerhalb normaler Laufzeit), überfälliger (je nach MFI 30 bis 90 Tage) und neuen Darlehen, die ein altes ersetzen („restructured loans“) mit ein. Jedoch werden alle abgeschriebenen Kreditbeträge nicht berücksichtigt. Auch zählen offene Zinsforderungen nicht dazu.

<sup>133</sup> von Stauffenberg, D. / Jansson, T. et al.: Performance Indicators for Microfinance Institutions, 2003, S. 6.

bezeichnet), da ihr Eingang zweifelhaft war. Diese Zinsen werden stattdessen in spezielle Konten („memorandum accounts“) gebucht und sofern das fällige Geld noch eingenommen wird, nachträglich als Einkommen verbucht.<sup>134</sup>

ABB. 11: VERGLEICH DES PORTFOLIO AT RISK > 30 TAGE



Quelle: Eigene Darstellung

Als NGO besass Compartamos im Mittel ein PaR von 1,43 Prozent. Mit der Umwandlung zur regulierten MFI verbesserte sich dieses auf 0,88 Prozent. In den letzten drei Jahren (2006-2008) stieg der Risikoindikator wieder auf durchschnittlich 1,84 Prozent. Die Peergroups sind in der Abbildung 11 abgebildet und weisen bis auf das Jahr des Börsengangs (2007) einen viel höheren Risikoanteil am Gesamtportfolio aus.

### 5.3.2. Risikodeckungsrate

Als zweiter Indikator für die *Portfolioqualität* wird die Risikodeckungsrate herangezogen.<sup>135</sup> Diese Kennzahl zeigt, welcher Anteil am Portfolio at Risk durch die Kreditverlustreserven gedeckt ist und wie fähig die Bank wäre, einen Ausfall abzufangen.

Die Risikodeckungsrate von Compartamos unterlag über die beobachtete Zeitdauer ziemlich grossen Schwankungen. Als NGO betrug die Kennzahl zwischen 205 und 631 Prozent und erhöhte sich als

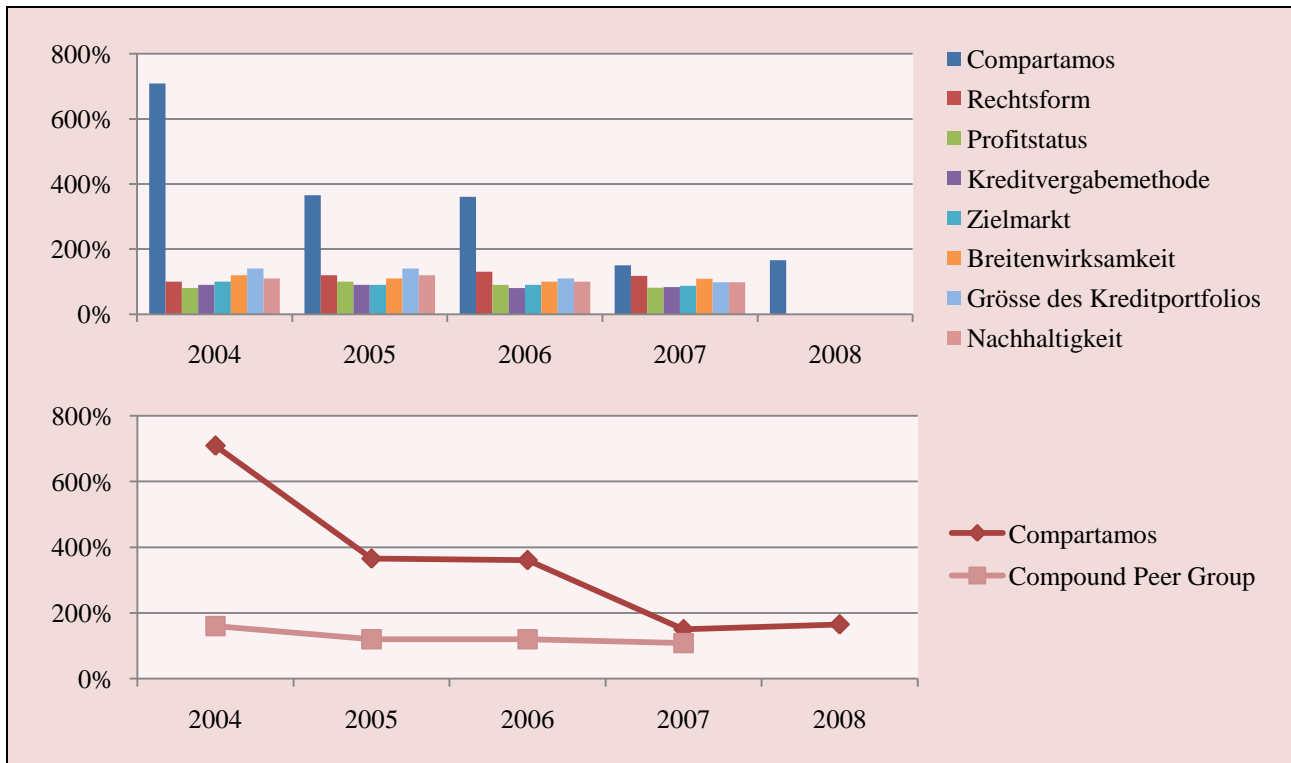
<sup>134</sup> In der Analyse wurde das PaR über 30 Tage verwendet, da die Daten des PaR90 nicht zugänglich waren. Interessant wäre besonders auch ein Vergleich der beiden unterschiedlichen Zeitperioden gewesen. Vgl. Banco Compartamos: Annual and sustainable report 2008, 2009, S. 84f.

<sup>135</sup> Die Risikorate setzt sich aus dem Verhältnis der Reserven von Kreditverlusten und dem Portfolio at Risk zusammen. Je höher der Wert ist, desto besser gelingt es der Institution einen allfälligen Schaden zu decken.



regulierte MFI von 365 bis auf über 708 Prozent. Erst mit der Rechtsform einer Bank ging die Deckungsrate wieder zurück und fiel von 360 auf 150 Prozent.

ABB. 12: VERGLEICH DER RISIKODECKUNGSRATE



Quelle: Eigene Darstellung

MFI's verfügen über eine viel höhere Risikodeckungsrate als normale Geschäftsbanken, wobei sich die Raten in der Regel zwischen 80 bis 120 Prozent bewegen.<sup>136</sup> Die Compartamos Bank setzt sich mit den obengenannten Werten, deutlich (vor allem vor dem IPO) von den Peergroups ab, wie die Abbildung 12 zeigt. Die Vergleichsgruppen (Einzel- und Compound Peer Group) bewegen sich alle auf einem ähnlichen Niveau von 81,5 bis 140 Prozent und decken somit den genannten Richtwert in etwa ab.

### 5.3.3. Abschreibungsrate

Um weitere Aussagen über das Portfoliorisiko von Compartamos zu machen, wird in diesem Abschnitt untersucht, ob das gute PaR und die günstige Risikodeckungsrate durch eine besonders erfolgreiche Kundenauswahl oder aufgrund massiver Abschreibungen entstanden sind.<sup>137</sup> Die untersuchte Abschreibungsrate enthält jene Kreditbeträge, die aufgrund von beträchtlichen Bedenken über die tat-

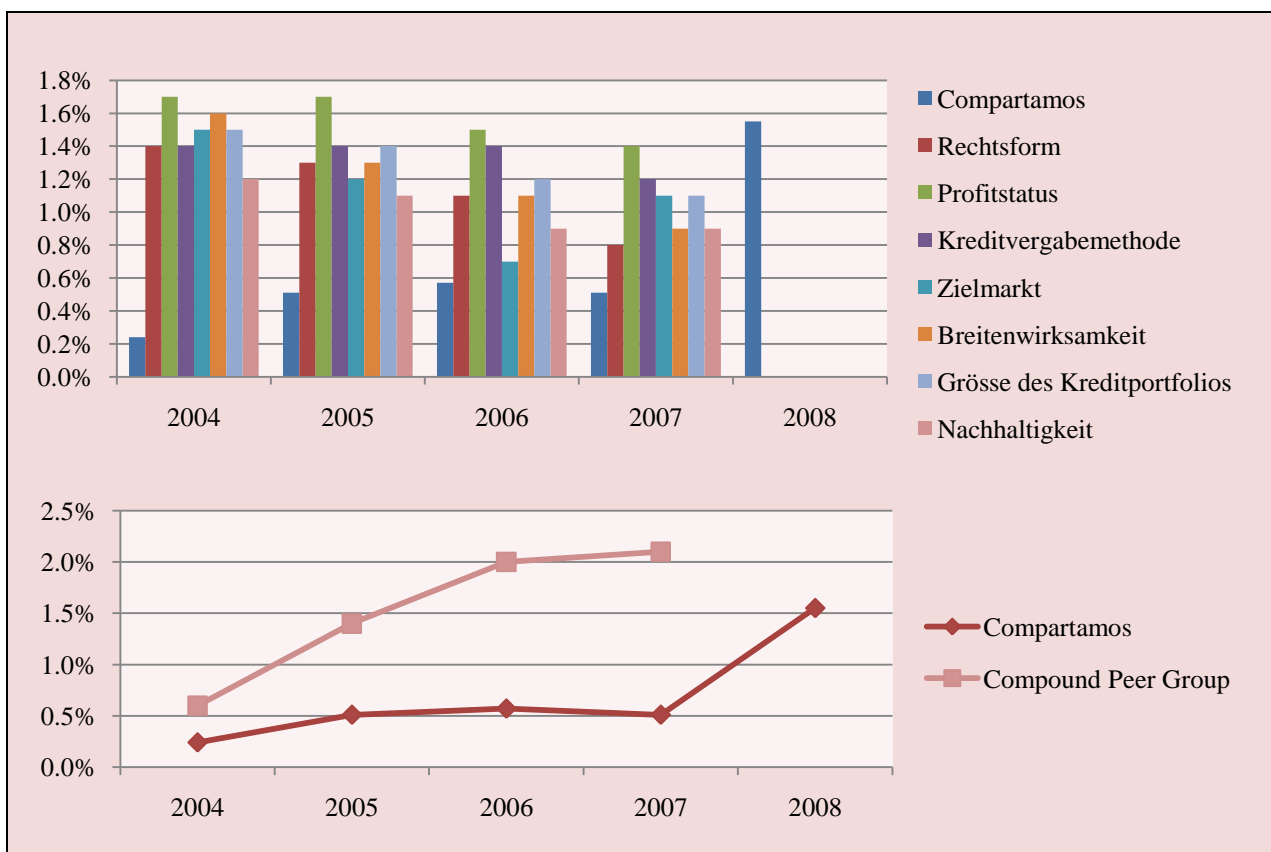
<sup>136</sup> Vgl. von Stauffenberg, D. / Jansson, T. et al.: Performance Indicators for Microfinance Institutions, 2003, S. 11.

<sup>137</sup> Die Abschreibungspolitik einer MFI ist mitunter sehr entscheidend für die schlussendliche Qualität des Portfolios. Dieser Indikator gibt den gesamten Umfang der Darlehensverluste am ausstehenden Kreditportfolio an, wobei er meist etwas weniger aktuell ist, da sich die Kreditabschreibungen in der Regel auf ältere Darlehen beziehen. Zur Kalkulation der Rate wird der Wert der abgeschriebenen Kredite durch das durchschnittliche Gesamtportfolio dividiert. Ein hoher Wert kann dafür stehen, dass die MFI Probleme hat, ihre Kredite einzutreiben, deshalb wird ein möglichst tiefer Prozentsatz angestrebt. Vgl. Ledgerwood, J.: Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective, 1999, S. 211.

sächliche Rückzahlung abgeschrieben werden. Diese Abschreibungen werden von den Institutionen teilweise verwendet, um das Anlagevermögen unrealistisch hoch zu halten. Diese Überschätzung des Portfolios würde zu einem höheren PaR führen, als wenn die MFI ihre Kredite angemessen abgeschrieben hätte. Auch der Zeitpunkt der Abschreibungen kann einen bedeutenden Einfluss auf das Portfolio at Risk haben. Falls die MFI zu schnell abschreibt, wäre das ausgewiesene PaR hingegen zu tief, wodurch die tatsächliche Kreditausfallgefahr womöglich nicht genügend ernst genommen würde. Für Mikrofinanzinstitutionen kann ein Vergleich über die Zeit aufschlussreich sein, um festzustellen, ob Kreditverluste zu- oder abgenommen haben.

Auch hier versuchen einige MFIs über grosse Abschreibungen die Qualität ihres Portfolios besser darzustellen. Gemäss Jahresbericht 2008 untersucht Compartamos periodisch ihre Bilanzpositionen, um abzuwägen, ob ausstehende Kredite in den Büchern weiter bestehen können oder abgeschrieben werden müssen. Im zweiten Fall werden Abschreibungen durchgeführt, indem die Restsumme des Kredites mit der vorsorglich gebildeten Kreditverlustreserve verrechnet wird.

ABB. 13: VERGLEICH DER ABSCHREIBUNGSRATE



Quelle: Eigene Darstellung

Compartamos Abschreibungsraten lagen über die gesamte Betrachtungsperiode unter einem Prozent (NGO: 0,92%, SOFOL: 0,47% und Bank: 0,88%). Im Vergleich zu Compartamos weisen gewinnorientierte MFIs (Peergroup „Profitstatus“) oder die „Compound Peer Group“, wie in Abbildung 13 dargestellt, mit Mittelwerten von 1,53 beziehungsweise 1,58 Prozent eine fast doppelt so hohe Abschreibungsrate aus.

## 5.4. Produktivität und Effizienz

Produktivitäts- und Effizienzindikatoren zeigen, ob die Unternehmung genügend Erträge generiert, um ihre Kosten zu decken. Zudem geben diese Kennzahlen Aufschluss darüber, ob die MFI ihre Ressourcen bestmöglich einsetzt und wie gewinnbringend sie diese verwendet. Während die *Produktivität*<sup>138</sup> das Verhältnis zwischen der Endleistung (Kredite und Sparprodukte) und den für die Erstellung benötigten Faktoren (Humankapital) bezeichnet, spiegelt die *Effizienz*<sup>139</sup> die Kosten pro angebotene Finanzdienstleistung wider. Beide Zahlen ermöglichen, mit Performancevergleichen über die Zeit, Aussagen über Verbesserungen in den Arbeitsprozessen und im operativen Geschäft zu machen.

### 5.4.1. Mitarbeiterproduktivität

Die durchschnittliche Produktivität lässt sich durch die *Anzahl Kunden pro Mitarbeiter* errechnen. MFIs, die ihre finanzielle Unabhängigkeit erlangen, müssen in der Lage sein, eine Grosszahl von Kunden mit möglichst geringem administrativem Aufwand zu bedienen, ohne dass die Portfolioqualität darunter leidet. Die Kennzahl gibt somit Auskunft darüber, wie gut die MFI ihre Kreditvergabeprozesse umsetzt. Je höher die Produktivitätsrate, desto höher ist die Leistungsfähigkeit. Eine tiefe Produktivität der Mitarbeiter bedeutet jedoch nicht zwangsweise, dass die Arbeitnehmer wenig arbeiten, manchmal ist die geringe Rate auch auf zu komplizierte Prozessvorgänge zurückzuführen.<sup>140</sup> Die Berechnung der Anzahl bedienter Darlehensnehmer gibt einen besseren Überblick über die momentane Auslastung von Compartamos, als wenn die Produktivität, wie in der Mikrofinanzbranche oft angewendet wird, mittels Anzahl vergebener Kredite pro Kunde berechnet wird. Zwei gleichzeitig vergebene Kredite gehen für die MFI nicht mit doppeltem Aufwand einher.

Untersucht man die Mitarbeiterproduktivität der Compartamos Bank seit 1997, so ist eine Steigung von 262 auf einen Höchstwert von 306 Darlehensnehmern pro Mitarbeiter im Jahr 2001 zu beobachten. Danach nimmt sie mit Ausnahme des Zeitraums des Börsengangs nur noch ab. Aufgrund der sinkenden Anzahl Kunden liegt die Vermutung nahe, dass die MFI ihre Produktivität über die Jahre ver-

---

<sup>138</sup> Ansteigende Produktivität ist entscheidend, um die Kosten pro Einheit zu reduzieren und dadurch zusätzlich die wirtschaftliche Unabhängigkeit zu verbessern. Die Produktivität einer MFI ist jeweils abhängig von regionalen Einflussfaktoren, der Kreditvergabemethode, ihrer Grösse und dem Gründungsalter. Vgl. Churchill, C. F.: *MicroBanking Bulletin*, Issue No. 6, 2001, S. 36 und S. 39.

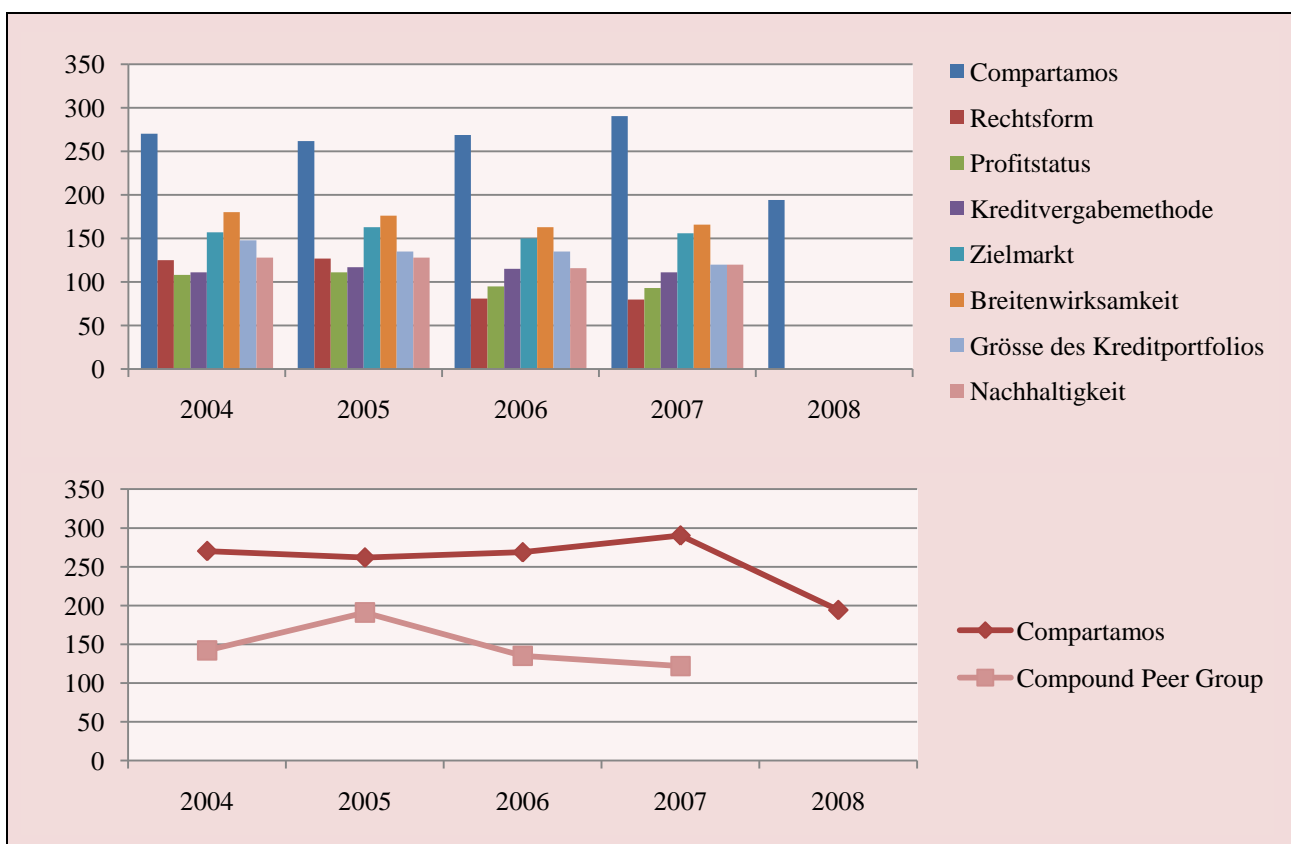
<sup>139</sup> MFIs weisen in der Regel viel tiefere Effizienzzraten als kommerzielle Banken auf, da der Vertrieb von Mikrokrediten verhältnismässig mit einem sehr viel höheren Personalaufwand (durch Kreditvergabemethode, Anreisekosten usw.) verbunden ist. Bei der Vergabe von kleinen Kreditsummen fallen genauso hohe administrative Kosten an, wie bei Krediten, die ein Mehrfaches dieses Betrags ausmachen.

<sup>140</sup> Die Mitarbeiterproduktivität wird berechnet, indem die Anzahl aktiver Kunden der MFI (bei Compartamos nur Kreditnehmer und keine Sparer) durch die totale Zahl der Mitarbeiter geteilt wird. Zu den *aktiven Kreditnehmern* gehören alle Mikrounternehmer, die mindestens ein ausstehendes Darlehen besitzen. Bei Gruppendarlehen zählt jedes einzelne Mitglied als aktiver Kunde. Sofern eine Person über mehrere Kredite gleichzeitig verfügt, wird sie nur einmal gezählt. Bei der *Anzahl Mitarbeiter* gehören alle Arbeitnehmer, die in einem Vollzeitpensum angestellt sind, dazu; Teilzeitangestellte werden zusammengefasst und auf Vollzeitbasis umgerechnet. Vgl. von Stauffenberg, D. / Jansson, T. et al.: *Performance Indicators for Microfinance Institutions*, 2003, S. 20.

schlechtert hat. Die Verfasserin der vorliegenden Arbeit hat diesen Rückgang erforscht und ist zur Erkenntnis gekommen, dass in den Jahren 1997 bis 2001 die Mitarbeiterzahl durchschnittlich um 30 Prozent anstieg, während die Kundenzahl nur 25 Prozent zunahm. Dies schlug sich in einer Steigerung der Mitarbeiterproduktivität nieder. Danach stieg die Zahl der Darlehensnehmer im Schnitt um 46 Prozent, die Anzahl der Angestellten fiel jedoch mit knapp 45 Prozent geringer aus, was zu einem Produktivitätsrückgang führte.

Ein Vergleich von Compartamos mit den Peergroups (Abbildung 14) verdeutlicht, dass über die gesamte Beobachtungsperiode ein überdurchschnittliches Produktivitätsniveau erreicht wurde. Die grösste Differenz bildet Compartamos in der Gegenüberstellung zur Vergleichsgruppe „Rechtsform“, die zeitweise weniger als einen Drittel von Compartamos Wert ausmacht. Dieser ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass als Bank organisierte MFIs in der Regel weniger, dafür aber vermögendere Kunden bedienen. Im Gegensatz dazu, ist die Peergroup „Breitenwirksamkeit“, die MFIs mit einem grossen Kundenstamm repräsentiert, diejenige Vergleichsgruppe mit der höchsten Produktivität ihrer Angestellten. Der Grund für diesen höheren Wert liegt wohl in der Nutzung von Grösseneffekten. Trotzdem schneidet auch diese Peergroup gegenüber Compartamos auf einem viel tieferen Niveau ab.

ABB. 14: VERGLEICH DER ANZAHL KUNDEN PRO MITARBEITER



Quelle: Eigene Darstellung

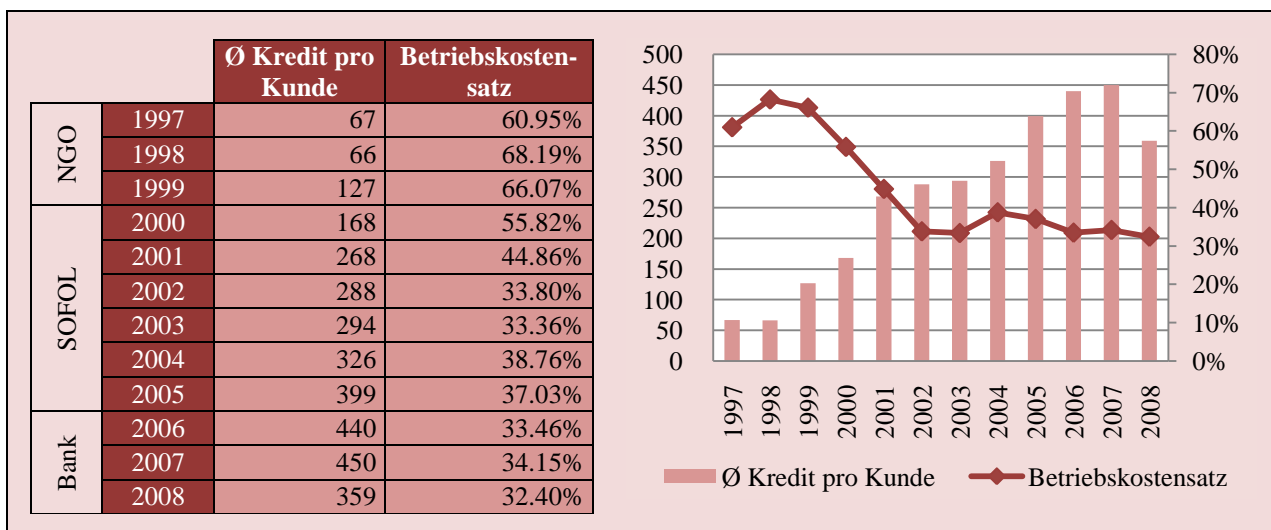
Eine aufschlussreiche Ergänzung zur Mitarbeiterproduktivität wäre die Untersuchung der *Anzahl Kunden pro Kreditsachbearbeiter* gewesen, da der Anteil der Kreditsachbearbeiter im Verhältnis zum gesamten Mitarbeiterbestand Auskunft über die Ressourcenaufteilung der MFI gibt. Aufgrund mangeln-

der Angaben über Compartamos Mitarbeiterzusammensetzung kann diese Analyse jedoch nicht durchgeführt werden.

### 5.4.2. Betriebliche Effizienz

Der Betriebskostensatz (OER, Operating Expense Ratio) gilt als Hauptindikator für die Messung der *Effizienz* einer MFI, indem er die Kosten pro Kreditvergabe und anderen Finanzdienstleistungen misst.<sup>141</sup> Beim Vergleich der Effizienz von unterschiedlichen MFIs ist zu beachten, dass nicht die Grösse des Gesamtkreditportfolios den massgeblichen Einfluss auf den OER hat, sondern die vergebene Kredithöhe. Je höher der durchschnittliche Kredit pro Kunde ist, desto tiefer fällt der operative Kostensatz aus und umso effizienter wirtschaftet die MFI. Ausserdem ist der Betriebsaufwand einer Institution, die vorwiegend ländliche Kunden bedient, oft um einiges höher, da deren Kunden viel weiter regional verstreut und für die Kreditsachbearbeiter schwerer erreichbar sind.<sup>142</sup> Wie Abbildung 15 zeigt, kann diese Tatsache bei Compartamos ebenfalls beobachtet werden. Als NGO bediente sie ausschliesslich auf dem Land wohnhafte Kundinnen und erst später, als regulierte MFI, expandierte sie in städtische Gebiete, was die Zunahme der durchschnittlichen Kreditgrösse pro Kunde verursachte und mit ein Grund für die sinkende Betriebskostenquote ist.

ABB. 15: DURCHSCHNITTSKOSTEN UND BETRIEBSKOSTENSATZ VON COMPARTAMOS



Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus MIX Market

Ein Kostensatz zwischen 13 und 21 Prozent des durchschnittlichen Gesamtkreditportfolios zeichnet eine erfolgreiche MFI aus.<sup>143</sup> Werden diese Prozentzahlen als Richtwerte herangezogen, schneidet die

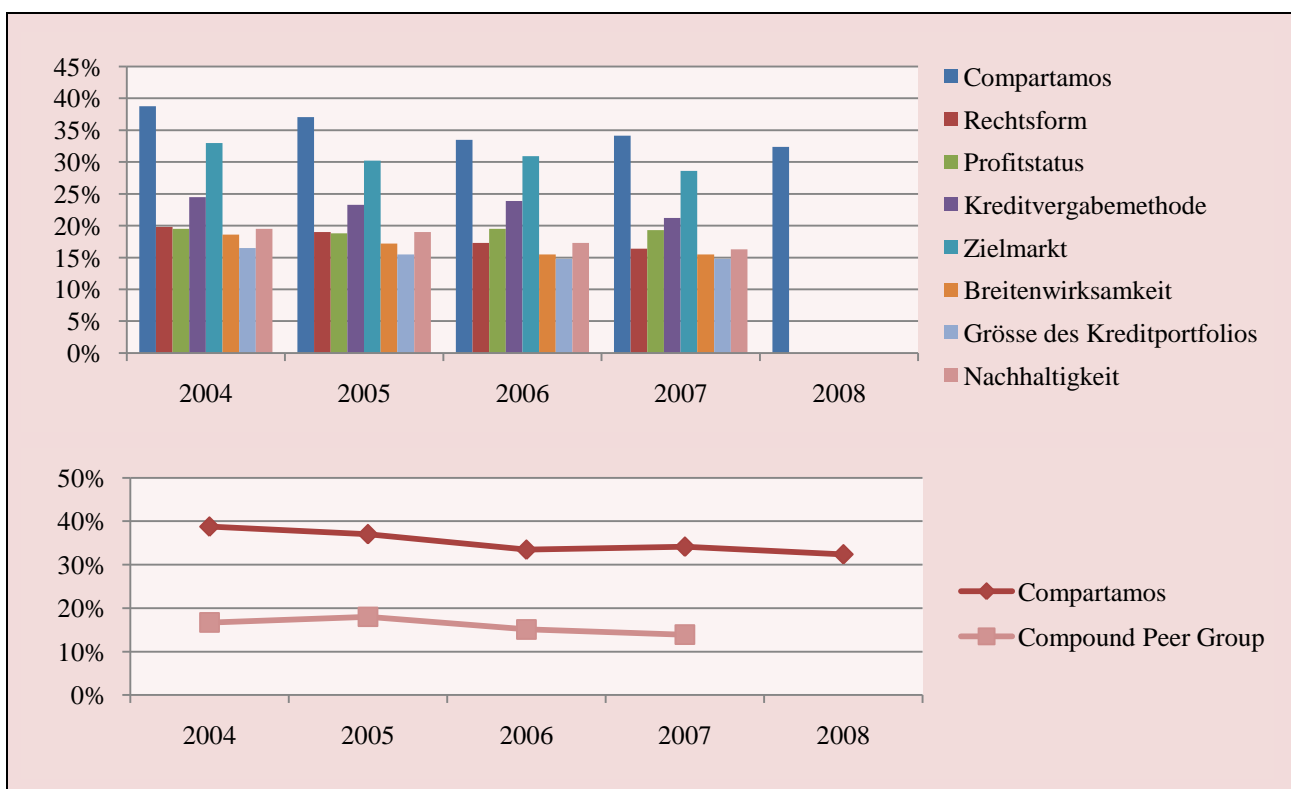
<sup>141</sup> Der Effizienzindikator ist abhängig von der Zu- oder Abnahme des operativen Aufwands, sodass ein möglichst tiefer OER angestrebt wird, der für eine hohe Effizienz steht. Der Prozentsatz wird kalkuliert, indem alle bei der operativen Tätigkeit anfallenden Aufwände, inklusive administrative Aufwendungen und Personalkosten sowie Abschreibungen (Zins- und Rückstellungskosten wie auch ausserordentliche Aufwände werden nicht berücksichtigt), durch die durchschnittliche Summe des Gesamtkreditportfolios geteilt werden. Vgl. Churchill, C. F.: MicroBanking Bulletin, Issue No. 4, 2000, S. 18.

<sup>142</sup> Vgl. von Stauffenberg, D. / Jansson, T. et al.: Performance Indicators for Microfinance Institutions, 2003, S. 16.

<sup>143</sup> Vgl. Ledgerwood, J.: Microfinance Handbook: An Institutional and Financial Perspective, 1999, S. 214.

heutige Compartamos Bank in Bezug auf die betriebliche Effizienz mit einem Wert von 32,4 Prozent, trotz positiver Entwicklung, schlechter ab. Im MBB werden zwei Gründe genannt, wieso eine MFI nicht effizient arbeitet. Einerseits kann es sein, dass die Institution aufgrund ihres kleinen Kundensamms noch keine Grössenvorteile nutzen kann und andererseits, dass sie in einem Umfeld mit wenig Wettbewerbsdruck eingebettet ist, sodass sich diese Ineffizienz (noch) nicht nachteilig auf den Erfolg der MFI auswirkt.<sup>144</sup> Auf Compartamos trifft die zweite Aussage zu, da sie sich in der Vergangenheit kaum gegen andere Wettbewerber beweisen musste. Gleichzeitig gilt, dass nach der Erreichung „[...] einer bestimmten Grösse die Effizienzverbesserungen drastisch abnehmen“.<sup>145</sup> Obwohl noch keine starken Rückgänge zu erkennen sind, zeichnet sich bereits eine leichte Abnahme ab, wie der Verlauf in der Abbildung 16 zeigt.

ABB. 16: VERGLEICH DES BETRIEBSKOSTENSATZES



Quelle: Eigene Darstellung

Bei der Gegenüberstellung mit den Vergleichsgruppen fällt auf, dass die Compartamos Bank immer die höchsten Betriebskostensätze (32,4 bis 38,76%) aufweist. Allerdings muss an dieser Stelle betont werden, dass Compartamos ihre betriebliche Effizienz gegenüber den Anfangszeiten mit über 68 Prozent schon markant verbessert hat. Ausgelöst wurde dies durch die höhere Professionalisierung infolge der Rechtsformwechsel. Wird im Vergleich die Peergroup „Zielmarkt“ analysiert, wird ersichtlich, dass die Bedienung der ärmsten Mikrounternehmer (Low End) einen höheren Aufwand verursacht, der sich zwischen 28,6 und 33 Prozent bewegt. Compartamos Wert wird damit wieder ein

<sup>144</sup> Vgl. Churchill, C. F.: MicroBanking Bulletin, Issue No. 4, 2000, S. 13.

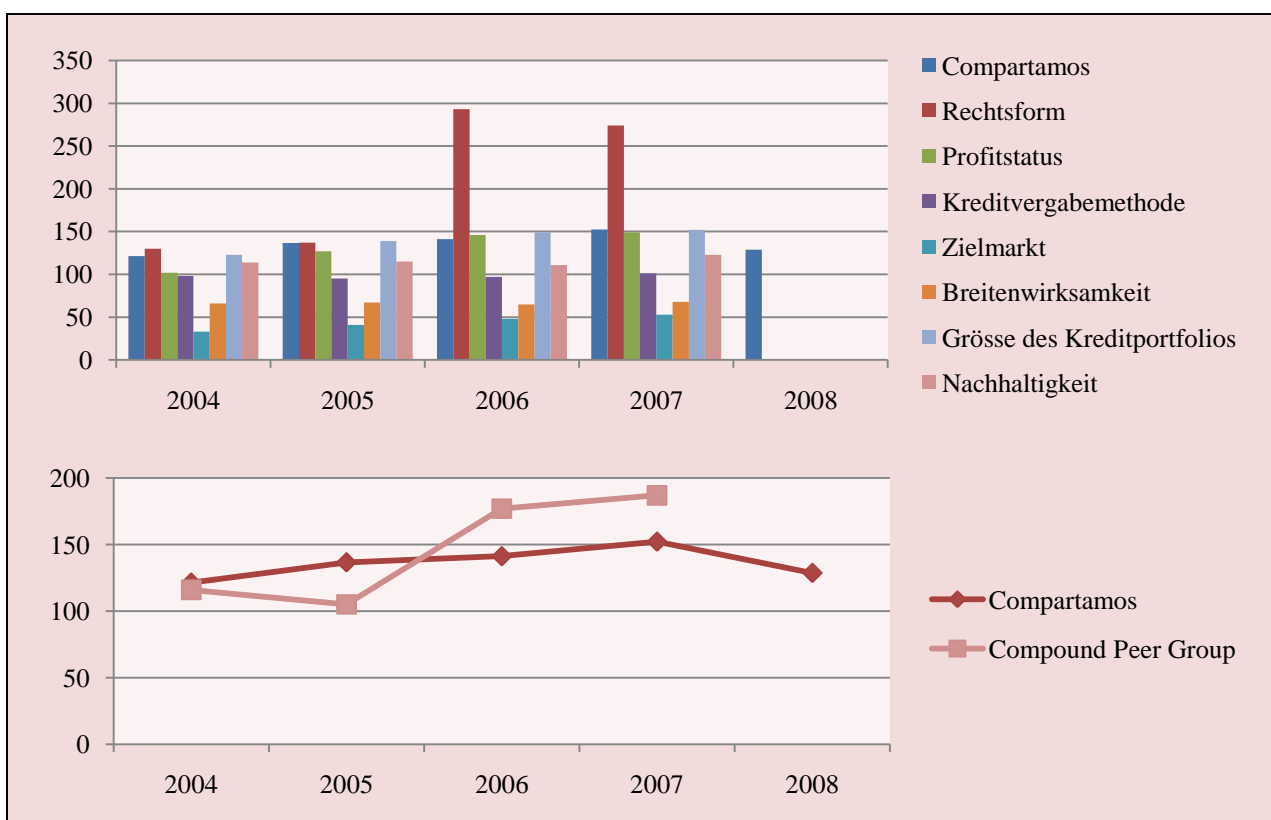
<sup>145</sup> Churchill, C. F.: MicroBanking Bulletin, Issue No. 4, 2000, S. 14.

wenig relativiert. Die zweithöchsten Kosten (21,2 bis 24,5%) verursachen MFIs mit der „Kreditvergabemethode“ von Einzel- und Gruppenkrediten.

### 5.4.3. Kosten pro Kunde

Um festzustellen, ob eine MFI *effizient* operiert, werden als zweiter Indikator die durchschnittlichen Kosten pro Kunde herangezogen. Der im vorherigen Unterkapitel betrachtete OER und die Kosten pro Kunde bewegen sich stets in die entgegengesetzte Richtung. Falls die durchschnittlichen Kredite äusserst klein sind, wird der Betriebskostensatz sehr schnell ansteigen und die Kosten pro Kreditnehmer im selben Tempo sinken.<sup>146</sup>

ABB. 17: VERGLEICH DER DURCHSCHNITTLICHEN KOSTEN PRO KUNDE (US-DOLLAR)



Quelle: Eigene Darstellung

Werden die durchschnittlichen Kosten pro Kunde analysiert, fallen bei den Einzel-Peergroups mit Ausnahme der „Rechtsform“ und der „Grösse des Kreditportfolios“ tiefere Ausgaben je Darlehensnehmer an, wie die Abbildung 17 belegt. In den Jahren 2006 und 2007 resultieren im Vergleich zur „Compound Peer Group“ jeweils um 35 beziehungsweise 36 US-Dollar geringere Kosten pro Kunde. Daher kann festgehalten werden, dass Compartamos besonders gegenüber den grossen lateinamerikanischen Institutionen (Compound Peer Group) sowie den als Banken organisierten MFIs (Peergroup

<sup>146</sup> Diese Kennzahl lässt im Gegensatz zur Betriebskostenquote nicht zwangsläufig eine MFI effizienter dastehen, da die Kreditgrösse nicht berücksichtigt wird. Zur Berechnung des Indikators werden die Betriebskosten nämlich ins Verhältnis zur durchschnittlichen Anzahl aktiver Kunden gesetzt. Vgl. von Stauffenberg, D. / Jansson, T. et al.: Performance Indicators for Microfinance Institutions, 2003, S. 18.

„Rechtsform“) effizienter abschneidet. In diversen Aufsätzen von CGAP<sup>147</sup> wird betont, dass die Bank eine hohe Effizienz gegenüber anderen MFIs aufweist. Die Autorin geht aufgrund der eigenen Analyse davon aus, dass sich CGAP auf die Kosten pro Kunde und nicht den im vorherigen Kapitel untersuchten Betriebskostensatz bezieht, da dieser, im Vergleich mit den MBB-Peergroups, stets schlechter abschneidet.

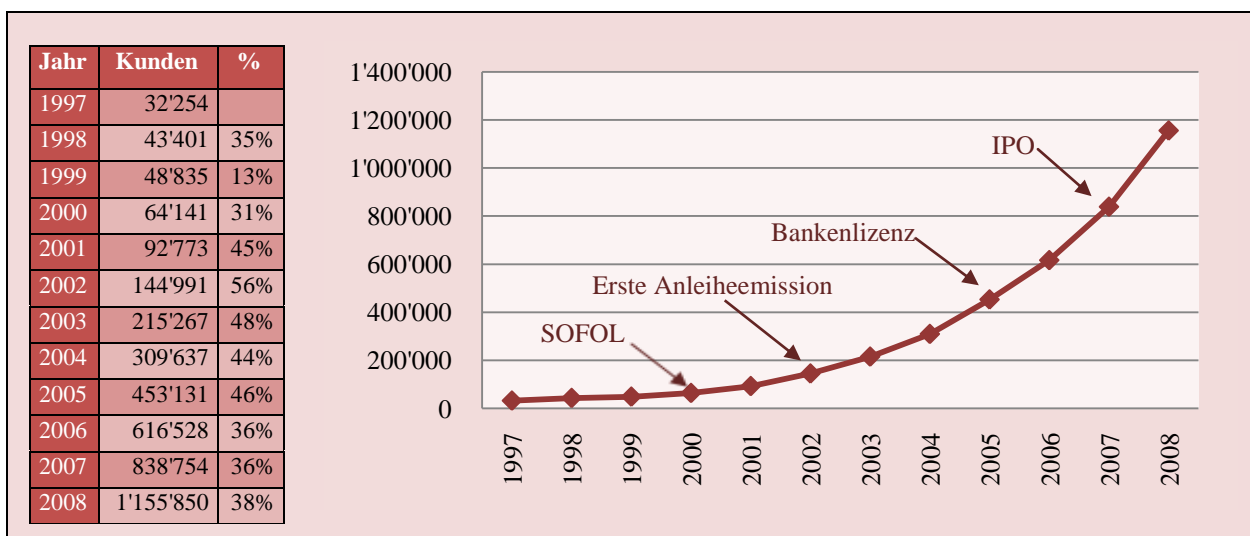
## 5.5. Soziale Performance

Mit der zunehmenden Kommerzialisierung rückte die Messung der sozialen Performance vermehrt ins Zentrum der Betrachtung. Während die finanzielle Wertentwicklung mit relativ einfachen Kennzahlen berechnet werden kann, mussten diese bei der sozialen Performance erst einmal bestimmt werden. Mit den Informationen über die soziale Zielerreichung wird geprüft, ob eine MFI nach wie vor einen gemeinnützigen Zweck verfolgt. Dies zeigt sich beispielsweise, indem die MFI ihre Kundenbasis vergrößert, die Dienstleistungsqualität verbessert und den aktuellen Kundenbedürfnissen anpasst. Eine Übersicht des Verfahrens zur sozialen Performancemessung, anhand der Bewertung der Auswirkungen auf das Leben der Armen durch den Bezug der Finanzdienstleistungen (Kausalitätszusammenhang), ist im Anhang zu finden.

### 5.5.1. Breitenwirksamkeit und Anteil weibliche Kunden

Die Breitenwirksamkeit, englisch Outreach genannt, misst die Verbreitung von Kredit- und Sparprodukten anhand der Anzahl bedienter Kunden. Compartamos hat bis zum heutigen Zeitpunkt noch keine Depots für Spareinlagen ihrer Kunden angeboten. Aus diesem Grund beschränkt sich die gesamte Analyse ausschliesslich auf die Kreditvergabe.

ABB. 18: ANZAHL KUNDEN VON COMPARTAMOS



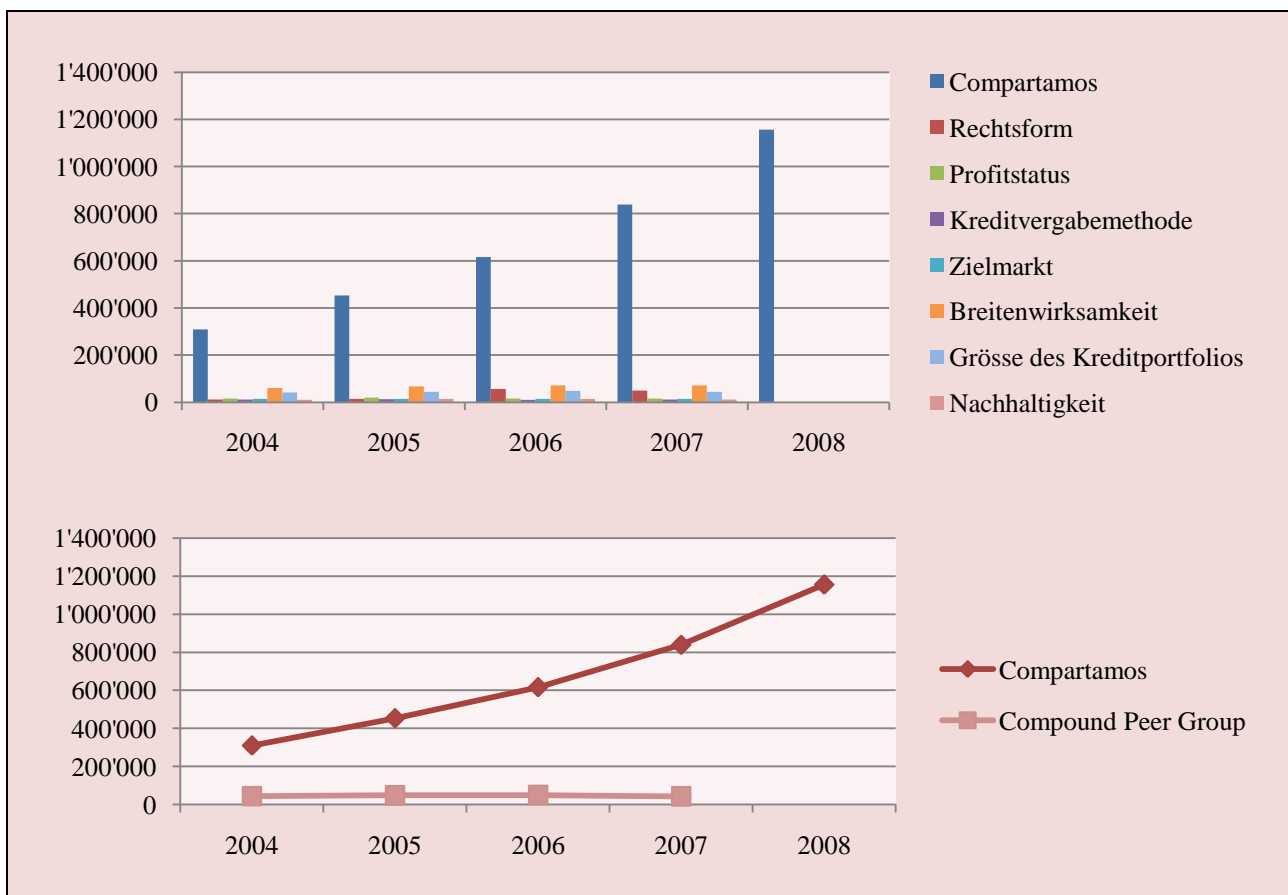
Quelle: Eigene Darstellung, Daten von Banco Compartamos, Corporate Presentation 2009

<sup>147</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 5.



Die Abbildung 18 zeigt, dass das Wachstum der Anzahl Kreditnehmer bis vor der ersten Anleiheemission 2002 bereits ansehnlich war. Als NGO erhöhte Compartamos in den Jahren 1996 bis 2000 ihre Kundenzahl jährlich um durchschnittlich 25 Prozent. Später, als reguliertes Finanzunternehmen, betrug das durchschnittliche jährliche Kundenwachstum 46 Prozent. Dieser Anstieg ist eher unüblich, da sich die Wachstumsraten normalerweise, sobald eine MFI expandiert, bei einem bereits sehr hohen Kundenbestand verlangsamen.<sup>148</sup> Nach dem IPO erreichte die Anzahl der Kunden nochmals einen Anstieg um 37,8 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Solche Zuwachsraten sind innerhalb der Mikrofinanzbranche eher selten, was auch der Vergleich mit den grössten MBB-Peergroups in Abbildung 19 darstellt. Im Gegensatz zur Compartamos Bank mit 838'754 Kunden im Jahr 2007 wirken beispielsweise die „Rechtsform“ mit einem Kundenstamm von 49'864 Personen, die Gruppe „Breitenwirksamkeit“ (die jeweils mindestens über 30'000 Kunden besitzen) mit knapp 71'930 Darlehensbezüglern und auch die „Compound Peer Group“ (LAC Large FSS) mit etwa 42'920 Kunden sehr klein.

ABB. 19: VERGLEICH DER ANZAHL KUNDEN



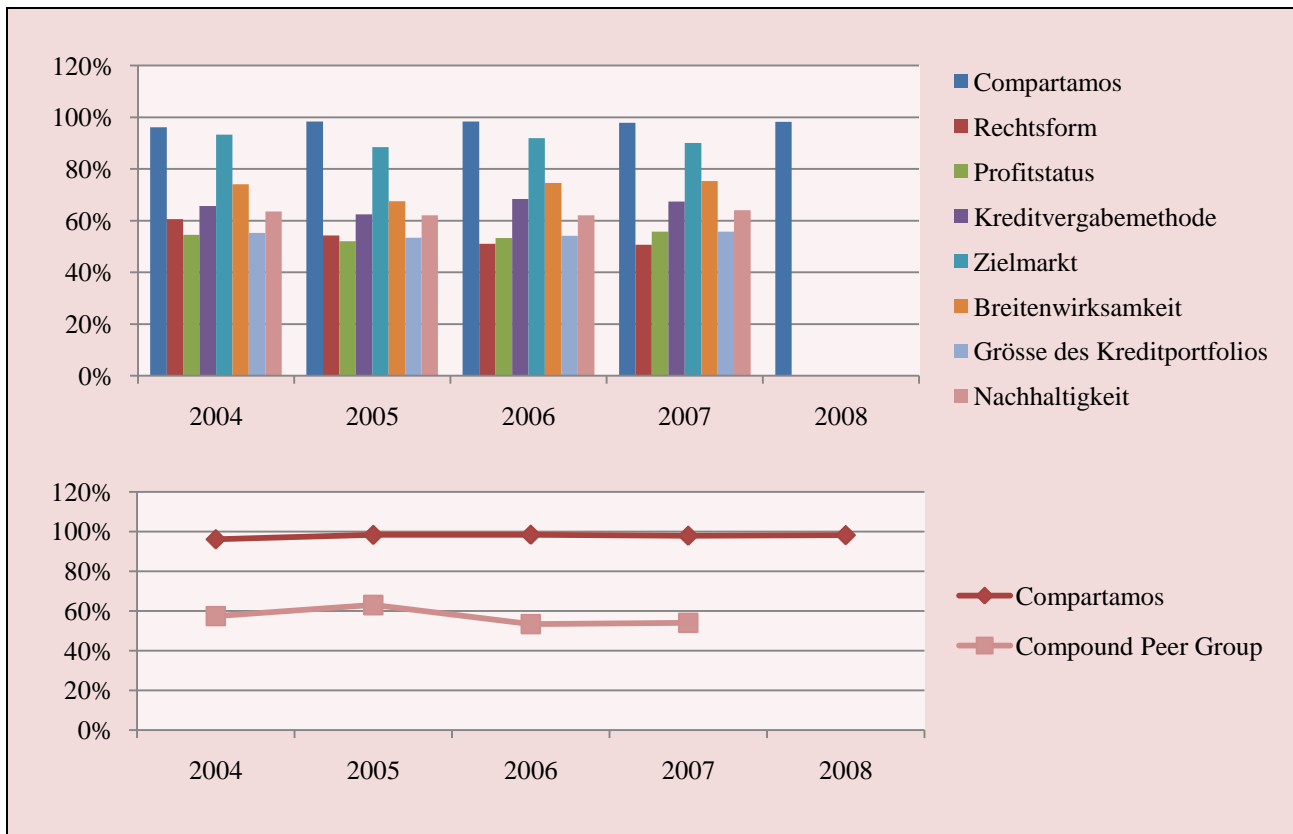
Quelle: Eigene Darstellung

Neben der Kundenzahl ist auch deren Zusammensetzung, also der *Anteil weiblicher Kunden*, ein wichtiges Indiz dafür, ob die MFI trotz neuen Stakeholdern nach wie vor ihre Zielgruppe mit Krediten versorgt. Women's World Banking (WWB) hat in einer Studie herausgefunden, dass nach einer Transformation oft weniger weibliche Kunden bedient werden. Die Institutionen bieten, durch den Wechsel

<sup>148</sup> Vgl. Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 4.

zu reicheren Darlehensnehmern (oft Männern), höhere Kreditsummen an und steigern damit ihre Profite. Wie die Abbildung 20 verdeutlicht, hält die Compartamos Bank über alle Jahre ein fast unverändertes Niveau von 96,1 bis 98,4 Prozent weiblicher Kunden. Einzig die Peergroup „Zielmarkt“ (Low End), mit einer Bandbreite von 88,4 bis 93,3 Prozent, weist annähernd hohe Werte auf. Auch die „Compound Peer Group“ hat mit einem Höchstwert von gerade einmal 63 Prozent einen sehr tiefen Frauenanteil.

ABB. 20: VERGLEICH DES ANTEILS WEIBLICHER KUNDEN



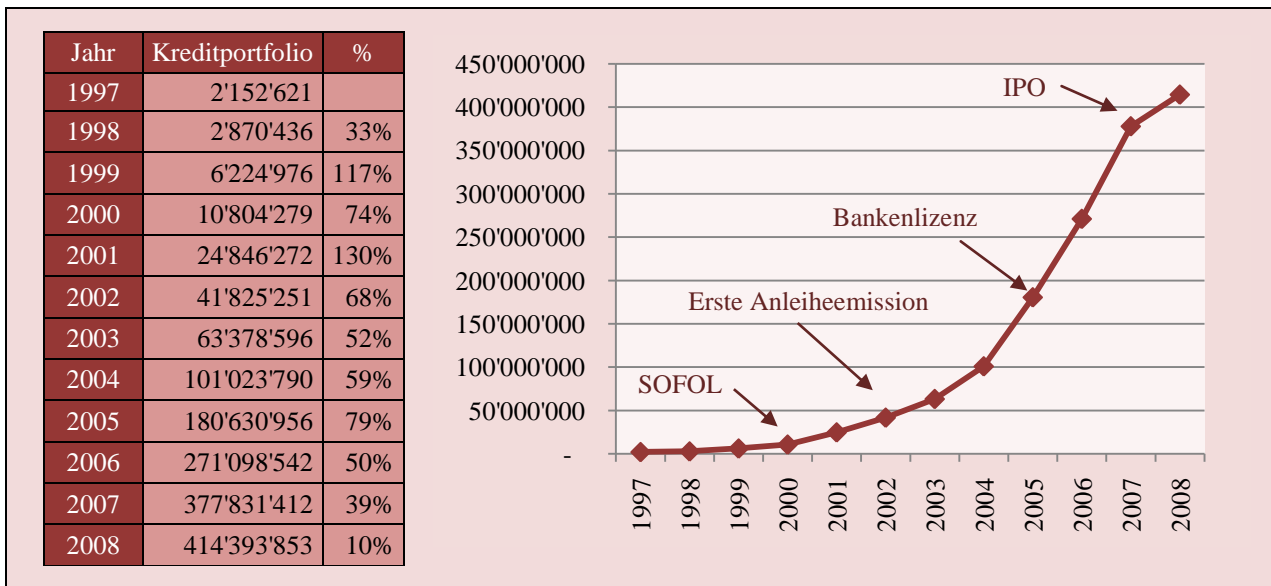
Quelle: Eigene Darstellung

### 5.5.2. Grösse des Gesamtkreditportfolios

Als weiterer Indikator zur Messung der sozialen Performance wird oftmals die Grösse des erreichten Kreditportfolios betrachtet. Obwohl diese Kennzahl als nützliche Angabe bezüglich des Gesamtwachstums der MFI dient, sollte sie nie zur alleinigen Beurteilung der sozialen Leistungserzielung genutzt werden. Ein hohes Gesamtportfolio kann auch durch wenige, sehr hohe Kredite (statt über eine grosse Kundenzahl) entstehen, was die tatsächliche Grösse enorm verfälscht. Zudem fliessen andere Produkte (Nicht-Kredite) nicht in die Bewertung ein, obwohl diese ebenfalls einen Einfluss auf das Wachstum der Institution haben.

Auch bei diesem Parameter hat Compartamos über die gesamte Betrachtungsperiode (Abbildung 21) eine überdurchschnittliche Wachstumsrate zu verzeichnen. Das Kreditportfolio stieg während des IPO um 39 Prozent, sodass es 2008 über 414 Millionen US-Dollar betrug.

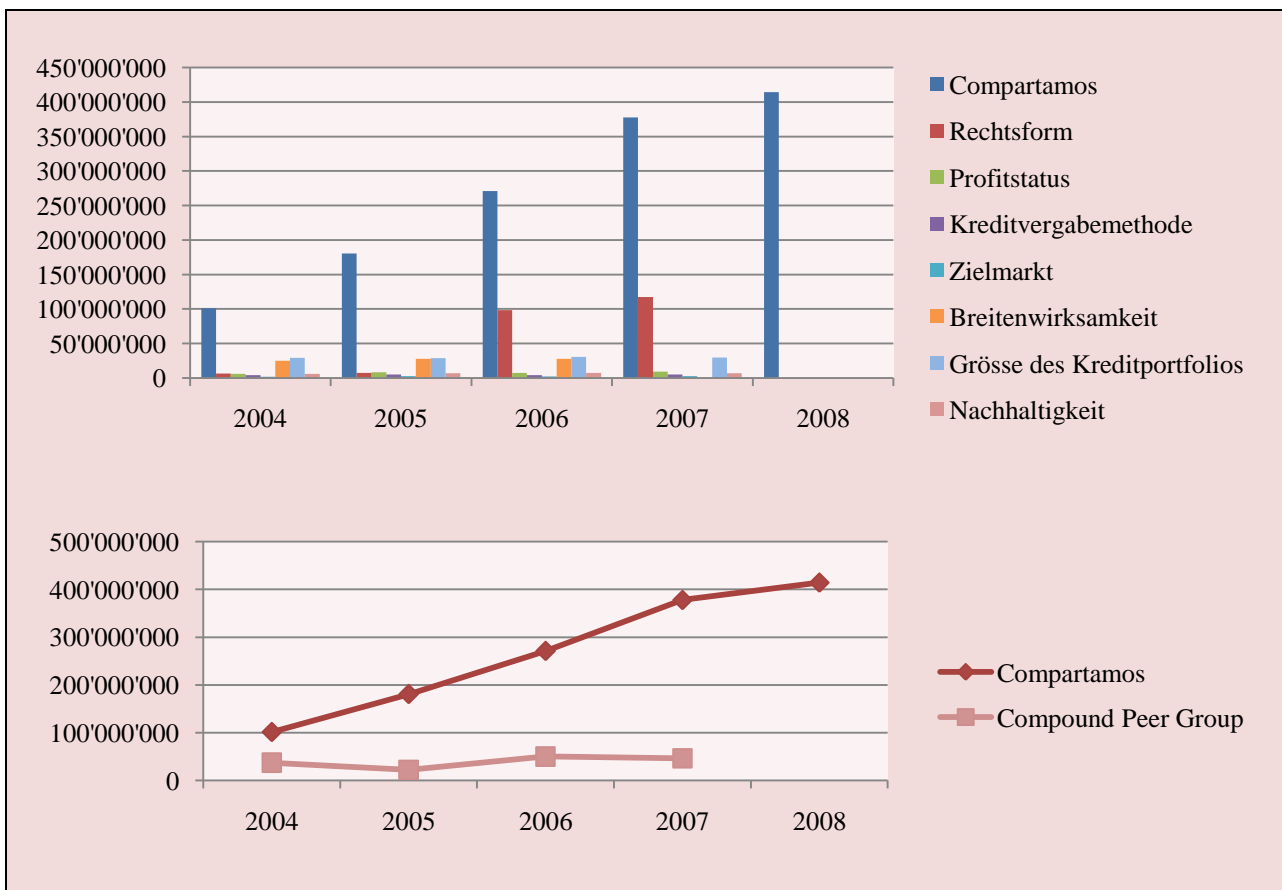
ABB. 21: GESAMTKREDITPORTFOLIO VON COMPARTAMOS (US-DOLLAR)



Quelle: Eigene Darstellung

Bei einem so hohen Gesamtportfolio erstaunt es nicht, wie in Abbildung 22 dargestellt, dass die Peergroups nicht annähernd an Compartamos Werte herankommen. Während das Kreditvolumen der „Compound Peer Group“ stets unter 50 Millionen US-Dollar bleibt (2008: 49'934'960 US-Dollar), erzielt von den Einzel-Peergroups bloss die „Rechtsform“ einen Betrag von knapp 98,34 Millionen US-Dollar (2006) respektive von 117,43 Millionen US-Dollar (2007).

ABB. 22: VERGLEICH DES GESAMTKREDITPORTFOLIOS (US-DOLLAR)

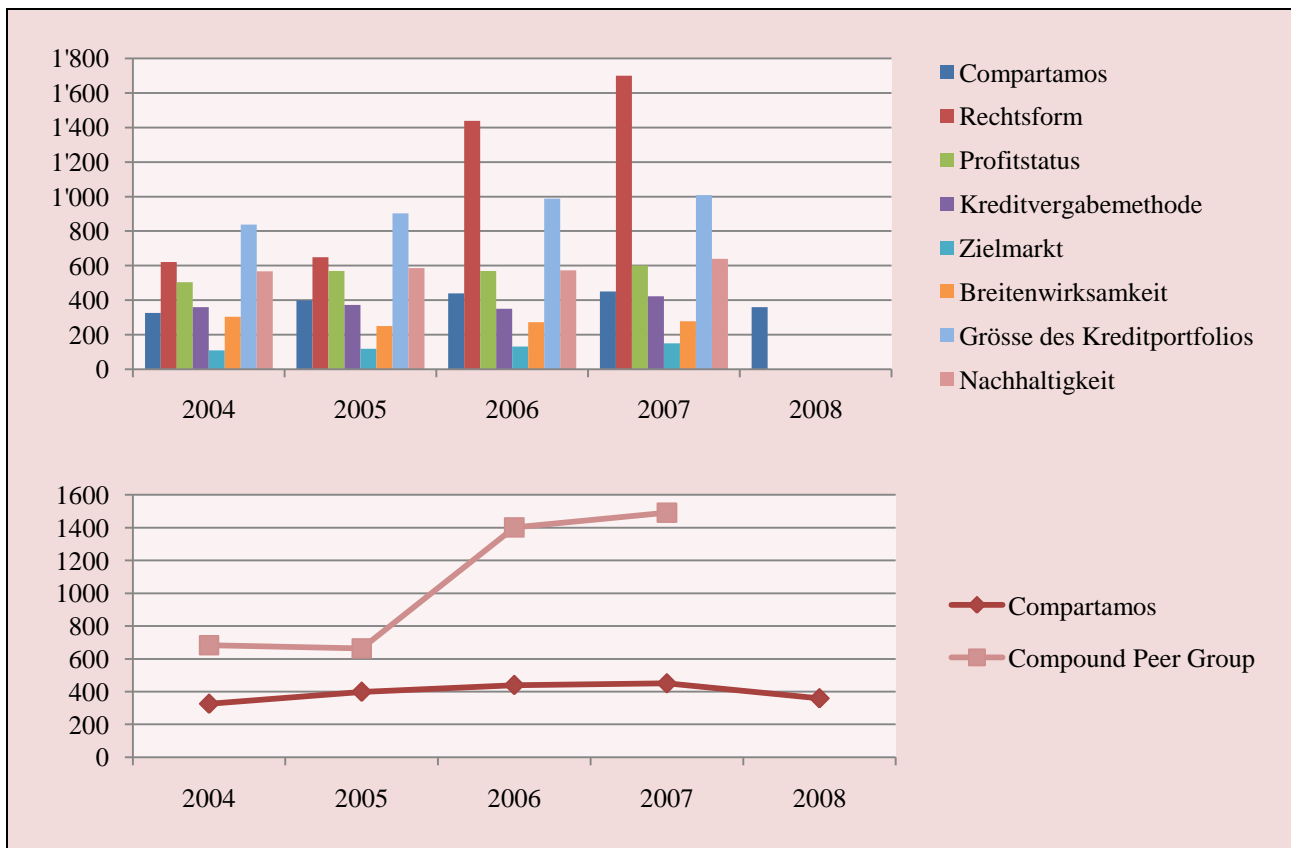


Quelle: Eigene Darstellung

### 5.5.3. Durchschnittlicher Kredit pro Kunde

Die durchschnittliche Darlehenssumme pro Kunde kann ebenfalls zur Beurteilung der sozialen Performance herangezogen werden.<sup>149</sup> Wie bereits erwähnt, kann der Wandel weg von kleinen Krediten hin zu kreditwürdigeren Unternehmern mit höherem Einkommen auf einen „Mission Drift“ hindeuten. CGAP betont jedoch, dass grössere Kreditsummen nicht zwangsweise ein Hinweis dafür sind.<sup>150</sup>

ABB. 23: VERGLEICH DER DURCHSCHNITTLICHEN KREDITSUMME PRO KUNDE (US-DOLLAR)



Quelle: Eigene Darstellung

Analysiert man die durchschnittliche Darlehenssumme pro Person, so bewegten sich die Kredithöhen von Compartamos als NGO von 66 bis 127 US-Dollar, als SOFOL von 168 bis 399 US-Dollar und erhöhten sich schliesslich als Bank auf 359 bis 450 US-Dollar. Beim Vergleich der Compartamos Bank mit den Peergroups zeigt sich, dass Compartamos Durchschnittskreditsumme auf einem sehr tiefen Niveau liegt. Die Abbildung 23 verdeutlicht den Unterschied gegenüber der „Compound Peer Group“, die Durchschnittsbeträge in der Höhe von bis zu 1'491 US-Dollar anbieten. Dies stellt über die dreifache Summe von Compartamos (2007: 450 US-Dollar) dar. Nur die Vergleichsgruppe „Rechtsform“ zeigt noch eine höhere Kreditsumme (1'699 US-Dollar). Die im MBB registrierten „gewinnorientierten“ Peergroups (Profitstatus) vergaben im Jahr 2007 Kredite in Höhe von 601 US-Dollar, was einen Drittel über Compartamos Beträgen liegt. MFIs mit der Kreditvergabemethode „In-

<sup>149</sup> Für die Berechnung wird das Gesamtportfolio durch die Anzahl aktiver Kreditnehmer dividiert.

<sup>150</sup> Vgl. Peck Christen, R.: Commercialization and Mission Drift, The Transformation of Microfinance in Latin America, in: Occasional Paper No. 5, 2001, S. 14.

dividual/Solidarity“ vertrieben im Schnitt Darlehen in der Grössenordnung von 423 US-Dollar. Sie lagen damit ungefähr auf der gleichen Höhe wie Compartamos.

### 5.6. Preise der Kredite (Höhe der Zinssätze)

Die entstandene Debatte nach dem Börsengang der Compartamos Bank macht einen vertieften Blick auf die Kreditpreise unumgänglich. Compartamos hat auf ihrer Homepage keine aktuellen Zinssätze mehr veröffentlicht. Die einzigen Zahlen, die direkt von der Bank stammen, fand die Autorin im Offering Circular 2007. Die Tabelle 7 fasst die monatlichen Kreditzinsbandbreiten, unterteilt nach den jeweiligen Produktgruppen, zusammen. In einem Aufsatz<sup>151</sup> von Charles Waterfield, über die Erklärung von Compartamos Zinssatzhöhen, steht im Kleingedruckten eines Auszugs der früheren Homepage, dass die Bank einen jährlichen Preis von 105 Prozent inklusive Mehrwertsteuer verlangt.

TAB. 7: MONATLICHE ZINSSÄTZE INKLUSIVE MEHRWERTSTEUER (STAND 2007)

	minimaler monatlicher Zinssatz inkl. MWST	maximaler monatlicher Zinssatz inkl. MWST
Betriebskredit	4.50%	6.05%
Parallel Kredit	4.50%	6.05%
Solidaritätskredit	4.80%	5.30%
Individueller Kredit	3.10%	4.20%
Hausrenovationskredit	6.12%	6.12%

Quelle: Eigene Darstellung, Daten von Banco Compartamos, Offering Circular 2007

Die Verfasserin der vorliegenden Arbeit hätte bei ihrer Analyse gerne die Entwicklung der Kreditpreise über die Zeit untersucht, um aufzudecken, ob diese, wie in der IPO-Debatte argumentiert, tatsächlich als Indiz für einen „Mission Drift“ herangezogen werden können. Trotz mehrmaliger direkter Nachfrage bei der Investors Relations-Abteilung der Compartamos Bank bekam die Autorin keine näheren Angaben. Auch die MIX Market-Plattform zeigt keine Zinssätze der einzelnen MFIs an, wird diese in Zukunft (geplant ab September 2009) aber je nach Verfügbarkeit ausweisen. Aufgrund von fehlenden historischen und aktuellen Werten ist eine eigenhändige Untersuchung zum heutigen Zeitpunkt nicht durchführbar. Aus diesem Grund kann nur die Stellungnahme der Geschäftsleitung zum IPO im „Letter to our Peers“ als Richtwert zur Preisentwicklung herangezogen werden. Darin betont die Bank, dass die Zinsraten durch den zunehmenden Wettbewerb in den letzten 7 Jahren bereits um 31 Prozent gesunken sind.

Aufgrund der Wichtigkeit der Kreditzinsen, in Bezug auf die Kommerzialisierung und für das Verständnis der ausgelösten Interessenskonflikte, möchte die Verfasserin kurz die Kostenstruktur einer

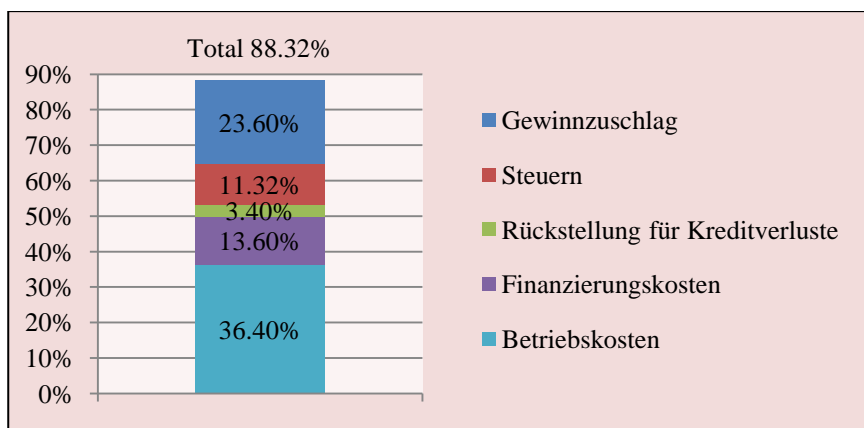
<sup>151</sup> Dieser Aufsatz erklärt anschaulich, wie die Zinssätze von Compartamos in der Praxis angewandt werden. Auf weitere Details wird an dieser Stelle verzichtet, da dies den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde. Vgl. Waterfield, C.: Explanation of Compartamos Interest Rates, 2008, S. 3.

MFI aufzeigen. Bei der Preispolitik wägt eine MFI ab, welche Kosten sie mit den Zinseinnahmen decken muss, um langfristig überlebensfähig zu sein und gleichzeitig für ihre armen Kunden bezahlbar zu bleiben. Die korrekte Berechnung der jährlichen *Mikrokreditzinssätze* ( $R$ ) leitet sich gemäss CGAP aus vier (Kosten-)Komponenten her, die jeweils im Verhältnis zum durchschnittlich ausstehenden Kreditportfolio stehen.

$$R = \frac{AE + LL + CF + K - II}{1 - LL}$$

Im Zähler des Bruchs werden sämtliche Betriebskosten (AE), die Kreditverluste (LL), die Finanzierungskosten inklusive Inflationsberücksichtigung (CF) sowie die angezielte Wachstumsrate (K) aufsummiert und davon die Kapitalerträge (II) abgezogen.<sup>152</sup> Auch Compartamos Kreditzinsen setzen sich gemäss dieser Kostenstruktur zusammen. CGAP veröffentlichte in ihrer „FocusNote No. 42“ den Zinssatz für das Jahr 2005. Gemäss dem MBB verlangte die Compartamos Bank zu dieser Zeit eine Zinsrate von 88,32 Prozent. Werden die für Mexiko üblichen 15 Prozent Mehrwertsteuer dazu gerechnet, bezahlten die Kunden damals über 100 Prozent Zinsen für ihre Darlehen.<sup>153</sup> Im Anhang befindet sich eine von CGAP publizierte Übersicht zu den Zinssätzen diverser mexikanischer Mikrofinanzanbieter, die aufzeigt, dass nicht nur Compartamos so hohe Kreditpreise verlangt. Auch andere MFIs, wie FINCA, Finsol oder FINCOMUN, fordern Nettoraten in der Höhe von 89, 81 respektive 103 Prozent.

ABB. 24: KREDITKOSTENSTRUKTUR VON COMPARTAMOS



Quelle: Eigene Darstellung, Daten von CGAP, FocusNote No. 42

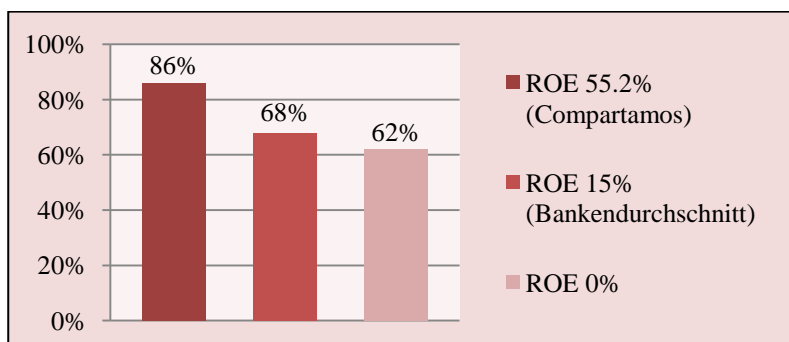
Bei einem genaueren Blick auf Compartamos Kostenstruktur in der Abbildung 24 wird deutlich, dass der *Betriebsaufwand* mit Abstand den höchsten Kostenanteil ausmacht. Am mexikanischen Markt fallen durchschnittlich bloss 15 Prozent (2005) für diesen operativen Teil an. Die Betriebskosten von Compartamos (36,4%) sind jedoch resultierend durch ihre geringen Kredithöhen, die hingegen im mexikanischen Vergleich sehr tief ausfallen, höher. Dies deshalb, weil verhältnismässig erheblichere ad-

<sup>152</sup> Die Kosten für die Durchführung des IPO werden beispielsweise unter „CF“ verbucht, darunter fallen auch sämtliche Kredit- oder Sparanlagen sowie Eigenkapitalkosten. Vgl. Rosenberg, R.: Microcredit Interest Rates, in: Occasional Paper No. 1, 1996, S. 1.

<sup>153</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 5-7.

ministrative Aufwände anfallen, wodurch die Zinssätze dementsprechend angepasst werden müssen. Wie in den vorherigen Kapiteln gezeigt, ist der hohe operative Aufwand von Compartamos jedoch nicht auf mangelnde Ineffizienz zurückzuführen. Die Autorin geht davon aus, dass die *Finanzierungskosten* von 13,6 Prozent fallen werden, sobald die Bank Spardepots anbietet und dadurch eine neue Finanzierungsquelle nutzen kann. Der oft kritisierte hohe *Gewinnzuschlag* in den Zinssätzen, der von Compartamos als einziger Kostenteil frei wählbar und nicht regulatorisch vorgeschrieben ist, macht mit 23,6 Prozent über ein Viertel der gesamten Zinseinnahmen aus. Kritiken über die hohen Gewinne scheinen damit gerechtfertigt. „Nach einer Analyse von Richard Rosenberg hätte Compartamos [zwar, Anm. d. Verf.] ihre Zinsraten auf [...] 70 Prozent reduzieren können und sie hätte damit noch immer das gleiche Profitabilitätsniveau erreicht, das andere mexikanische Banken erzielen (ROE von 15%).“<sup>154</sup> Wie gezeigt, macht der Betriebsaufwand den grösseren Teil der Zinssätze aus, sodass auch eine Senkung des Profits die Raten hoch bleiben lassen würde, was die Abbildung 25 mit einem Vergleich zu einer Nullrendite zeigt.

ABB. 25: EINFLUSS DER GEWINNE AUF HÖHE DER ZINSSÄTZE



Quelle: Eigene Darstellung, Daten von CGAP, FocusNote No. 42

Das grösste Problem, das die eigene Analyse verunmöglichte, war die Tatsache, dass entweder keine Kreditpreise publiziert werden oder die Angaben in den Artikeln unterschiedliche Werte für dieselben Jahre zeigten. Compartamos ist nach Recherche der Autorin kein Einzelfall, in der gesamten Mikrofinanzbranche ist die Preispolitik noch zu wenig transparent. Charles Waterfield, der 25 Jahre Erfahrung im Bereich der Mikrofinanzierung hat, gründete deshalb im Juli 2008 die Einrichtung „MicroFinance Transparency“, die genau diese Durchschaubarkeitsprobleme zukünftig verhindern und Transparenz fördern will.<sup>155</sup> Ziel von „MFTransparency“ ist es, dass vor allem Kunden, aber auch andere Stakeholder, ihre Entscheidungen bezüglich einer MFI gut informiert treffen können. Aufgrund der schwachen Regulierung der Branche können die Preise oft nicht exakt gemessen werden. Ein grosses Problem besteht darin, dass die Produkte der einzelnen MFIs in der Zusammensetzung stark variieren und ihre Preise daher nicht miteinander verglichen werden können. Waterfield strebt deshalb eine Plattform mit klaren Produktinformationen und deren Preise an. Ausserdem wird den Mikrofinanzanbietern über

<sup>154</sup> Rhyne, E. / Guimon, A.: The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: InSight No. 23, 2007, S. 15.

<sup>155</sup> Vgl. <http://www.mftransparency.org/>, 22.08.2009 (Abfragedatum).

einen speziellen Dienst bei der Festlegung eines vernünftigen Preises geholfen. Der Gründer erhofft sich, durch das Sammeln dieser Daten und der zentralen Veröffentlichung, zunehmende globale Transparenz zu erlangen, sodass jede MFI einen öffentlichen Marktwert bekommt. Waterfield ist der Ansicht, dass ohne Regulationen nur die transparente Bekanntgabe dieser Preise, den Wettbewerb am Markt anzukurbeln und die Sätze zu senken vermag.

## 5.7. Resultate

In diesem Kapitel werden die gefundenen Resultate zusammengefasst und interpretiert.

*Finanzielle Performance* – Die hohe *Eigenkapitalrendite* mit Höchstwerten von 55,43 Prozent, seit der Erlangung der Bankkonzession, bestätigt die enorme Rentabilität des eingesetzten Eigenkapitals der Compartamos Bank. Normalerweise hätte ein ROE von über 50 Prozent über so lange Zeit (2000 bis 2006) durch andere Wettbewerber gesenkt werden müssen. Bei Compartamos war dies jedoch nicht der Fall. Der ROE der Bank schneidet im Vergleich zu den anderen MFIs sehr hoch ab (fast die dreifache Rendite). Dies bestätigt, dass die erzielten Gewinne, wie in der Debatte diskutiert, überdurchschnittlich hoch sind. Ansonsten hätte die Kapitalstruktur, mit der beträchtlichen Eigenkapitaldeckung (tiefer Leverage), einen viel bescheideneren ROE ausgewiesen. Die hohen Betriebskosten durch die relativ kleinen Kreditsummen verbunden mit dem grossen administrativen Aufwand haben Einfluss auf die Kennzahl und somit den finanziellen Erfolg von Compartamos genommen.

Über den gesamten Betrachtungszeitraum wurde ferner eine sehr hohe *Gesamtkapitalrendite* von durchschnittlich 19,44 Prozent erzielt. Um nachzuvollziehen, wieso diese Rendite so hoch ist, verdient der Reingewinn besondere Betrachtung. Die einbehaltenen Gewinne für die Finanzierung von zukünftigem Wachstum, die überdurchschnittlich erzielte Rendite sowie die hervorragende Qualität des Kreditportfolios sind Gründe für diesen beträchtlichen ROA. Ein weiterer Faktor, der die Höhe des ROA beeinflusst und für viel Aufsehen und kritische Stimmen in der Mikrofinanzbranche sorgte, sind die hohen Kreditzinsen und Gebühren, welche die Bank ihren Kunden auferlegt.

Die *Kostendeckung* erreicht, trotz der hohen Betriebsausgaben der Bank, mit einem Mittelwert von 174 Prozent einen sehr guten Deckungsgrad. Dies ist wiederum auf die Rendite des Gesamtkapitals zurückzuführen, die weit über dem Schnitt liegt. Die MFI muss sich daher auch in Zukunft (bei einem allfälligen Rückgang des ROA) keine Sorgen um die Deckung ihrer Kosten machen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die finanzielle Performance von Compartamos im Vergleich zu den untersuchten Peergroups und der Mikrofinanzbranche allgemein, weit überdurchschnittlich ist. Würde die Leistungsfähigkeit von Compartamos nur über die finanziellen Erfolgskriterien beurteilt, so könnte aufgrund der hohen Gewinne tatsächlich ein „Mission Drift“ vermutet werden. Wie die Analyse der nächsten Indikatoren zeigt, greift diese isolierte Betrachtung jedoch zu kurz.

*Risiko und Liquidität* – Das *Portfolio at Risk* weist im Vergleich zu den Peergroups einen niedrigeren Prozentsatz auf, was eine hohe Portfolioqualität widerspiegelt. Durch die längere Zeitspanne (90 Tage)



bis zur Deklaration eines nicht rentablen Darlehens, kann Compartamos ein tieferes PaR ausweisen. Sie steht gegen aussen besser da, weil mit zunehmender Dauer die Wahrscheinlichkeit steigt, dass ausstehende Summen doch noch beglichen werden (es gilt:  $\text{PaR}_{90} < \text{PaR}_{30}$ ). Nach Meinung der Autorin wäre eine kürzere Zeitperiode, in Anbetracht der geringen Kreditlaufzeiten, hohen Rückzahlungsintervallen sowie der kleinen Kreditbeträge, sinnvoller. Wie die Untersuchung zeigt, können sich die Rückstände bei kurzen Zahlungsintervallen (beispielsweise wöchentliche Zahlungen, wie sie Compartamos anwendet) nach einem Monat (30 Tagen) bereits aufsummieren, bei den festgelegten 90 Tagen sogar um einiges mehr. Da die Rückzahlungswahrscheinlichkeit bei mehreren überfälligen Zahlungen stets weiter sinkt, verzerrt dies das tatsächliche Portfoliorisiko.

Nach Meinung der Verfasserin weist Compartamos aufgrund der hohen Kreditverlustreserven enorme *Risikodeckungsraten* von zeitweise über 700 Prozent aus. Diese immensen Reserven spiegeln eine Vorsichtsmassnahme wider, da die Mikrokredite (vorwiegend Gruppendarlehen) über keinerlei bankübliche Sicherheiten verfügen. Obwohl sich die Rate in den letzten Jahren deutlich reduzierte (2008: 165,31%), garantiert sie im Risikofall noch immer eine sehr gute Deckung.

Die Analyse der *Abschreibungsrate* gibt Anlass zur Annahme (bedingt durch ihren niedrigen Wert gegenüber den Peergroups), dass das PaR und die Risikodeckungsrate nicht durch enorm hohe Abschreibungen, sondern durch die gute und erfolgreiche Auswahl der Kreditkunden, entstanden sind.

Abschliessend kann festgehalten werden, dass die Compartamos Bank bezüglich ihrer Risiko- und Liquiditätslage eine sehr hohe Portfolioqualität ausweist, die durch jeden der untersuchten Indikatoren bestätigt wurde. Das Gesamtkreditportfolio der Bank ist deshalb zum heutigen Zeitpunkt vor allfälligen Liquiditätsengpässen oder Kreditausfällen bestmöglich geschützt.

*Produktivität* – In der Mikrofinanzbranche besteht die Meinung, dass sich die *Mitarbeiterproduktivität* über die Zeit stetig verbessert.<sup>156</sup> Dies kann bei der mexikanischen Bank nicht beobachtet werden. Die Autorin vermutet, dass die erreichte Produktivität bereits sehr hoch war (2007: 266 Kunden pro Mitarbeiter) und dieser Effekt daher nicht eintreten konnte. Die Grössenvorteile von Compartamos können nur bis zu einer gewissen Kundenzahl genutzt werden, ohne zusätzliches Personal einzustellen. Jede MFI besitzt eine optimale Anzahl Kunden, die ein Mitarbeiter bedienen kann.<sup>157</sup>

Die Produktivität von Compartamos hat gegenüber den Vergleichsgruppen ein sehr hohes Produktivitätsniveau erreicht. Wie der Rückgang im letzten Jahr (2008) zeigt, ist die maximale Obergrenze jedoch bald erreicht. Um genauere Aussagen über die Ressourcenverteilung machen zu können, wäre allerdings die bereits erwähnte Analyse der Anzahl Kunden pro Kreditsachbearbeiter herbeizuziehen.

---

<sup>156</sup> Vgl. Churchill, C. F.: *MicroBanking Bulletin*, Issue No. 6, 2001, S. 36.

<sup>157</sup> Ab einem gewissen Grad ist die Kapazität pro Angestellten ausgeschöpft, die effizientes Arbeiten weiterhin ermöglicht. Es lohnt sich für eine Institution nicht, wenn sie ihre Personalkosten dadurch senken möchte, dass sie weniger Mitarbeiter beschäftigt. Diese haben dann schliesslich durch die hohe Anzahl zu bedienender Kunden weniger Zeit für die sorgfältige Auswahl ihrer Darlehensnehmer, was sich später schlimmstenfalls in höheren Kreditverlusten abzeichnet und somit die eingesparten administrativen Kosten wieder aufhebt.

*Effizienz* – Die Compartamos Bank weist einen höheren *Betriebskostensatz* als ihre Vergleichsgruppen aus. Die MFI vergibt vermehrt Gruppenkredite, was trotz der Nutzung von Synergien höhere Betriebskosten als ein Darlehen an Einzelpersonen auslöst. Neben den administrativen Ausgaben können dafür auch hohe Löhne oder ein teures Umfeld verantwortlich sein. Da die Betriebskostensätze von lateinamerikanischen MFIs (Peergroup „Region“) auf einem viel tieferen Niveau von 19,5 bis 20,6 Prozent liegen, kann dies nicht auf die Region zurückgeführt werden. Die Verfasserin dieser Arbeit hat jedoch herausgefunden, dass in Mexiko durchschnittlich höhere Einkommen an die Angestellten bezahlt werden, als bei den lateinamerikanischen Nachbarländern.<sup>158</sup> Die genauen Personalkosten können aufgrund des zusammengefassten Jahresberichts nicht einzeln aufgeschlüsselt werden. Compartamos entschädigt jedoch ihre Mitarbeiter mit Bonussummen zwischen 70 und 200 Prozent des Salärs.<sup>159</sup> Aufgrund der hohen Kundenzahl geht die Autorin davon aus, dass hier höhere Beträge an die Angestellten bezahlt wurden.

Die *durchschnittlichen Kosten pro Kunde* bewegen sich entgegengesetzt zum OER. Compartamos weist, auch aufgrund der relativ kleinen durchschnittlichen Kreditsummen, hohe operative Aufwände auf. Gemäss Angaben der Bank enthalten ihre jährlichen Kosten je Kunde neben allgemeinen Aufwänden, 52 persönliche Treffen, Kundenmaterial, die Lebensversicherung, die Ausbildung und Löhne der Kreditsachbearbeiter sowie die Beförderungskosten, um die Mikrounternehmer zu besuchen.<sup>160</sup> Die meisten Peergroups haben im Vergleich weniger hohe Aufwände pro Kunde. Das Compartamos gegenüber ihrer lateinamerikanischen Konkurrenz trotzdem noch tiefere Kosten pro Kunde aufweist, spricht für ein effizientes Arbeiten der Bank.

Abschliessend darf hier, gemäss Meinung der Autorin, trotz des hohen Betriebskostensatzes, nicht der Eindruck entstehen, dass die Aktiengesellschaft in Bezug auf ihre betriebliche Effizienz schlecht abschneidet. MFIs, die wie Compartamos geringere Kreditsummen aufweisen, haben oft einen kleineren OER, obwohl sie ihren Zielmarkt effizient beliefern.

*Soziale Performance* – Besondere Betrachtung verdiente, in Bezug auf die aufgeworfene Fragestellung dieser Arbeit und die Einhaltung der „double bottom line“-Mission, die Analyse der sozialen Performanceindikatoren. Die Resultate der Untersuchung fallen letztendlich positiv aus, wie im nächsten Kapitel über die Beurteilung der Interessenskonflikte zusammengefasst wird. Das erzielte Wachstum in der *Breitenwirksamkeit*, welches Compartamos über die ganzen Jahre anstrebte, hebt sie auch heute noch von anderen MFIs ab. Ein Grund für die stetige Steigerung der Kundenzahlen ist der noch ziemlich unerschlossene mexikanische Mikrofinanzmarkt. Er ermöglichte es der MFI, in so geringer Zeit

<sup>158</sup> Vgl. <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20394890~menuPK:1192714~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419~isCURL:Y,00.html>, 05.08.2009 (Abfragedatum).

<sup>159</sup> Die Bonusauszahlung ist für die Kreditsachbearbeiter abhängig von der Qualität ihres betreuten Portfolios sowie der Anzahl bedienter Kunden. Vgl. Banco Compartamos: Corporate Presentation 2009, 2009, S. 9.

<sup>160</sup> Vgl. Danel, C. / Labarthe, C.: A Letter to our Peers, 2008, S. 4.

über eine Million Neukunden anzuwerben und das Kreditportfolio zu vergrössern. Zudem konnte Compartamos seit Erlangung der Bankenlizenz ihr Produktangebot ausbauen und sich damit von der Konkurrenz abheben. Hauptgrund des enormen Wachstums sind jedoch die einbehaltenen Gewinne, die Compartamos sofort in neue Kredite an weitere Darlehensnehmer umwandelte. Die daraus entstandene starke Eigenkapitalbasis hat den Zugang zu den Kapitalmärkten ermöglicht und fördert deshalb auch heute noch die Bedienung ihrer jetzigen und zukünftigen Kunden.

Den *Anteil weiblicher Kunden* hielt die Bank über die gesamte Betrachtungsperiode etwa unverändert (96,1 bis 98,4%). Dies bestätigt, dass Compartamos weiterhin ihr Zielpublikum von armen (oft weiblichen) Mikrounternehmern mit Finanzdienstleistungen versorgt.

Die starke Zunahme der *Grösse des Gesamtkreditportfolios* äussert sich bei der Compartamos Bank unter anderem über die positive Korrelation zur steigenden Kundenzahl. Das Wachstum wurde durch die bereits genannten Gründe positiv beeinflusst.

Obwohl Compartamos über den kompletten Betrachtungszeitraum ihre Zielgruppe (Low End) versorgt, stieg die *durchschnittliche Kreditsumme pro Kunde* an, was ein Indiz für einen „Mission Drift“ sein könnte. Wird diese Zunahme näher untersucht, zeigt sich, dass die Bank nun zusätzlich städtische Kunden mit Finanzdienstleistungen versorgt, die in der Regel einen höheren Bedarf an finanziellen Mitteln haben. Im Vergleich zu den Peergroups vergibt Compartamos aber stets tiefere Darlehen. Dieses Erkenntnis ist dahingehend positiv zu werten, dass die MFI trotz Bankenlizenz und Gewinnorientierung ihre Kredithöhe seit dem Statuswechsel nicht merklich verändert hat und nach wie vor denselben Zielmarkt beliefert. Zudem vergibt die MFI weiterhin mehrheitlich Gruppenkredite und hat nicht zu Individualdarlehen mit höheren Summen gewechselt. Diese Ergebnisse können zum momentanen Zeitpunkt ein Abdriften vom sozialen Zweck nicht bestätigen.

*Preise der Kredite* – Eine wichtige Erkenntnis zu den Zinsraten ist, dass nicht nur die Gewinnzuschläge einen hohen Anteil an der Kostenstruktur ausmachen, sondern auch die Betriebskosten. Da aufgrund der nicht öffentlichen Daten keine genauere Untersuchung möglich war, möchte die Autorin darauf hinweisen, dass diese mangelnde Transparenz in der Preispolitik von Compartamos und in der Mikrofinanzbranche allgemein, eine ernstzunehmende Thematik darstellt. Mit der Gründung von „MFTransparency“ wurde jedoch bereits ein Schritt zur Besserung getan. Die Verfasserin hält es für eine positive Entwicklung, dass sich der Mikrofinanzsektor selber (nicht durch regulatorische Vorschriften) dazu entscheidet, transparenter zu werden. Das Vertrauen sämtlicher Stakeholder kann damit nur gestärkt werden.

## **5.8. Beurteilung der Interessenskonflikte**

Nach Meinung der Autorin der vorliegenden Arbeit muss ganz klar festgehalten werden, dass die Spannungen zwischen den sozialen und finanziellen Erfolgszielen nicht erst seit dem Börsengang der Compartamos Bank bestehen. Diese Problematik trat schon viel früher, bei der Transformation der

NGO zur regulierten Mikrofinanzinstitution, auf, als private gewinnorientierte Investoren für die Wachstumsfinanzierung herangezogen wurden. Vor dieser Umwandlung zur profitorientierten MFI im Jahr 2000 verwendete Compartamos alle erzielten Gewinne für den gemeinnützigen Zweck, da das Unternehmen als NGO keine eigentlichen Besitzer hatte, denen es Dividenden oder andere finanzielle Verbindlichkeiten schuldete. Damit flossen die gesamten Zinseinnahmen vorwiegend in die Vergabe zukünftiger Kredite an neue Kunden. Nach Ansicht der Verfasserin hatte Compartamos zu dieser Zeit wenig Alternativen für die Finanzierung ihres angestrebten Wachstums. Beträchtliche Profite durch höhere Zinsraten waren daher gerechtfertigt. Dies änderte sich jedoch mit der Kommerzialisierung. Durch die Transformation zur profitorientierten Institution entstanden erstmals Konflikte zwischen den Kundeninteressen und den finanziellen Ansprüchen der Aktionäre.

Die hohen Gewinne, welche in diesem Kapitel über die finanziellen Performanceindikatoren (ROE, ROA und OSS) untersucht wurden, zeigen das mit der IPO-Debatte einhergehende Potential für Interessenskonflikte. Compartamos hätte auch mit einer viel geringeren ROA ihre Kosten ausreichend decken können. Die hohen Kreditpreise, die zwar zum grössten Teil aus den operativen Kosten bestehen, hätten auch mit einem sehr viel kleineren Gewinnaufschlag genügend Einnahmen für zusätzliches Wachstum generiert, ohne dass die Bank gegenüber ihren Konkurrenten massgebliche Nachteile gehabt hätte. Gleichwohl gelingt es Compartamos nach Ansicht der Autorin (bezugnehmend auf ihre eigene Untersuchung der Erfolgsindikatoren) sehr gut, ihre soziale Mission nicht zu vernachlässigen. Obwohl die Bank ihr gesamtes Portfolio (Kundenstamm und Kreditvolumen) mit ihrer relativ aggressiven Wachstumsstrategie in kurzer Zeit auf überdurchschnittliche Werte erhöhte, blieb sie ihrer ursprünglichen Zweckverfolgung im Sinne ihrer Kunden treu. Auch heute werden Kredite an (vorwiegend weibliche) Darlehensnehmer mit geringem Einkommen vergeben, die Kreditbeträge nicht auf die in Lateinamerika üblichen Summen angehoben und die bisherige Darlehensvergabemethode (auch Gruppenkredite) weiterverfolgt.

In Bezug auf die Kreditzinsen und die hohen Gewinne der Compartamos Bank war das IPO nach Meinung der Verfasserin bloss ein Auslöser für eine schon vorher ernstzunehmende Thematik des Kommerzialisierungsprozesses innerhalb der gesamten Mikrofinanzbranche. Weltweit müssen MFIs verstärkte Aufmerksamkeit auf die Höhe ihrer Zinsen und deren politischen Konsequenzen legen. Genau dieser Herausforderung, die durch die Kommerzialisierung verstärkt auftritt, wird der gesamte Sektor in Zukunft immer öfters gegenüberstehen. Mit Massnahmen, wie sozialer Performancemessung, Kundenschutzmassnahmen sowie erhöhter Transparenz in der Preisbestimmung, muss entgegengewirkt werden.

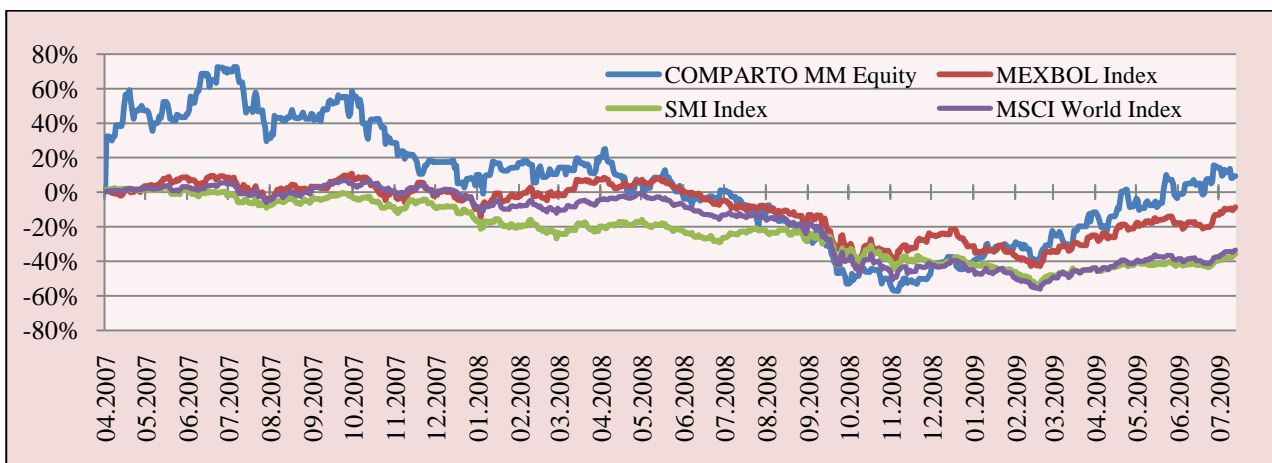
## 6. Zusammenfassung und Ausblick

Im letzten Kapitel soll der Börsengang der Compartamos Bank abschliessend bewertet werden. Die Einbettung der Bank in den Mikrofinanzmarkt soll danach Aufschlüsse über die heutige Positionierung geben. Zum Schluss wird ein kurzer Blick in die Zukunft von Compartamos, in Bezug auf weitere Herausforderungen, gewagt.

### 6.1. Bewertung des IPO

Vor der finalen Darstellung des Börsengangs der Compartamos Bank soll die Entwicklung des Aktienkurses seit dem IPO betrachtet werden. Für die Beobachtung des Kursverlaufs wurden die Daten von Bloomberg verwendet. Alle Aktienkurse sind auf der beiliegenden CD-ROM zu finden.<sup>161</sup> Für einen aufschlussreichen Performancevergleich sind in der untenstehenden Abbildung ausserdem der mexikanische Leitindex (MEXBOL), der Swiss Market Index (SMI) und der Morgan Stanley Capital International World Index (MSCI World) dargestellt.

ABB. 26: KURSVERLAUF DER COMPARTAMOS-AKTIE IM VERGLEICH ZU ANDEREN INDIZES



Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus Bloomberg

Während der MEXBOL (mexikanischer Schwellenlandindex) eine hohe Korrelation zu den anderen zwei Indizes aufweist, hebt sich die Compartamos-Aktie stark davon ab.<sup>162</sup> Über den Betrachtungszeitraum vom Börsengang bis zum Juli 2009 erzielte Compartamos durchschnittlich, trotz der globalen Wirtschaftskrise, eine Rendite von 4,69 Prozent. Im gleichen Zeitraum generierte keine der alternativen Investitionsmöglichkeiten einen positiven Ertrag (MEXBOL: -9,81%, SMI: -23,09% und MSCI World: -18,13%). Obwohl der Aktientitel der MFI eine höhere Volatilität (32,73%) besitzt, schneidet er im Direktvergleich mit einem maximalen Wert von 72,5 Prozent viel besser ab (MEXBOL: 10,88%, SMI: 2,97% und MSCI World: 7,18%). Bereits das anfängliche Plus von 32,33 Prozent deutet darauf

<sup>161</sup> Vgl. <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=COMPARTO%3AMM>, 04.08.2009 (Abfragedatum).

<sup>162</sup> Bisher gibt es wenige statische Untersuchungen über die Korrelation von Mikrofinanzinvestitionen, da erst wenige MFIs an der Börse gelistet sind. Nicolas Krauss und Ingo Walter haben in ihrem Aufsatz „Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?“ (2008) eine geringe Korrelation zu den globalen Kapitalmärkten feststellen können.

hin, dass der ursprünglich festgelegte Verkaufspreis zu tief angesetzt war, da die Emissionsnachfrage nach den Aktien und somit die Zahlungsbereitschaft der Investoren viel höher gewesen wäre. Somit kann festgehalten werden, dass die Erstemission der mexikanischen MFI vom globalen Finanzmarkt und den Anlegern überaus positiv beurteilt wurde. Der Erfolg des Börsengangs der Compartamos Bank wurde jedoch, wie anhand der IPO-Debatte gezeigt, nicht nur bejahend aufgenommen. Noch heute, über zwei Jahre danach, wird dieser Börsengang öffentlich diskutiert. Während besonders die Eingliederung in den traditionellen Finanzmarkt als fortschrittliche Entwicklung betrachtet wird, werden die hohen Zinssätze für die Darlehen, aus denen die Gewinne der Anteilseigner resultieren, von den Gegnern als Abdriften der sozialen Mission betrachtet.

In Anbetracht der Rentabilität und des guten Managements konnte Compartamos ihre Papiere erfolgreich an der Börse listen. Seither weist die Bank ein hohes Wachstum in Bezug auf ihre Kunden, sowie das Gesamtkreditportfolio aus und konnte ihr Produktangebot weiter ausbauen. Die Erstemission der Compartamos-Aktien hatte Einfluss auf die gesamte Mikrofinanzindustrie. Jeder Börsengang einer MFI führt dazu, dass neue Investoren gewonnen werden können und somit der Mikrofinanzmarkt zunehmendes Interesse erfährt. Diese Aufmerksamkeit führt zu einer weiteren Verbreitung der Mikrofinanzierung. Durch den Börsengang wurde einer breiten Allgemeinheit gezeigt, dass der weltweite Bedarf an Finanzdienstleistungen für Menschen mit geringem Einkommen noch immer sehr hoch und das Angebot zu gering ist. Während der Markt für Subventionen und Spendengelder (im Vergleich zum globalen Finanzmarkt) beschränkt ist, um die hohe Nachfrage zu decken, hat die positive Wirkung des IPO bestätigt, dass es der Mikrofinanzbranche gelingt, die globalen Kapitalmärkte für die Finanzierung ihrer Vorhaben zu erschliessen. Gleichzeitig signalisieren die Finanzmärkte, dass der Mikrofinanzsektor eine potentielle Quelle für profitable Investitionsmöglichkeiten darstellt, bei dem es den Investoren gelingt, neben der finanziellen Rendite auch ein soziales Investment zu tätigen. Das IPO offenbarte, dass es attraktiv sein kann, mit den Armen Geschäfte zu machen. Zudem wurde das Bewusstsein der Öffentlichkeit gestärkt, dass Mikrofinanzierung als Alternative zur gewöhnlichen Entwicklungshilfe eine vielversprechende Lösung in Richtung nachhaltiger, globaler Armutsbekämpfung ist.

Eine abschliessende Antwort, ob das IPO der Compartamos Bank zu Gute kam oder nicht, muss differenziert werden. Die Bank genoss aufgrund ihres enormen Wachstums und ihrer Performancezahlen, nicht nur innerhalb der Mikrofinanzbranche, sondern auch in den weltweiten Medien, hohe Aufmerksamkeit und wurde als Musterbeispiel der erfolgreichen Kommerzialisierung einer MFI gefeiert. Als öffentlich registrierte Bank kann Compartamos nun zudem sowohl innerhalb des Bankensektors als auch gegenüber anderen Aktiengesellschaften bewertet werden, da sie durch das IPO erstmals einen (öffentlichen) Marktwert besitzt. In der Vergangenheit waren Preis- und Performanceinformationen ziemlich schwierig für die privaten Investoren und Kunden abzuschätzen. Der Börsengang erhöhte damit die Transparenz, welche für die gesamte Mikrofinanzbranche in Zukunft immer wichtiger

wird. Gleichzeitig löste die MFI gerade durch ihren Erfolg und die erzielten Gewinne eine Mediendebatte aus, in der die Bank vor allem bezüglich ihrer Preispolitik kritisiert wurde. Die Kritik am Börsengang richtet sich nicht ausschliesslich gegen die Compartamos Bank, sondern gegen den allgemeinen Trend des Mikrofinanzsektors in Richtung kommerzielle Refinanzierung. Wie diese Arbeit zeigt, verlangen auch andere Mikrofinanzanbieter höhere Kreditraten als die meisten lokalen Banken. Durch das IPO wurde die Schwierigkeit zur Einhaltung der „double bottom line“-Ziele verstärkt offenbart und durch den Musterbeispielstatus auf Compartamos projiziert. Die Bank wird daher, trotz ihrer guten Balance zwischen sozialen und finanziellen Erfolgserwartungen (wie die Untersuchung in dieser Arbeit aufzeigt), mit den Vorwürfen eines möglichen „Mission Drifts“ konfrontiert. Grössere Transparenz der MFI und der gesamten Mikrofinanzbranche könnten diese Anschuldigungen jedoch entschärfen.

Diese Arbeit zeigt anschaulich, dass in der gesamten Branche weiterhin offene Diskussionspunkte bestehen und am Beispiel der Compartamos Bank einiges *gelernt werden* kann. MFIs müssen die Konsequenzen, welche durch die Transformation in der Bestimmungsgewalt entstehen können, frühzeitig erkennen und in ihre Entscheidungen miteinbeziehen. Durch den Wechsel zur gewinnorientierten Mikrofinanzinstitution werden die Managemententscheide komplexer, da auch ethische Aufgaben zu meistern sind. Das IPO hat ausserdem verdeutlicht, dass jede MFI vermehrt auf die Konsequenzen ihrer Zinspolitik achten muss. Höhere Transparenz ist dabei unumgänglich. Zum Einen bringt sie für die Institutionen Vorteile, wie Performancesteigerungen durch griffige Managemententscheide und die Möglichkeit von Vergleichsbewertungen innerhalb der Industrie. Zum Anderen werden Investoren durch transparente Finanzinformationen angezogen und auch die Kunden haben einen Nutzen durch klare Produkt- und Preisbedingungen. Die geringe Durchsichtigkeit ist die grösste Herausforderung, welche die relativ „junge“, kaum regulierte Branche (im Vergleich zum Finanzmarkt) in Zukunft zu meistern hat.

Obwohl die Compartamos Bank gemäss Analyse eine enorm positive Performance ausweist und wie früher ihre soziale Mission verfolgt, ist es, aufgrund mangelnder Daten, für eine abschliessende Beurteilung des IPO zu früh. Ein Trend in der Kommerzialisierung von MFIs, sowie ein allfälliger „Mission Drift“, der durch die unterschiedlichen Interessen der Stakeholder entstanden sein könnte, kann bis zum heutigen Zeitpunkt nicht abgeleitet werden.

## **6.2. Einbettung in die Mikrofinanzbranche und heutige Situation von Compartamos**

Nach der Beurteilung des Börsengangs von Compartamos stellt sich die Frage, *wie typisch* der Fall für die gesamte Mikrofinanzbranche ist. Die grossen Gewinne der Bank sowie der hohe Marktwert, den die positive Aktienperformance abbildet, sind Ausreisser, sprich unüblich für die Mikrofinanzindustrie. Gemäss CGAP ist das sehr gute (finanzielle) Ergebnis nicht repräsentativ für andere MFIs, die den

Schritt zur börsenkotierten Gesellschaft wagen.<sup>163</sup> Dennoch oder vielleicht gerade durch den enormen Erfolg angespornt, stiegen seit dem Börsengang der Compartamos Bank *sieben weitere Konkurrenten* in den mexikanischen Mikrofinanzmarkt ein. Die „Financiera Independecia“ beging zum Beispiel wenige Monate nach Compartamos, am 1. November 2007, ihre Erstemission.<sup>164</sup> Die Tendenz der Mikrofinanzindustrie weg von spendensubventionierten Institutionen in Richtung kommerzieller Refinanzierung scheint sich daher zu bestätigen. Während sich die MFIs früher vorwiegend im sozial gesinnten, nicht profitorientierten Bereich bewegten, ist die Annäherung an den kommerziellen, gewinnorientierten Sektor heute deutlich. Compartamos Entwicklungsgeschichte, von der NGO über die regulierte MFI zur Kotierung ihrer eigenen Aktien an der mexikanischen Börse, spiegelt diesen Trend wider. Durch ihren Erfolg wird Compartamos von anderen Mikrofinanzanbietern als Vorbild herangezogen, der es gelang die frühere Abhängigkeit von Spenden- und Subventionsgeldern, durch die Erschließung neuer Finanzierungsquelle, zu überwinden.

Die Compartamos Bank gilt heute als die grösste mexikanische MFI und die profitabelste in ganz Lateinamerika. Im Anhang ist eine Auswahl von direkten und indirekten Konkurrenten aufgeführt, welche die Bank in ihrer Corporate Presentation 2009 publiziert hat. Auch dabei wird deutlich, dass sich Compartamos vor allem in Bezug auf ihre Grösse (Kundenzahl und Gesamtportfolio) von den anderen Mikrofinanzanbietern abhebt. Die Autorin stiess bei der Sichtung der bestehenden Literatur stets auf die Aussagen, dass die MFI kaum einer Wettbewerbssituation ausgesetzt ist. Bei der eigenen Recherche kam die Verfasserin jedoch zum Schluss, dass die veröffentlichte Konkurrenzliste von Compartamos unvollständig ist, da es sehr wohl grössere, konkurrierende Mikrofinanzanbieter gibt. Zwar ist es richtig, dass der mexikanische Mikrofinanzmarkt im internationalen Vergleich noch immer wenig entwickelt ist, wodurch Compartamos voraussichtlich auch in den nächsten Jahren ihre hohen Einnahmen relativ stabil halten wird. Der momentane Wettbewerb am mexikanischen Markt erfolgt grösstenteils über die Servicequalität und das Produktdesign und nicht über die Preise, wodurch die Anbieter nur indirekt miteinander konkurrieren. Dennoch gelingt es vermehrt auch anderen Mikrofinanzanbietern sich weiterzuentwickeln und zu wachsen. Zum heutigen Zeitpunkt scheint vor allem die bereits genannte Financiera Independencia eine ähnliche Grösse zu erreichen. Dies deutet darauf hin, dass sie eine ernsthafte Konkurrentin werden könnte. Auch bietet die Banco Wal-Mart<sup>165</sup> und Banco Azteca konkurrenzfähige Finanzdienstleistungen an Arme in Mexiko an.<sup>166</sup> Eine der grössten Konkurrentin-

<sup>163</sup> Vgl. Rosenberg, R. / Gonzalez, A. / Narain, S.: Are Microcredit Interest Rates Excessive?, 2009, S. 3.

<sup>164</sup> Vgl. Lieberman, I. / Anderson, A. / Grafe, Z. et al.: Microfinance and Capital Markets: The Initial Listing / Public Offering of Four Leading Institutions, 2008, S. 35.

<sup>165</sup> Die grosse amerikanische Supermarktkette beantragte die Bankkonzession in Mexiko und fasste dort Fuss. Vgl. Epstein, K. / Smith, G: Wal-Mart Banks on the “Unbanked”, 2007, [http://www.businessweek.com/magazine/content/07\\_52/b4064042918153.htm?chan=search](http://www.businessweek.com/magazine/content/07_52/b4064042918153.htm?chan=search), 13.12.2007, 20.08.2009 (Abfragedatum).

<sup>166</sup> Vgl. Lieberman, I. / Anderson, A. / Grafe, Z. et al.: Microfinance and Capital Markets: The Initial Listing/Public Offering of four Leading Institutions, 2008, S. 35.



nen von Compartamos ist jedoch FINSOL. Die MFI vergibt ihre Kredite ebenfalls nach der „Village Banking“-Methode und operiert in denselben (vor allem ländlichen) Gebieten wie die Compartamos Bank. Bisher gelang es FINSOL, nach Angaben von CGAP, bereits durch ihre aggressive Strategie einige Kunden und Mitarbeiter von Compartamos abzuwerben.<sup>167</sup>

Compartamos weist auch in den letzten zwei Jahren, während der Wirtschaftskrise, unverändert gute Performancezahlen aus. Von der globalen Finanzkrise war die Mikrofinanzbranche vergleichsweise wenig betroffen, da die Mikrounternehmer in der Regel oft ausserhalb des formellen Wirtschaftskreislaufs agieren. Bei Compartamos lagen die Rückzahlungsquoten jedoch weiterhin im Bereich von 97 bis 99 Prozent. Auch während der turbulenten Zeit der Hypothekenkrise in den USA bewies sich die Investition in die mexikanische MFI als attraktive Anlage (wie die Abbildung 26 zeigte). Die Compartamos Bank wurde aufgrund ihrer Performance im Jahr 2008 in den mexikanischen IPC Fonds (MEXBOL Index)<sup>168</sup> aufgenommen und konnte sich auch in diesem Jahr darin halten. Die Bank hat damit eine solide Basis für weiteres Wachstum geschaffen, die durch das IPO gestärkt wurde. Zum Abschluss der vorliegenden Arbeit wird im nächsten Kapitel ein kurzer Blick auf die Kernpunkte, welche die MFI zukünftig noch auszubauen hat, geworfen.

### **6.3. Zukünftige Herausforderungen der Compartamos Bank**

Die Compartamos Bank wird in Zukunft noch ein paar Punkte optimieren müssen, um ihr anhaltend starkes Wachstumspotential vollumfänglich nutzen zu können. Zum heutigen Zeitpunkt verwalten Compartamos regionale Filialen keine eigenen Bankkontos, noch immer wird das Bargeld von den Kreditsachbearbeitern an externe Geldinstitute übertragen. Um in Zukunft auch Sparkontos anbieten zu können, sollte die MFI ihre Geschäftsstellen in Bankfilialen umfunktionieren, die Kundengelder sicher aufbewahren können. Auch die Aussenagenturen müssen auf Geldzuflüsse vorbereitet werden. Zudem muss Compartamos gute Sparprodukte gestalten, die sich für die MFI aber zu einer teuren Finanzierungsalternative entwickeln könnten, falls sie nicht optimal designt sind.<sup>169</sup> Als Geschäftsbank sollte Compartamos ihr Produktangebot weiter ausbauen. Dies ist vor allem auch in Bezug auf den steigenden Wettbewerbsdruck am mexikanischen Markt notwendig. Die Kreditpreise werden voraussichtlich dadurch sinken, sodass sich die MFI neuen Herausforderungen gegenüber sieht und überlegen muss, wie sie auch in Zukunft profitabel, vor allem im Sinne ihrer Kunden wirtschaften und die bis heute erreichte „double bottom line“-Mission weiterverfolgen kann. Auf diese Weise kann sie ihr Ziel, möglichst vielen armen Menschen Zugang zu Finanzdienstleistungen zu ermöglichen, erreichen.

---

<sup>167</sup> Vgl. Rosenberg, R.: CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, 2007, S. 13.

<sup>168</sup> Der IPC-Fonds beinhaltet die 30 liquidesten Aktien, die an der mexikanischen Börse gelistet sind.

<sup>169</sup> Vgl. Lieberman, I. / Anderson, A. / Grafe, Z. et al.: Microfinance and Capital Markets: The Initial Listing/Public Offering of four Leading Institutions, 2008, S. 16.

---

**Literaturverzeichnis**

**ARMENDÁRIZ, B. / MORDUCH, J.:** The Economics of Microfinance, The MIT Press, Massachusetts 2005

**BANCO COMPARTAMOS:** Annual and sustainable report 2008, Investor Relations, Financial Information, <http://www.compartamos.com>, Mexiko 2009

**BANCO COMPARTAMOS:** Compartamos Client, Our Client,  
[http://www.compartamos.com/wps/portal!/ut/p/c1/04\\_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os\\_gADwNLcw93IwP\\_UHcXAYnJR6cgIy9TY29jM\\_1wkA6zeAMcwNFA388jPzdVvyA7rxwAAPlcQ!!/dl2/d1/L2dJQSEvUUt3QS9ZQnB3LzZfUEgwOTdIRzIwT1VHRDAyM0FCUjJKN TNDODM!/?mosHist=1](http://www.compartamos.com/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os_gADwNLcw93IwP_UHcXAYnJR6cgIy9TY29jM_1wkA6zeAMcwNFA388jPzdVvyA7rxwAAPlcQ!!/dl2/d1/L2dJQSEvUUt3QS9ZQnB3LzZfUEgwOTdIRzIwT1VHRDAyM0FCUjJKN TNDODM!/?mosHist=1, 29.05.2009), 29.05.2009 (Abfragedatum)

**BANCO COMPARTAMOS:** Corporate Presentation 2009 / Financial Information Results of 2009, Investor Relations, Financial Information, <http://www.compartamos.com>, Mexiko 2009

**BANCO COMPARTAMOS:** Investor Relations, Financial Information,  
[http://www.compartamos.com/wps/portal!/ut/p/c1/04\\_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os\\_gADwNLcw93IwP\\_UHcXAYnJR6cgIy9TY29jM\\_1wkA6zeAMcwNFA388jPzdVvyA7rxwAAPlcQ!!/dl2/d1/L2dJQSEvUUt3QS9ZQnB3LzZfUEgwOTdIRzIwT1VHRDAyM0FCUjJKN TNDszi!/?mosHist=1](http://www.compartamos.com/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os_gADwNLcw93IwP_UHcXAYnJR6cgIy9TY29jM_1wkA6zeAMcwNFA388jPzdVvyA7rxwAAPlcQ!!/dl2/d1/L2dJQSEvUUt3QS9ZQnB3LzZfUEgwOTdIRzIwT1VHRDAyM0FCUjJKN TNDszi!/?mosHist=1, 30.06.2009), 30.06.2009 (Abfragedatum)

**BANCO COMPARTAMOS:** Offering Circular, <http://www.compartamos.com>, Credit Suisse (Hrsg.), Mexiko 2007

**BANCO COMPARTAMOS:** Who will buy our paper: Microfinance Cracking the Capital Markets?, Presentation, 06. und 07.02.2006, New York 2006

**BOWIE, N. / WERHANE, P.:** Management Ethics, Blackwell Publishing, Oxford 2005

**BURNHILL, L.:** Bringing Microfinance to Scale: Lessons from the Compartamos IPO, ACCIÓN International Web Conference 27.06.2007, Boston 2007

**CAMPION, A. / LINDER, C.:** Putting the „social“ into Performance Management: A practice-based guide for Microfinance, Institute of Development Studies, London 2008

- 
- CAMPION, A. / WHITE, V.:** NGO Transformation, Microenterprise Best Practice, Bethesda 2001
- CHURCHILL, C. F.:** MicroBanking Bulletin, Issue No. 4, Microfinance Information Exchange (Hrsg.), Washington 2000
- CHURCHILL, C. F.:** MicroBanking Bulletin, Issue No. 6, Microfinance Information Exchange (Hrsg.), Washington 2001
- DANEL, C. / LABARTHE, C.:** A Letter to our Peers, <http://www.compartamos.com>, Compartamos (Hrsg.), Mexiko 2008
- DUGAN, M.:** Donors Succeed by Making Themselves Obsolete: Compartamos Taps Financial Markets in Mexico, in: CGAP Donor Good Practices No. 19, CGAP (Hrsg.), o. O. 2005
- EPSTEIN, K. / SMITH, G.:** Compartamos: From Nonprofit to Profit. Behind its gentle image is a tough, highly lucrative bank, in: Business Week, 13.12.2007, [http://www.businessweek.com/magazine/content/07\\_52/b4064045919628.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/07_52/b4064045919628.htm), 01.06.2009 (Abfragedatum)
- EPSTEIN, K. / SMITH, G.:** Wal-Mart Banks on the “Unbanked”, in: Business Week, 13.12.2007, [http://www.businessweek.com/magazine/content/07\\_52/b4064042918153.htm?chan=search](http://www.businessweek.com/magazine/content/07_52/b4064042918153.htm?chan=search), 20.08.2009 (Abfragedatum)
- FELDER-KUZU, N.:** Kleiner Einsatz, grosse Wirkung: Mikrofinanzierung und Mikrofranchising – Modelle gegen die Armut, rüffer & rub, Zürich 2008
- FRANK, C.:** Stemming the Tide of Mission Drift: Microfinance Transformations and the Double Bottom Line, Women’s World Banking (Hrsg.), New York 2008
- FRIEDMAN, M.:** The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, in: New York Times Magazine, 13.09.1970, New York 1970
- HEIDBRINK, L. / HIRSCH, A.:** Verantwortung als marktwirtschaftliches Prinzip – Zum Verhältnis von Moral und Ökonomie, Campus Verlag GmbH, Frankfurt 2008
- HELMS, B. / LATORTUE, A. / GORONJA, N. / DUFLOS, E.:** Microfinance Means Financial Services for the Poor, in: CGAP Donor Brief No. 11, Washington 2003

- 
- HERCHEN, O.:** Corporate Social Responsibility – Wie Unternehmen mit ihrer ethischen Verantwortung umgehen, Books on Demand GmbH, Norderstedt 2007
- JENSEN, M. / MECKLING, W.:** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Harvard 1976
- KOLLER, C.:** Mikrofinanz in Lateinamerika – Wachsende Nische, in: Schweizer Personalvorsorge, 20.03.2009, responsAbility (Hrsg.), Luzern 2009
- LAUER, K.:** Transforming NGO MFIs: Critical Ownership Issues to Consider, in: Occasional Paper No. 13, CGAP (Hrsg.), Washington 2008
- LEDGERWOOD, J.:** Microfinance Handbook: an institutional and financial perspective, The World Bank (Hrsg.), Washington 1999
- LIEBERMAN, I. / ANDERSON, A. / GRAFE, Z. et al.:** Microfinance and Capital Markets: The Initial Listing/Public Offering of four Leading Institutions, Council of Microfinance Equity Funds (Hrsg.), o. O. 2008
- MARTEL, A.:** Mikrofinanz – Mehr als nur Kleinkredite, in: Neue Zürcher Zeitung, 18.05.2009
- o. V.:** Anlagechancen in der Dritten Welt, in: Neue Zürcher Zeitung, 02.03.2009
- o. V.:** Bringing Microfinance to Scale – Lessons from the Compartamos IPO, Web Conference 27.06.2007
- o. V.:** Doing good by doing very nicely indeed, in: The Economist, 26.06.2008
- o. V.:** [http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64166093&entityID=000158349\\_20080826113239](http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64166093&entityID=000158349_20080826113239), 29.05.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20394890~menuPK:1192714~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419~isCURL:Y,00.html>, 05.08.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** <http://www.amai.org/niveles.php>, 29.05.2009 (Abfragedatum)

- 
- o. V.:** <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=COMPARTO%3AMM>, 04.08.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** <http://www.mftransparency.org/>, 22.08.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** [http://www.microcreditsummit.org/enews/2007-07\\_supcomment1.html](http://www.microcreditsummit.org/enews/2007-07_supcomment1.html), 26.06.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** <http://www.microfinancegateway.org/p/site/m/template.rc/1.26.9183/#1>, 30.05.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** <http://www.microfinancegateway.org/p/site/m/template.rc/1.26.9183/#6>, 05.06.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** [http://www.microfinanceregulationcenter.org/resource\\_centers/reg\\_sup/micro\\_reg/country/28/](http://www.microfinanceregulationcenter.org/resource_centers/reg_sup/micro_reg/country/28/), 02.08.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** <http://www.mixmarket.org/en/demand/demand.show.profile.asp?token=&ett=237>, 19.06.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** [http://www.mixmarket.org/mfi/indicators?country\[0\]=Mexico](http://www.mixmarket.org/mfi/indicators?country[0]=Mexico), 20.08.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** <http://www.un.org/events/microcredit/>, 28.05.2009 (Abfragedatum)
- o. V.:** MicroBanking Bulletin, Issue No. 17, Autumn 2008, Microfinance Information Exchange (Hrsg.), Washington 2008
- o. V.:** The Implications of Increased Commercialization of the Microfinance Industry: What can we learn from the discussions that followed the Compartamos IPO?, MFI Solutions, Lancaster 2008
- PECK CHRISTEN, R.:** Commercialization and Mission Drift, The Transformation of Microfinance in Latin America, in: Occasional Paper No. 5, CGAP (Hrsg.), Washington 2001
- RHYNE, E. / BUSCH, B.:** The Growth of Commercial Microfinance: 2004-2006, Council of Microfinance Equity Funds (Hrsg.), o. O. 2006

- 
- RHYNE, E. / GUIMON, A.:** The Banco Compartamos Initial Public Offering, in: ACCIÓN International InSight No. 23, ACCIÓN International (Hrsg.), o. O. 2007
- ROSENBERG, R. / GONZALEZ, A. / NARAIN, S.:** Are Microcredit Interest Rates Excessive?, Washington 2009
- ROSENBERG, R.:** CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A case study on Microfinance interest rates and profits, in: FocusNote No. 42, CGAP (Hrsg.), Washington 2007
- ROSENBERG, R.:** Measuring Microcredit Delinquency: Ratios Can Be Harmful to Your Health, in: Occasional Paper No. 3, CGAP (Hrsg.), Washington 1999
- ROSENBERG, R.:** Microcredit Interest Rates, in: Occasional Paper No. 1, CGAP (Hrsg.), Washington 1996
- SENGUPTA, R. / AUBUCHON, C. P.:** The Microfinance Revolution: An Overview, Federal Reserve Bank of St. Louis (Hrsg.), St. Louis 2008
- VOLKART, R.:** Corporate Finance, Versus Verlag AG, Zürich 2006
- VON STAUFFENBERG, D.:** Microfinance Consensus Guidelines, Definitions of Selected Financial Terms, Ratios, and Adjustments for Microfinance, CGAP und The World Bank Group (Hrsg.), Washington 2003
- VON STAUFFENBERG, D. / JANSSON, T. / KENYON, N. et al.:** Performance Indicators for Microfinance Institutions, Technical Guide, Inter-American Development Bank (Hrsg.), Washington 2003
- WATERFIELD, C.:** DFN Diskussion, [www.microfin.com/dfnpostings2](http://www.microfin.com/dfnpostings2), 04.07.2009 (Abfragedatum)
- WATERFIELD, C.:** DFN Diskussion, [www.microfin.com/dfnpostings4](http://www.microfin.com/dfnpostings4), 04.07.2009 (Abfragedatum)
- WATERFIELD, C.:** Explanation of Compartamos Interest Rates, <http://www.microfin.com/files/Explanation%20of%20Compartamos%20Interest%20Rates%2019May.pdf>, 19.06.2009 (Abfragedatum)

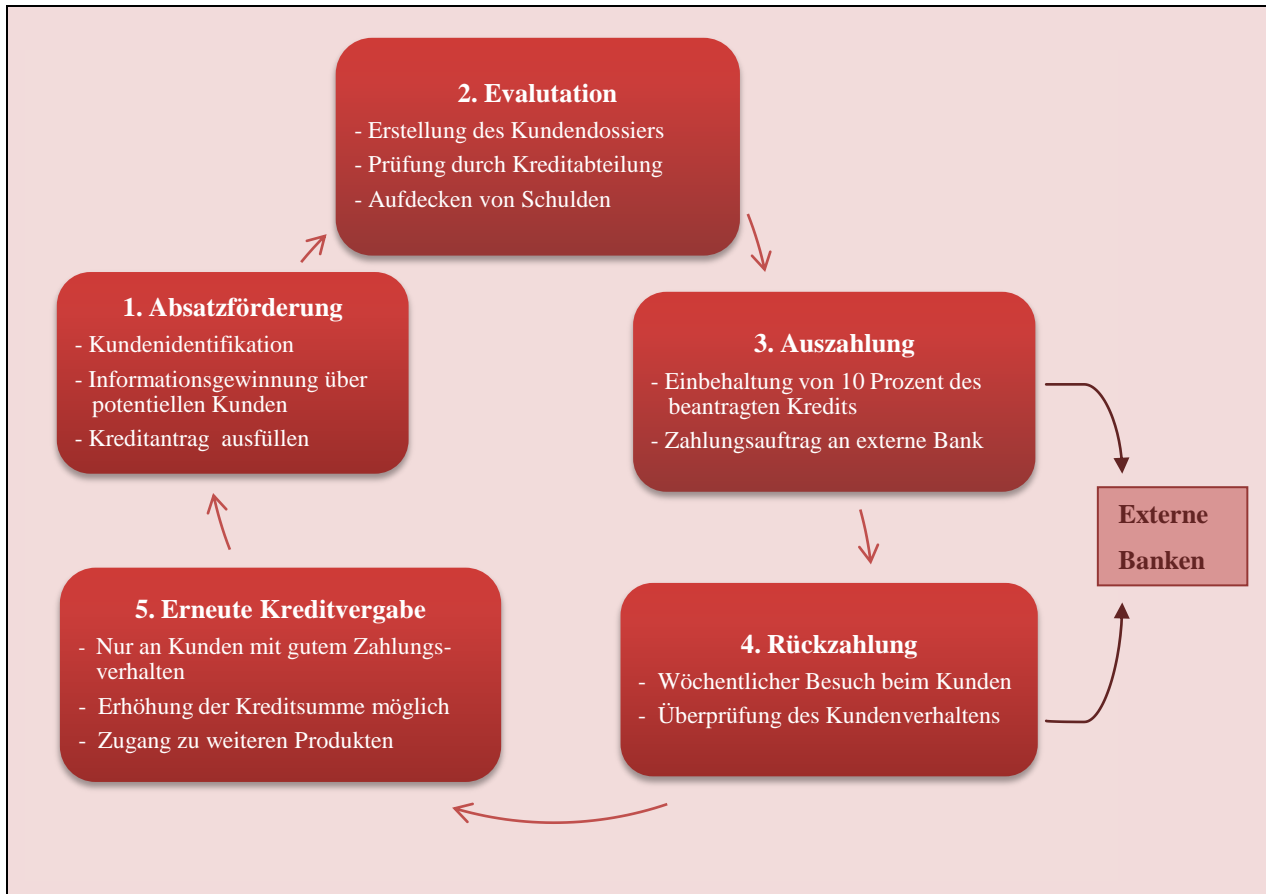
---

**WATERFIELD, C.:** MicrofinancePractice Diskussionsgruppe, 23.04.2007,  
finance.groups.yahoo.com/group/MicrofinancePractice/message/6868, 13.07.09 (Abfragedatum)

**WISNIWSKI, S.:** Developing Commercially Viable Microfinance – Microfinance Handbook, KfW  
Entwicklungsbank (Hrsg.), Bankakademie International, Frankfurt 2004

## Anhang

### 1. Geschäftsablauf der Compartamos Bank



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Banco Compartamos, Coporate Presentation 2009



## 2. Compartamos Emissionsangebot

### THE OFFERING

The following is a brief summary of certain terms of this offering. For a more complete description of the Shares, see “Description of Our Share Capital and By-Laws.”

Issuer .....	Banco Compartamos, S.A., Institución de Banca Múltiple								
Offering price per Share .....	Ps.40.00 per Share								
Shares offered .....	111,572,532 Series O Shares, representing ordinary capital stock of the issuer.								
The offering .....	The offering consists of a secondary offering of: <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 20,083,056 Shares in Mexico through the Mexican underwriters to the general public; and</li> <li>(2) 91,489,476 Shares through the initial purchasers in the United States to qualified institutional buyers in reliance on Rule 144A under the Securities Act and in other countries outside of Mexico, principally in Canada and a number of countries of the European Union, to non-U.S. persons in reliance on Regulation S under the Securities Act.</li> </ol>								
The selling shareholders .....	The following selling shareholders are offering the number of Shares listed below: <table style="margin-left: 20px;"> <tr> <td>Compartamos A.C. ....</td> <td>25,159,200 Shares</td> </tr> <tr> <td>ACCION Gateway Fund LLC ..</td> <td>38,613,240 Shares</td> </tr> <tr> <td>IFC.....</td> <td>11,302,644 Shares</td> </tr> <tr> <td>Individual shareholders .....</td> <td>36,497,448 Shares</td> </tr> </table> <p>For more information regarding the selling shareholders, see “The Principal and Selling Shareholders.”</p>	Compartamos A.C. ....	25,159,200 Shares	ACCION Gateway Fund LLC ..	38,613,240 Shares	IFC.....	11,302,644 Shares	Individual shareholders .....	36,497,448 Shares
Compartamos A.C. ....	25,159,200 Shares								
ACCION Gateway Fund LLC ..	38,613,240 Shares								
IFC.....	11,302,644 Shares								
Individual shareholders .....	36,497,448 Shares								
Shares outstanding before and after the offering .....	427,836,876 Shares								
Use of proceeds .....	We will not receive any proceeds from the sale of Shares by the selling shareholders. See “Use of Proceeds.” The selling shareholders will receive all of the net proceeds from the sale of Shares.								
Listing .....	The Shares have been registered in the RNV maintained by the CNBV and have been approved for listing on the Mexican Stock Exchange. Prior to the offering, there has been no trading market for the Shares in Mexico, the United States or elsewhere. The Shares will not be listed on any national securities exchange or quoted in any automated interdealer quotation system in the United States and elsewhere outside of Mexico.								
Mexican Stock Exchange symbol.....	“COMPART”								

Payment, Settlement and Delivery .....	The initial purchasers have informed us that payment for our Shares must be made to them in Mexican Pesos through the facilities of S.D. Ineval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores (“Ineval”) in Mexico, no later than April 25, 2007. Settlement of the Shares will be made on April 25, 2007 through the book-entry, settlement and custody system of Ineval. The initial purchasers will deliver the Shares in book-entry form only through the facilities of Ineval, in Mexico City, Mexico, on or about April 25, 2007.
Voting rights .....	See “Description of Our Share Capital and By-Laws” in this offering circular for a discussion of your voting rights.
Transfer restrictions .....	The international offering is being made in accordance with Rule 144A and Regulation S. The Shares have not been and will not be registered under the Securities Act or with any securities regulatory authority of any U.S. state or other jurisdiction and, accordingly, may not be offered, sold, pledged or otherwise transferred or delivered within the United States or to, or for the account or benefit of, U.S. persons (as defined in Regulation S) except as set forth in “Transfer Restrictions” below. Because of these restrictions, investors are advised to consult legal counsel prior to making any reoffering, resale, pledge or transfer of the Shares.
Lock-up period .....	We and the selling shareholders have agreed that none of us will issue, sell or transfer, until 180 days after the date of this offering circular, any shares of our capital stock, any options or warrants to purchase shares of our capital stock or any securities convertible into or exchangeable for, or that represent the right to receive, shares of our capital stock, without the prior written consent of the initial purchasers.
Over-allotment options .....	The initial purchasers and the Mexican underwriters each have an option from the selling shareholders to purchase up to an aggregate of 16,735,880 additional Shares to cover over-allotments, if any.
Dividends .....	Although we have paid dividends in the past as a Sofol, we are not permitted to pay dividends during our first three fiscal years in operation as a bank. We became authorized to operate as a bank in June 2006. See “Dividends and Dividend Policy” for further information.
Taxation .....	Under current Mexican law, dividends paid to holders who are not residents of Mexico for tax purposes are not subject to any Mexican withholding or other similar tax. See “Taxation” in this offering circular for a discussion of certain U.S. federal and Mexican income tax consequences of holding and disposing of the Shares.
Risk factors .....	See “Risk Factors” and the other information in this offering circular for a discussion of factors you should carefully consider before deciding to invest in the Shares.

### 3. Erfolgsfaktoren des IPO der Compartamos Bank

<p style="text-align: center;"><b>Compartamos Bank</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• gute Erfolgsentwicklung (Profitabilität und Wachstum)</li> <li>• enormes zukünftiges Wachstumspotential</li> <li>• ausgezeichnetes, langfristiges Management</li> <li>• sozialer Mehrwert der Tätigkeit</li> <li>• erhöhtes Einnahmepotential durch Bankenlizenz</li> <li>• grosser Kundenstamm mit hoher Rückzahlungsquote</li> <li>• starke Transparenz schafft Vertrauen bei Investoren (Bestimmungsgewalt)</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>IPO-Prozess</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• hervorragende Unterstützung und Abwicklung durch Credit Suisse, Banamex und Banorte</li> <li>• Erschliessung des mexikanischen Marktes <i>und</i> der internationalen Märkte</li> <li>• wirkungsvolle Präsentationen an Verkaufsveranstaltungen</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Globale Einflussfaktoren</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• hohe Liquidität an den internationalen Kapitalmärkten</li> <li>• Finanzdienstleistungen als attraktiver Sektor für europäische und amerikanische Investoren</li> <li>• Mikrofinanzbranche zieht Interesse der Investoren auf sich (Anerkennung)</li> <li>• Mexiko gilt als lukrativer Anlagemarkt</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Mexikanischer Mikrofinanzmarkt</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• kaum erschlossen</li> <li>• wenig Wettbewerb (im Anfangsstadium)</li> <li>• hohe Ertrags Erwartungen</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Mexikanischer Finanzmarkt</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• gut entwickelter Aktienmarkt</li> <li>• günstiges regulatorisches Umfeld</li> <li>• wenige IPOs in Mexiko (Nachholbedarf)</li> <li>• stabile mexikanische Währung (Peso)</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Mexikanisches Umfeld</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• positive Reaktionen der mexikanischen Bevölkerung auf neuen Präsidenten (Felipe Calderón)</li> <li>• gute Marktkonditionen</li> <li>• tiefe Risikostreuung</li> </ul>

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an ACCIÓN International, Web Conference 27.06.2007

#### 4. Aktionäre zum Zeitpunkt des IPO

Aktionäre	
39,20%	Compartamos A.C.
18,05%	ACCIÓN Gateway Fund
10,57%	IFC
23,66%	<p>Interne Investoren (11 Privatpersonen)</p> <p>4,80% - José Ignacio Ávalos Hernández (Gründer)      Direktor</p> <p>4,85% - Alfredo Humberto Harp Calderoni      Direktor</p> <p>2,89% - Juan José Gutiérrez Chapa      Direktor</p> <p>2,80% - Carlos Labarthe Costas      CEO</p> <p>2,69% - Carlos Antonio Danel Cendoya      Co-CEO</p> <p>2,40% - Luis Fernando Narchi Karam      Stellvertretender Direktor</p> <p>1,41% - Juan Carlos Latayf Yapur (Mitgründer)      Stellvertretender Direktor</p> <p>0,59% - Oscar Iván Mancillas Gabriele      Verantwortlicher der Geschäftsentwicklung</p> <p>0,58% - Juan Carlos Domenzain Arizmendi (Mitgründer)      Stellvertretender Direktor</p> <p>0,36% - Federico Hernández Martínez      IT-Verantwortlicher</p> <p>0,30% - Javier Fernández Cueto González de Cosío      Verantwortlicher der Strategie- &amp; neue Geschäfte</p>
8,52%	<p>Externe Investoren (7 Privatpersonen)</p> <p>Charbel Christian Francisco Harp Calderoni</p> <p>Fausto Enrique Miranda Gutiérrez</p> <p>Alejandro González Zabalegui</p> <p>José Luis Labarthe Hernández</p> <p>Miguel Ávalos y de Mendizábal</p> <p>Pedro Ferndando Landeros Verduga</p> <p>Alejandro Puente Barrón</p>

Quelle: o. V.: *The Implications of Increased Commercialization of the Microfinance Industry: What can we learn from the discussions that followed the Compartamos IP?*, S. 31

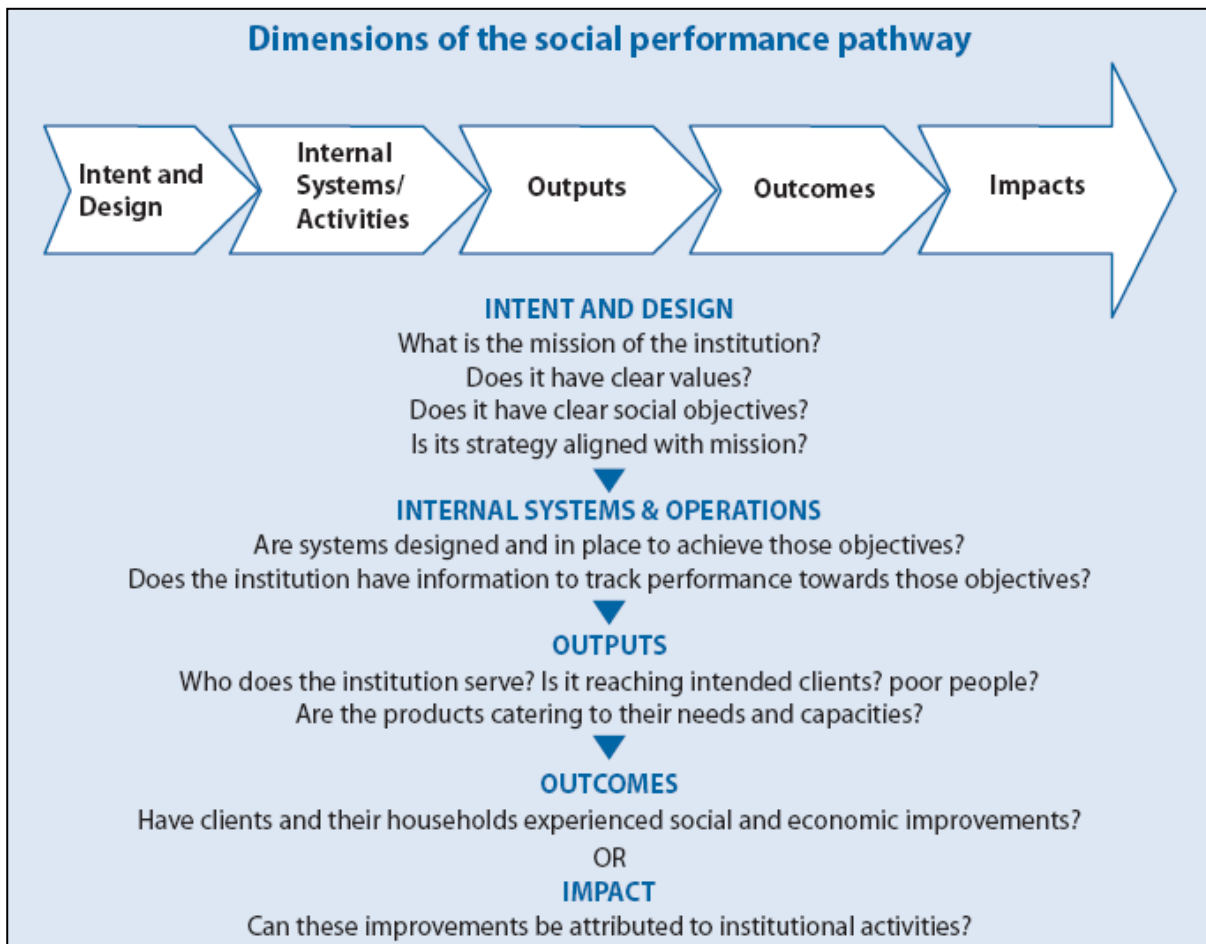
## 5. Einteilung der Compartamos Bank in MBB Peergroups

Group	Categories	Criteria
<b>Age</b>	New	1 to 4 years
	Young	5 to 8 years
	Mature	over 8 years
<b>Charter Type</b>	Bank	ab 2006 (Bankenstatus)
	Credit Union	
	NBFI	vor 2006 (SOFOL)
	NGO	
	Rural Bank	
<b>Financial Intermediation</b>	Non FI	No voluntary savings
	Low FI	Voluntary savings < 20% of total assets
	High FI	Voluntary savings > 20 % of total assets
<b>Lending Methodology</b>	Individual	
	Solidarity Group	
	Individual/Solidarity	
<b>Outreach</b>	Large	Number of Borrowers > 30,000
	Medium	Number of Borrowers ≥ 10,000 and ≤ 30,000
	Small	Number of Borrowers < 10,000
<b>Profit Status</b>	For Profit	Registered as a for profit institution
	Not for Profit	Registered in a non profit status
<b>Region</b>	Africa	Sub-Saharan Africa
	Asia	South & East Asia
	ECA	Europe & Central Asia
	LAC	Latin America & the Caribbean
	MENA	Middle East & North Africa
<b>Scale</b> (Gross Loan Portfolio, in USD)	Large	Africa, Asia, ECA, MENA > 8 million Latin America > 15 million
	Medium	Africa, Asia, ECA, MENA 2 million to 8 million Latin America 4 million to 15 million
	Small	Africa, Asia, ECA, MENA < 2 million Latin America < 4 million
<b>Sustainability</b>	Non FSS	Financial Self-Sufficiency < 100%
	FSS	Financial Self-Sufficiency > 100%
<b>Target Market</b> (*Depth = Average Loan Balance per Borrower/GNI per Capita)	Low end	depth* < 20% OR average loan size < USD150
	Broad	depth* between 20% and 149%
	High end	depth between 150% and 250%
	Small Business	depth over 250%

**Abbreviations:** ECA = Eastern Europe and Central Asia; FI = Financial Intermediary; FSS = Financially Self-Sufficient; LAC = Latin America and the Caribbean; MENA = Middle East and North Africa; NBFI = Non Bank Financial Institution; NGO = Non Governmental Organization

Quelle: o. V.: *MicroBanking Bulletin*, Issue No. 17, <http://www.themix.org/sites/default/files/MBB%2017%20Autumn%202008.pdf>, 2008, S. 34.

## 6. Vorgang zur sozialen Performancemessung (Bewertung der Auswirkungen)



Quelle: o. V.: *MicroBanking Bulletin*, Issue No. 17, <http://www.themix.org/sites/default/files/MBB%2017%20Autumn%202008.pdf>, 2008, S. 13.

## 7. Finanzielle Performance

		Total Anlagevermögen*	Gesamtkapitalrendite, ROA*	Total Eigenkapital*	Eigenkapitalrendite, ROE*	Kostendeckung (OSS)*
NGO	1997	2'925'451	23.49%	2'505'971	29.20%	149.38%
	1998	3'797'417	24.15%	3'410'526	27.44%	143.61%
	1999	6'592'312	41.95%	5'739'689	47.63%	167.26%
SOFOL	2000	13'045'136	51.93%	10'822'878	61.57%	201.05%
	2001	34'404'242	18.38%	11'243'715	39.52%	166.75%
	2002	54'685'261	17.83%	18'342'058	53.68%	176.62%
	2003	86'731'209	18.28%	30'626'305	52.78%	181.56%
	2004	125'140'019	18.26%	49'145'684	48.50%	167.88%
	2005	213'654'621	21.12%	80'481'345	55.19%	169.67%
Bank	2006	296'838'090	22.40%	125'827'500	55.43%	181.15%
	2007	467'865'493	20.02%	209'498'854	45.66%	175.54%
	2008	587'654'286	15.42%	206'437'963	39.14%	165.99%

\* Daten aus MIX Market

\*\* Eigene Berechnung anhand Daten von Banco Compartamos (Jahresberichte)

### Verwendete Formeln:

$$\text{Eigenkapitalrendite (in \%)} = \frac{\text{Betriebsgewinn vor Fremdkapitalzinsen}}{\text{\textcircled{Ø} Eigenkapital}}$$

$$\text{Gesamtkapitalrendite (in \%)} = \frac{\text{Reingewinn}}{\text{\textcircled{Ø} Gesamtkapital}}$$

Betriebliche Kostendeckung (in %)

$$= \frac{\text{Betriebseinnahmen}}{\text{Finanzaufwand} + \text{Rückstellungen für Kreditverluste} + \text{Betriebsaufwand}}$$

## 8. Risiko und Liquidität

		Portfolio at Risk > 30 Tage*	Abschrei- bungsrate*	Risikode- ckungsrate*	Rentierende Kredite***	Notleidende Kredite***	Kreditaus- fallquote***
NGO	1997	1.13%	0.07%	293.14%	n/a	n/a	n/a
	1998	2.43%	1.59%	205.94%	n/a	n/a	n/a
	1999	0.72%	1.10%	631.42%	n/a	n/a	n/a
SOFOL	2000	0.56%	1.18%	464.21%	n/a	n/a	n/a
	2001	1.13%	0.37%	369.73%	n/a	n/a	n/a
	2002	1.11%	0.18%	414.33%	n/a	n/a	n/a
	2003	0.70%	0.31%	570.22%	n/a	n/a	n/a
	2004	0.56%	0.24%	708.66%	100'931'859	91'931	0.37%
	2005	1.24%	0.51%	365.34%	179'727'801	903'155	0.50%
Bank	2006	1.13%	0.57%	360.61%	284'140'357	1'759'096	0.62%
	2007	2.69%	0.51%	150.45%	378'564'225	5'226'002	1.36%
	2008	1.70%	1.55%	165.31%	407'300'325	7'083'484	1.71%

\* Daten aus MIX Market

\*\*\* Daten von Banco Compartamos (Jahresberichte)

### Verwendete Formeln:

Portfolio at Risk > 30 Tage (in %)

$$= \frac{\text{ausstehende Kreditsummen inklusive überfällige Zahlungen (mehr als 30 Tage)}}{\text{Ø Gesamtkreditportfolio}}$$

$$\text{Risikodeckungsrate (in \%)} = \frac{\text{Kreditverlustreserven}}{\text{Portfolio at Risk > 30 Tage}}$$

$$\text{Abschreibungsrate (in \%)} = \frac{\text{Wert der abgeschriebenen Kredite}}{\text{Ø Gesamtkreditportfolio}}$$



## 9. Produktivität und Effizienz

		Total Mitarbeiter*	Anzahl Kunden pro Mitarbeiter**	Betriebsaufwand / Kreditportfolio*	Kosten pro Kunde*
NGO	1997	163	270	60.95%	37.30
	1998	206	262	68.19%	45.30
	1999	236	269	66.07%	65.10
SOFOL	2000	349	290	55.82%	84.10
	2001	494	306	44.86%	101.90
	2002	745	289	33.80%	94.80
	2003	1'012	294	33.36%	97.40
	2004	1'561	266	38.76%	121.40
	2005	2'295	272	37.03%	136.70
Bank	2006	3'203	237	33.46%	141.30
	2007	4'277	266	34.15%	152.30
	2008	5'946	194	32.40%	128.70

\* Daten aus MIX Market

\*\* Eigene Berechnung anhand Daten von Banco Compartamos (Jahresberichte)

### Verwendete Formeln:

$$\text{Produktivität der Mitarbeiter} = \frac{\text{Anzahl aktive Kunden}}{\text{Anzahl Mitarbeiter}}$$

$$\text{Betriebskostensatz (in \%)} = \frac{\text{Betriebskosten}}{\text{Ø Gesamtkreditportfolio}}$$

$$\text{Kosten pro Kunde} = \frac{\text{Betriebskosten}}{\text{Ø Anzahl aktive Kunden}}$$

## 10. Soziale Performance

		Anzahl aktive Kunden*	Anteil weibliche Kunden*	Gesamtkreditportfolio*	Ø Kredit pro Kunde*	Ø Kredit pro Kunde / Bruttonationaleinkommen pro Kopf*
NGO	1997	32'254	99.60%	2'152'621	67	1.79%
	1998	43'401	99.60%	2'870'436	66	1.65%
	1999	48'835	99.60%	6'224'976	127	2.85%
SOFOL	2000	64'141	95.00%	10'804'279	168	3.30%
	2001	92'773	97.90%	24'846'272	268	4.80%
	2002	144'991	98.60%	41'825'251	288	4.81%
	2003	215'267	99.00%	63'378'596	294	4.62%
	2004	309'637	96.10%	101'023'790	326	4.71%
	2005	453'131	98.30%	180'630'956	399	5.46%
Bank	2006	616'528	98.40%	271'098'542	440	5.59%
	2007	838'754	97.90%	377'831'412	450	n/a
	2008	1'155'850	98.20%	414'393'853	359	n/a

\* Daten aus MIX Market

## 11. Zinssätze von mexikanischen Mikrofinanzanbietern im Vergleich

Lender	Interest yield	Year	Source
Compartamos	86%**	2005	MBB database, with permission
<b>MFIs</b>			
FINCA	89 %^***	2005	MIX Market database
FINCOMUN	103%*** (?)	2005	"
Caja Popular	23%***	2005	"
ProMujer	67%***	2005	"
Finsol	81%**	2006	Mexican Banking and Securities Commission (www.cnbv.gob.mx)
Pronegocio	46%**	2006	
<b>Consumer lenders</b>			
Independencia	74%**	2006	Mexican Banking and Securities Commission (www.cnbv.gob.mx)
Familiar	79%**	2006	
<b>Credit cards</b>			
HSBC	75%***	2006	CONDUSEF
Bancomer	59%***	2006	"
Citibank/Banamex	47%***	2006	"
Inbursa	33%***	2006	"
ScotiaBank	27%***	2006	"
<b>Merchant credit</b>			
Grocery stores	30%/month	2002?	Casley, Ruiz Duran, and Soló: The Unbanked in Mexico and the United States (World Bank 2004), p. 41
Chain stores (consumer durables)	15%/month	2002?	
Layaway plans	30%/month	2002?	
<b>Other lenders</b>			
Pawnbrokers	27–200%		Communication from J. Armah, CHF
Credit Unions	11–27%		"
Other informal lenders	–4–48% monthly		"
<p>*Yields reported in the MIX Market database are slightly overstated because they include interest income from investments.  ** These yields are reported net of value-added taxes, so they understate the cost to the borrower by about 13 percent.  ***Credit card rates reported include the effect of all fees.</p>			

Quelle: Rosenberger, R.: *CGAP Reflections on the Compartamos Initial Public Offering: A Case Study on Microfinance Interest Rates and Profits*, in: *FocusNote No. 42*, S. 6.

## 12. Einbettung von Compartamos im Mikrofinanzmarkt

MFI	Land	Aktive Kunden	Gesamtkreditportfolio	Kosten pro Kunde	Ø Kredit pro Kunde	ROA	Rendite am Gesamtportfolio
ALSOL	Mexiko	17'642	351'762	67	195	26,34%	64,60%
CAME	Mexiko	148'733	2'705'778	165	182	16,80%	103,12%
<b>Compartamos</b>	<b>Mexiko</b>	<b>1'155'850</b>	<b>414'533'623</b>	<b>160</b>	<b>359</b>	<b>19,20%</b>	<b>81,91%</b>
Espacios Alternativos	Mexiko	852	106'652	305	125	-29,44%	94,58%
Financiera Independencia	Mexiko	1'085'963	323'488'687	159	298	14,70%	79,22%
FINCA MEXICO	Mexiko	112'858	24'370'839	151	216	2,65%	85,28%
FINCOMUN	Mexiko	58'509	35'709'081	550	610	0,25%	93,89%
FINSOL	Mexiko	301'158	119'759'787	148	n/a	n/a	79,00%
Forjadores	Mexiko	15'845	3'417'764	265	216	-38,98%	100,65%
Pro Mujer Mexico	Mexiko	17'111	3'979'188	146	233	2,34%	78,39%
SOLFI	Mexiko	38'981	8'103'208	244	208	-22,39%	118,19%

Quelle: [http://www.mixmarket.org/mfi/indicators?country\[0\]=Mexico](http://www.mixmarket.org/mfi/indicators?country[0]=Mexico), 20.08.2009 (Abfragedatum)