



ANALYSE DER ANLAGEKLASSE

Mikrofinanz: Kleine Kredite, grosse Stabilität

21.08.2026

KONTAKT

Stefan Beiner
Partner
stefan.beiner@c-alm.ch
+41 71 227 35 35

Philine Weder
Senior Consultant
philine.weder@c-alm.ch
+41 71 227 35 98

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
2	Hintergrund und Funktionsweise.....	3
2.1	Hintergrund und Ursprünge von Mikrofinanz	3
2.2	Prozess der Kreditvergabe	7
2.3	Risiken	10
2.4	Mikrofinanzkrisen	17
3	Analyse der Anlageklasse.....	21
3.1	Performance.....	21
3.2	Ausfälle und Recovery	26
3.3	Krisenverhalten	29
3.4	Portfolio-Effekte	30
4	Fazit.....	33
4.1	Zentrale Ergebnisse: Hintergrund und Funktionsweise.....	33
4.2	Zentrale Ergebnisse: Quantitative Analyse	34
4.3	Fazit: Gesamtbewertung für institutionelle Asset Owner	34
5	Literaturverzeichnis	36
	Anhang.....	40

Management Summary

Mikrofinanz - die Vergabe von Mikrokrediten in Schwellenländern - zählt zu den ältesten und etabliertesten Strategien im Impact Investing. Mit dem über 20-jährigen Track Record des Tameo «Microfinance Private Debt Index (TX-MFD)» liegen fundierte Daten zu Performance, Kreditausfällen und Krisenverhalten vor. Da institutionelle Asset Owner bestrebt sind, ihre Nominalwertanlagen breit zu diversifizieren, ist eine unabhängige Beurteilung von besonderem Interesse. Diese Studie untersucht, ob Mikrofinanz für institutionelle Asset Owner eine sinnvolle Ergänzung im Nominalwert-Bereich darstellt und ob die Anlageklasse eine marktgerechte Rendite¹ erwirtschaftet.

Mikrofinanz hat über die letzten zwei Jahrzehnte **moderate**, aber **stabile Renditen** erzielt, vergleichbar mit Investment-Grade-Fremdwährungsanleihen bei niedriger Volatilität. Die erwarteten Kreditausfälle liegen historisch leicht über Investment-Grade-Anleihen, aber unter Sub-Investment-Grade. Die geschätzte jährliche Ausfallrate deutet auf eine Kreditqualität zwischen BBB und BB hin. Mikrofinanz zeigt zudem **geringe Abhängigkeiten zu kotierten Märkten** und bleibt auch in **Krisen** weitgehend **stabil**, wodurch sie Portfolios effektiv diversifizieren kann. Unter Berücksichtigung der risikoadjustierten Renditen, sowie der erwarteten Kreditausfälle lässt sich die Anlageklasse als **marktkonform** einordnen.

Die **Stabilität** und **Resilienz** der Anlageklasse beruhen massgeblich auf den **strukturellen Eigenschaften des Sektors**. Dazu zählen die historisch gewachsene Verflechtung von Mikrofinanzinstitutionen, Mikrofinanzfonds und Entwicklungsbanken, rigoroses Risikomanagement, standardisierte Kreditvergabeverfahren sowie dynamische Anreizsysteme. Sowohl Mikrofinanzinstitutionen als auch Mikrofinanzfonds setzen ein konsequentes Risikomanagement um: Kredite werden bei Rückzahlungsschwierigkeiten restrukturiert oder refinanziert. Die enge Zusammenarbeit der verschiedenen Akteure trägt dazu bei, dass Ausfälle selbst in Krisenzeiten begrenzt bleiben. Die Covid-19-Pandemie illustriert beispielhaft, wie Kooperation kombiniert mit gezieltem Liquiditätsmanagement dazu beiträgt, Kreditausfälle in Krisenzeiten zu stabilisieren.

Für institutionelle Asset Owner ist Mikrofinanz keine primäre Renditequelle, bietet jedoch einen stabilisierenden Baustein mit Diversifikationseffekten. Langfristig orientierte Investoren können von der Anlageklasse profitieren, sofern die **Form der Umsetzung** sorgfältig im Gesamtkontext der Anlagestrategie bewertet wird. Die ausgeprägte **Heterogenität** von **Mikrofinanzfonds** erfordert zudem eine fundierte Analyse, um die optimale Umsetzung für das individuelle Portfolio sicherzustellen.

¹ Als regulierter Investor sind Schweizer Pensionskassen gemäss BVG Art. 71 i.V.m. BVV2 Art. 50-52 verpflichtet, Anlagen nach den Kriterien Rendite, Sicherheit und Liquidität zu beurteilen. Die Frage, ob Mikrofinanz eine marktgerechte Rendite erwirtschaftet, ist für Pensionskassen daher nicht nur von akademischem Interesse, sondern eine regulatorische Notwendigkeit.

Zusammenfassend zeigt die Studie, dass Mikrofinanz trotz der Vergabe von Krediten an einkommensschwache und krisenanfällige Personen eine **stabile Anlageklasse** darstellt, deren Stabilität auf strukturellen Mechanismen, konsequentem Risikomanagement und langjähriger Erfahrung beruht.

1 Einleitung

Investitionen, die gezielt eine positive soziale oder ökologische Wirkung anstreben, werden dem Impact Investing zugeordnet. Impact Investing wird unter anderem in der Anlageklasse Private Debt umgesetzt (vgl. GIIN 2024a, PAIF 2024). Private Debt bezeichnet dabei ein breites Spektrum an Investitionsstrategien im Bereich der nicht kotierten Kreditvergabe. Eine besonders etablierte - und zugleich eine der ältesten - Strategien innerhalb des Impact Investing ist die Vergabe von Mikrokrediten in Schwellen- und Entwicklungsländern (vgl. CFA UK 2025a). Für Mikrofinanz liegt somit ein über 20-jähriger Track Record vor, der fundierte Aussagen zur Performance, zu Kreditausfällen und zum Verhalten in Krisenphasen ermöglicht. Gleichzeitig verfolgen institutionelle Asset Owner das Ziel, ihre Nominalwertanlagen zu diversifizieren - eine Fragestellung, die insbesondere für Investoren mit einem hohen Anteil festverzinslicher Anlagen von zentraler Bedeutung ist. Mikrofinanz erscheint in diesem Zusammenhang attraktiv, da Asset Manager häufig stabile und wenig korrelierte Renditen in Aussicht stellen. Vor diesem Hintergrund ist eine unabhängige Analyse der Anlageklasse für institutionellen Asset Owner von besonderem Interesse.

Relevanz von Mikrofinanz für institutionelle Asset Owner

Diese Studie hat zum Ziel, unabhängige Research zur Anlageklasse Mikrofinanz beizusteuern. Mit dieser Analyse möchten wir einen Beitrag zur Beurteilung leisten, ob die Vergabe von Mikrokrediten für institutionelle Anleger eine interessante Ergänzung im Nominalwert-Bereich in Bezug auf Rendite, Risiko und Diversifikation darstellt. Wir untersuchen zudem, ob die Anlageklasse eine marktkonforme Rendite erwirtschaftet.

Zielsetzung

Die Kreditvergabe an Kleinunternehmen in Schwellenländer wird typischerweise als «financial first» Impact-Strategie eingeordnet (vgl. CFA UK 2025b). Dabei steht für die Investoren primär die finanzielle Rendite im Vordergrund, während der soziale Nutzen der Anlage - die Wirkungskomponente der Anlage - eine untergeordnete Rolle spielt. Der Fokus der vorliegenden Studie liegt somit auf dem Rendite- und Risiko-Profil von Mikrofinanz-Anlagen sowie deren Diversifikationseigenschaften innerhalb einer «typischen» Anlagestrategie und nicht auf ihrer sozialen Wirkung².

Abgrenzung

In der Studie verwenden wir den Microfinance Private Debt Index (TX-MFD) der von Tameo Impact Fund Solutions berechnet wird. Die Index-Methodik und die Aufnahmekriterien sind im Anhang A1 beschrieben. Der gleichgewichtete Index trackt seit 2004 monatlich die Entwicklung des Nettoinventarwerts (NAV) pro Anteil von Private-Debt-Fonds, die

Datenquelle: Microfinance Private Debt Index (TX-MFD)

² Der kausale Zusammenhang zwischen Mikrofinanzierungen und ihrer Wirkung - insbesondere in Bezug auf Armutsbekämpfung, Beschäftigung und Förderung von Unternehmertum - ist zwar intensiv erforscht, konnte jedoch bislang nicht eindeutig nachgewiesen werden, respektive sind die Effekte sehr heterogen (vgl. Armendáriz und Morduch 2010, Duvendack und Palmer-Jones 2011, Roodman 2012, Angelucci, Karlan und Zinman 2015, Banerjee, Karlan und Zinman 2015, Cai et al., 2025).

in Mikrofinanzinstitute (MFIs) in Schwellenländer investieren. Er dient einerseits Fondsmanagern im Mikrofinanzbereich als Referenzgrösse zur Steuerung und Einordnung ihrer Performance und bietet andererseits institutionellen Asset Ownern einen transparenten Einblick in die Ertragsmuster in Mikrofinanz-Anlagen. Der Index ist in drei Währungen verfügbar: USD, EUR und CHF. Stand 2025 zählt der Index sechs teilnehmende Mikrofinanzfonds (engl. Microfinance Investment Vehicles, MIVs).³ Neben den Performance-Daten hat uns Tameo weitere historische Daten zum Index wie beispielsweise Kosten zur Verfügung gestellt, die wir punktuell in die Studie einfließen lassen.

Die von Tameo bereitgestellten Daten erlauben dieser Studie einen retrospektiven Blick auf die historische Performance des TX-MFD seit seiner Lancierung und den Vergleich mit anderen Anlageklassen im Nominalwertbereich. Aus der Risikoperspektive werden die durchschnittlichen Ausfallraten im Verhältnis zu den historischen Ausfallraten etablierter Ratingagenturen wie Moody's bewertet. Ebenso werden maximale Drawdowns in Krisenzeiten im Vergleich zu anderen Nominalwertklassen untersucht. Schliesslich wird die Beimischung dieser Anlagen betrachtet, wobei Portfolios mit und ohne Mikrofinanz hinsichtlich ihrer Performance verglichen werden.

Fundierte Analyse

Zunächst stellen wir Mikrofinanz als Anlageklasse vor, untersuchen die typischen Merkmale sowie die Funktionsweise und erläutern die Hintergründe (vgl. Kapitel 2). Darauf aufbauend analysieren wir die gängigste Form der Durchführung auf unterschiedliche finanzielle Aspekte (vgl. Kapitel 3). Dabei stützen wir uns auf die von Tameo zur Verfügung gestellten Performance- sowie auf historische Benchmark-Daten. Wir schliessen mit unserer Einschätzung, unter welchen Voraussetzungen sich eine Investition in die Anlageklasse für einen institutionellen Investor lohnt (vgl. Kapitel 4).

Struktur der Studie

³ Der TX-MFD-Benchmark bildet aus unserer Sicht eine aussagekräftige Datengrundlage. Gleichwohl ist nicht auszuschliessen, dass die historische Performance - wie bei Indizes im nicht kotierten Bereich üblich - in gewissem Masse von einem Survivorship Bias beeinflusst ist, da die Indexzusammensetzung über die Zeit Veränderungen unterlag.

2 Hintergrund und Funktionsweise

Die Einschätzung des Marktvolumens im Impact Investing gestaltet sich aufgrund der uneinheitlichen Definitionen als besonders herausfordernd. Gemäss einer Schätzung des Global Impact Investing Network (GIIN) beläuft sich das weltweit in Impact Investing verwaltete Vermögen (AuM) auf rund 1.57 Billionen US-Dollar (vgl. GIIN 2024b). Das GIIN veröffentlicht jährlich Daten zur Vermögensallokation: Rund 14 % davon entfallen auf die Anlageklasse Private Debt (vgl. GIIN 2024a), was einem Volumen von etwa 220⁴ Milliarden US-Dollar entspricht. Im Bereich Mikrofinanz schätzte der *Swiss Microfinance & Impact Investment Report* das globale Fonds-Investitionsvolumen im Jahr 2018 auf rund 17 Milliarden US-Dollar (vgl. Symbiotics & SECO 2019). Im Jahr 2024 stieg dieses Volumen auf etwa 23 Milliarden US-Dollar an (vgl. PAIF 2024). Auf Basis dieser Quellen gehen wir von einem aktuellen Marktvolumen von 20 -25 Mrd. US-Dollar in MIVs aus.

Schätzung Markt-
volumen

Die Vergabe von Mikrokrediten hat mittlerweile eine rund 50 Jahre alte Historie (Mendelson und Rozas, 2024). Einzelne MIVs haben einen über 25 Jahren langen Track Record, der Anlass gibt, diese Anlageklasse in den Fokus der Analyse zu rücken. In diesem Kapitel diskutieren wir die historische Entwicklung der Mikrokreditvergabe als auch deren Herausforderungen, führen die Key Player im Markt ein, untersuchen die wichtigsten Merkmale der Kreditvergabe und analysieren die zu Grunde liegenden Risiken.

Track Record

2.1 Hintergrund und Ursprünge von Mikrofinanz

Ursprünglich als Werkzeug gegen die Armutsbekämpfung konzipiert, hat sich die Vergabe von Mikrokrediten sowohl in Umfang und als auch in der Ausgestaltung zu einem populären Mittel zur Förderung finanzieller Inklusion entwickelt (Cai et al., 2025). Vor rund 20 Jahren erhielt Muhammad Yunus von der Grameen Bank den Friedensnobelpreis nicht nur für seine Idee, Mikrokredite an arme Menschen zu besseren Konditionen zu vergeben, sondern auch dafür, dass er herausfand, wie dies effizient umgesetzt werden kann (Banerjee und Duflo, 2011). Sowohl die historische Entwicklung der Mikrokreditvergabe als auch deren Herausforderungen schauen wir uns im Detail in diesem Kapitel an.

Kapitel im Über-
blick

Kreditvergabe an Menschen mit geringem Einkommen

In Schwellenländern gibt es typischerweise drei Arten von Institutionen, die Kredite an Menschen mit geringem Einkommen vergeben: Banken, Mikrofinanzinstitutionen (MFIs) und informelle, lokale Kreditgeber (engl. Moneylenders). Zu den MFIs kehren wir später zurück. Die herkömmlichen Banken spielen eine untergeordnete Rolle, ihr Anteil an der Kreditvergabe an Menschen mit geringem Einkommen beträgt weniger als 10%. Formelle

Herausforderun-
gen der Kredit-
vergabe

⁴ Annahme, dass die Informationen zur Asset Allokation auf das globale Impact Investing Volumen von 1.57 Billionen US-Dollar extrapoliert werden können.

Banken meiden diese Gruppe, da die Betroffenen häufig keine Kredithistorie vorweisen und keine Sicherheiten (engl. Collateral) hinterlegen können. Folglich verbleiben als Institutionen die informellen, lokalen Kreditgeber, bei denen arme Menschen sehr hohe Zinsen - zwischen 40% und 200% pro Jahr – aufbringen müssen. Die hohen Zinsen widerspiegeln mitunter das Kreditrisiko, die Monopolstellung der informellen Kreditengebern, sowie die Kosten der Kreditvergabe. (Banerjee und Duflo, 2011)

Damit sich die Kreditausfälle in Grenzen halten, ist die Beziehung zwischen Kreditgeber und -nehmer entscheidend. Die operativen Kosten sind für den Kreditgeber grundsätzlich sowohl vor als auch nach der Vergabe hoch, beispielsweise für die Analyse der Kreditwürdigkeit oder die Eintreibung der Zinsen und Kreditrückzahlungen. Eine starke Beziehung reduziert diese Kosten. Allerdings ist der Aufbau und die Pflege einer solchen ebenfalls zeitaufwändig und dieser Aufwand muss über die Zinsen getragen werden. Es ist deshalb nicht überraschend, dass Menschen mit tiefem Einkommen häufig von Familie, Freunden und Nachbarn Kredite erhalten, da die Informationsbeschaffung geringer ist. Auch ist so nachvollziehbar, warum der Wettbewerb bei der Kreditvergabe nicht spielt. Sobald ein Kreditgeber die Kreditwürdigkeit eines Kunden geprüft hat und eine Beziehung besteht, sind die Opportunitätskosten eines Wechsels für die Kreditnehmerin hoch. Zudem wirft der Wechsel eines bestehenden Kunden bei einem neuen Kreditgeber oft Fragen auf: Warum wechselt der Kunde? Gibt es Umstände zu verbergen? Dieses erhöhte Misstrauen führt nicht selten zu höheren Zinsen. (Banerjee und Duflo, 2011)

Monopolstellung
der informellen lo-
kalen Kreditgeber

Ökonomisch ist dies ein interessanter Ausgangspunkt für eine Institution, die in diesen Markt eintritt und etwas tiefere Zinsen verlangt, etwas weniger Profit mit der Kreditvergabe macht und so einen grossen Anteil der Nachfrage abschöpfen kann. Dies haben verschiedene Staaten (u.a. Indien) versucht und in den 1960-Jahren öffentliche Kreditprogramme lanciert. Diese Projekte waren jedoch nicht erfolgreich; die Kreditausfallraten waren sehr hoch (bis zu 40% in den 1980er Jahren) und die Programme wurden oft von Politikern zur Wahlpolitik missbraucht. (Cole, 2009; Banerjee und Duflo, 2011)

Engagement der
Politik

MFIs weisen viele Parallelen zu den lokalen informellen Kreditgebern auf, zumal auch MFIs eine sehr enge Beziehung zu ihren Kreditnehmerinnen führen. MFIs heben sich jedoch mit einigen Innovationen von lokalen informellen Kreditgebern ab. So vergeben sie traditionell ihren Kreditnehmerinnen vor allem Gruppenkredite mit gegenseitiger Haftung. Dabei führt der soziale Druck sowohl innerhalb der Gruppe als auch innerhalb des sozialen Netzwerks (z.B. im Dorf) zu einer hohen Rückzahlungsquote der Kredite. Die Rückzahlung wird dadurch erleichtert, dass die Kredite standardisiert sind, die ersten Rückzahlungen schon wenige Wochen nach der Vergabe fällig werden und die Rückzahlungen wöchentlich erfolgen. Die Rückzahlung erfolgt innerhalb der Gruppe und der Kreditgeber zählt lediglich den fälligen Betrag, was die administrativen Kosten reduziert. Das Risiko, vergebene Kredite nicht zurückzuerhalten, wird dadurch verringert, dass die Vergabe an neue Kunden zunächst in kleinen Beträgen erfolgt und bei Ausfällen künftige Kreditvergaben verweigert werden. (Banerjee und Duflo, 2011)

Innovationen der
MFIs

Abgesehen von der ausserhalb von politischen Missbrauchsfällen geringen Ausfallrate solcher Kredite spiegeln sich diese Innovationen von MFIs gegenüber lokalen informellen Kreditgebern auch in einem tieferen Zinsniveau wider, wobei dieses je nach Region – die Löhne der Kreditverarbeiter sind in einigen Ländern höher – leicht variiert. Typischerweise rechnet man mit 25% - 30% pro Jahr, was deutlich unter dem liegt, was die herkömmlichen lokalen informellen Kreditgeber verlangen (IFC, 2020). (Banerjee und Duflo, 2011)

Senkung des Zinsniveaus

Mikrofinanzinstitutionen: Von NPOs zu kommerziellen Banken

Viele MFIs waren ursprünglich als Non-Profit-Organisationen (NPOs) organisiert und verfolgten primär das soziale Ziel, die finanzielle Inklusion von armen Menschen zu fördern, um damit die Armut zu lindern. Die ersten Investitionen in MFIs wurden von privaten Geldgebern und Entwicklungsbanken (engl. Development Finance Institutions, DFIs) getätigt. Die Zinsen waren tief und die Kredite oft durch Spenden oder Nullzinsdarlehen finanziert. Auch bei den ersten MIVs, die häufig von DFIs finanziert wurden, stand die soziale Wirkung im Vordergrund, während positive finanzielle Renditen eher nachgeordnet waren. Der Druck seitens der Investoren, finanziell rentabel zu agieren, war gering. (Goodman, 2006)

Ursprünge in NPO-Strukturen

Da wir unseren Fokus auf die finanziellen Aspekte der Anlageklasse legen, konzentrieren wir uns auf den Bereich der MIVs und MFIs mit kommerziellen Zielsetzungen, sogenannte «financial first»-MIVs, die in kommerzielle MFIs investieren.

Seit diesen ersten Initiativen fand bei einem Teil der MFIs eine Kommerzialisierung statt, was eine Skalierung der Mikrokreditvergabe ermöglichte. MFIs auf der Suche nach Skalierungsmöglichkeiten kamen zum Schluss, dass finanziell nachhaltige Kreditvergabe und eine Gewinnmarge das Fundament ihrer Vergabepaxis bilden müssen. MIVs mit einem dualen Ziel (Rendite und Wirkung, aber «financial first») investierten in der Folge in jene MFIs, die kommerziell und finanziell erfolgreich waren. Die frühen kommerziellen Erfolge von MFIs lockten weitere Geldgeber auf der Suche nach einer finanziellen Rendite an. Der erste kommerzielle MIV mit dualer, aber «financial first»-Zielvorgabe in der Schweiz entstand 1998 unter dem Namen BlueOrchard⁵ (Gerbl, 2019). Fünf Jahre später lancierte der Schweizer Impact Investor responsAbility sein eigenes MIV. Mit der Kommerzialisierung und Standardisierung wandelten sich die MFIs vermehrt von NPOs zu kommerziellen Einrichtungen, einige sogar zu Banken. Das Ziel dieser MFIs war dabei immer, so viele Kundinnen und Kunden zu gewinnen wie nur möglich. Zunehmend wurde auch institutionelles Geld mobilisiert und in MIVs investiert. (Goodman, 2006)

Kommerzialisierung und Skalierung

⁵ Heute ist der Fonds als BlueOrchard Microfinance Fund für qualifizierte Anleger bekannt (Gerbl, 2019).

Koexistenz und Kooperation von MFIs, MIVs und DFIs

Obwohl kommerzielle MFIs finanziell unabhängiger geworden sind, ist das Engagement der DFIs und ihre enge Zusammenarbeit mit dem MFI-Sektor noch immer von besonderer Bedeutung. Entsprechend engagieren sich DFIs seit Jahren durch Kreditvergaben und Eigenkapitalbeteiligungen, um dessen Wachstum zu fördern, entwicklungspolitische Wirkung zu erzielen und den Sektor zu stabilisieren (CGAP, 2021a; O'Donohoe & Littlefield, 2009; World Bank Group, 2021). Auch heute investieren kommerzielle MIVs und DFIs mitunter in dieselben MFIs. Das Engagement von DFIs kann dabei wesentlich zur institutionellen Stabilität der MFIs beitragen: Sie verfolgen neben finanziellen Zielen auch entwicklungspolitische Mandate, stellen daher häufig langfristiges, geduldiges Kapital bereit und bringen zugleich hohe Governance-Standards sowie ein professionelles Risikomanagement ein. Dies sind Faktoren, die das Vertrauen in die MFIs zusätzlich stärken.

DFIs sind Teil des Gefüges

Als Beispiel dient die Kashf Foundation, eine der ersten MFI in Pakistan. Im Jahr 2020 erhielt die Kashf Foundation ein langfristiges Darlehen von 10 Mio. USD von Finnfund⁶ (Finnfund, 2024a). Die Kashf Foundation gehört auch zum Portfolio des MIVs Enabling Qapital⁷ (Enabling Qapital, n.d.). Ein weiteres Beispiel ist die Credo Bank in Georgien, die sowohl ein Darlehen vom BlueOrchard Microfinance Fund (BOMF) erhalten hat (Credo Bank, 2023a) als auch durch die DFI Proparco⁸ als Aktionärin gestärkt wird (Credo Bank, 2023b). Die Koexistenz von kommerziellem und entwicklungsorientiertem Kapital kann einerseits stabilisierende Effekte auf den Sektor haben, andererseits könnten die Zinsen für einen Investor wahrscheinlich noch etwas höher sein, wären die DFIs mit ihren dualen Mandaten nicht mit von der Partie⁹.

Beispiele Kashf Foundation und Credo Bank

Die Mikrokreditvergabe entstand als Instrument zur Armutsbekämpfung und entwickelte sich zu einem zentralen Baustein finanzieller Inklusion. Während formelle Banken Menschen mit geringem Einkommen kaum bedienen, prägten informelle Kreditgeber mit hohen Zinsen den Markt. MFIs setzten hier an, indem sie u.a. durch enge Betreuung und standardisierte Prozesse Rückzahlungen sicherten und Zinsen senkten. Aus anfänglich NPO-Strukturen entwickelte sich ein zunehmend kommerzieller Sektor, finanziert und unterstützt durch MIVs und DFIs.

Fazit

⁶ Finnfund ist eine finnische Entwicklungsfinanzinstitution und mehrheitlich vom finnischen Staat (~97%) finanziert. Finnfund ist seit 2022 auch Eigenkapitalbesitzer am usbekischen MFI OASIS Credit (Finnfund, 2024b).

⁷ Enabling Qapital mit dem EMF Microfinance Fund ist ein Schweizer Impact Investor und operiert seit 2020 aus Zürich.

⁸ Proparco ist die Tochter der französischen Entwicklungsagentur AFD und unterstützt vor allem Unternehmen und Finanzinstitutionen in Schwellenländern, um inklusives und nachhaltiges Wachstum zu fördern.

⁹ In gewissen Märkten ist es für MIVs schwierig mit den DFIs zu konkurrieren, da MFIs von den DFIs deutlich attraktivere Konditionen erhalten als von den MIVs.

2.2 Prozess der Kreditvergabe

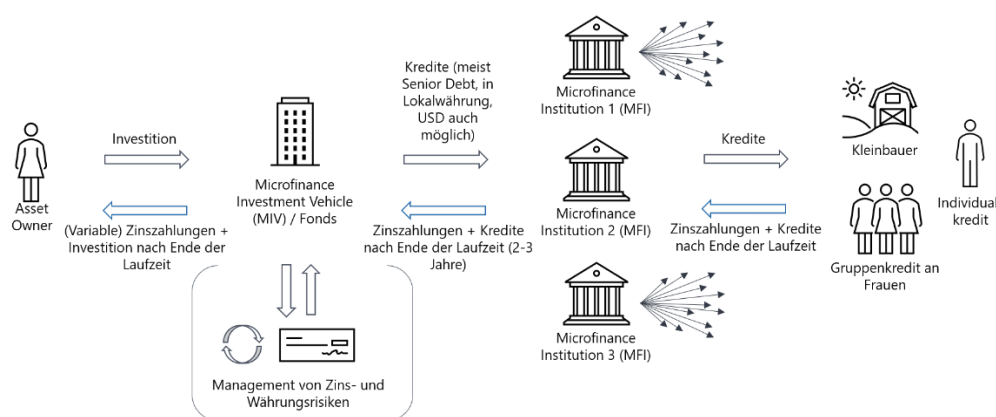
In diesem Kapitel diskutieren wir wie sowohl MIFs als auch MIVs ihre Kreditvergaben gestalten, sodass das zugrundeliegende Kreditrisiko diversifiziert ist und die Kreditausfälle minimiert werden. Bei der Kreditvergabe der MIVs weisen wir zudem auf Unterschiede in der Umsetzung hin.

Kapitel im Überblick

Die Vergabe von Mikrokrediten erfolgt in einem zweistufigen Prozess: Zunächst stellt ein MIV einer MFI einen Kredit zur Verfügung, den diese anschliessend in viele kleine Mikrokredite aufteilt und an ihren Endkundinnen und -kunden vergibt. Die nachfolgende Abbildung 1 zeigt diesen Prozess schematisch auf.

Zweistufige Kreditvergabe

Abbildung 1: Vereinfachte Skizze der Kreditvergabe



Quelle: Eigene Darstellung

Mikrofinanzinvestitionen in der Schweiz erfolgen typischerweise über ein Fondsvermögen eines MIVs. Rund 90% der Investitionen werden als Kredite an die MIFs vergeben. Das restliche Vermögen des Fonds wird typischerweise in liquide Instrumente (Geldmarkt oder Obligationen) investiert. Ein MIV vergibt Kredite an rund 150 MFIs. Da es sich um Impact Investitionen handeln, wählen die MIV u.a. Länder und Regionen, in denen die finanzielle Inklusion noch immer ein Problem ist. Diese Portfolio-MFIs werden vorsichtig ausgewählt und es existieren teils mehrjährige Vergabebeziehungen. Ziel der gestreuten Kreditvergabe ist die Diversifikation über Schuldner, Sektoren und Geografien zur Reduktion idiosynkratischer (z.B. Governance-Risiken) und exogener Risiken (z.B. Naturkatastrophen). MIFs steuern diese Diversifikation auf Portfolioebene durch sektorale Obergrenzen, etwa indem der Anteil von Krediten an den Landwirtschaftssektor begrenzt wird, um beispielsweise Ausfälle infolge von Naturkatastrophen zu mindern. Die MIVs unterziehen die MFIs einem Due-Diligence-Prozess, wobei beispielsweise genügend Kapitalpuffer zu den Voraussetzungen für eine Vergabe von Krediten an MFIs ist. Die Rückzahlungen erfolgen gemäss einem festgelegten Amortisationsplan, wobei die Laufzeiten typischerweise zwischen zwei bis drei Jahre liegen. Die Zinsen werden in der Regel halbjährlich beglichen. Je nach konkreter Ausgestaltung können einzelne Merkmale variieren. Auf diese Unterschiede gehen wir im nächsten Abschnitt näher ein.

Kreditvergabe: MIV → MIF

Die Eigenschaften von MIVs unterscheiden sich je nach Umsetzung und Produktgestaltung erheblich. Ein zentrales Merkmal ist die Währung der Kreditvergabe: Kredite an MFIs können entweder in der lokalen Währung der MFI oder in USD erfolgen. Üblicherweise erfolgt ein hoher Anteil in USD (PAIF 2024). Manche MIVs sichern das offene Fremdwährungsrisiko vollständig gegenüber dem USD ab, während andere es bewusst offenlassen. Ein weiteres wichtiges Merkmal ist die Zinsstruktur: Etwa 60 % der Kredite werden zu fixen Zinssätzen vergeben, der Rest variabel verzinst (PAIF 2024). Einige Produkte sichern die fix verzinsten Kredite zusätzlich gegen Zinsänderungsrisiken ab, um eine Wertverminderung bei steigenden Zinsen zu verhindern. Darüber hinaus unterscheiden sich MIVs hinsichtlich der Kreditart: Ein Grossteil der Kredite wird als Senior Debt vergeben, ein Teil als Subordinated Debt. Die genaue Zusammensetzung hängt von der jeweiligen Umsetzung ab und beeinflusst das Risiko-Rendite-Profil des MIVs. Schliesslich spielt die Grösse der MFIs eine Rolle. MFIs werden in unterschiedliche Tiers eingeteilt: Tier 1 umfasst die Blue-Chip-Institute mit einem Bilanzvolumen von rund 150 Mio. USD Bilanzsumme, Tier 2 MFIs mit einer Bilanzsumme zwischen 50 und 150 Mio. USD, und Tier 3 die kleinsten Institute mit bis zu 50 Mio. USD Bilanzsumme¹⁰. Je nach Strategie investieren MIVs stärker in grössere, etablierte MFIs oder in kleinere, wachstumsstarke MFIs, mit entsprechendem Rendite-Risiko-Profil. Je nach MIV unterscheiden sich die Strategien deutlich. Diese Vielfalt ermöglicht es, unterschiedliche Risiko- und Renditeprofile abzubilden. Letztlich obliegt es dem institutionellen Asset Owner, zu beurteilen, welche Umsetzungsart in den Gesamtkontext der Anlagestrategie passt.

Side Note: Umsetzung

Die MFI vergeben Mikrokredite an Individuen, Gruppen von Individuen oder Unternehmen. Mikrokredite richten sich zwar häufig an Kleinstunternehmer, finden jedoch ebenso breite Anwendung im privaten Bereich, zum Beispiel um Konsumschwankungen auszugleichen oder laufende Haushaltskosten zu decken (Cai et al., 2025). Es kann auch vorkommen, dass für einen Kredit eine Sicherheit in Form eines Fahrzeugs oder Hauses hinterlegt wird (engl. Collateral). Die Hinterlegung von Sicherheiten ist aber eher selten oder nur bei grossen Krediten an Unternehmen üblich.

Kreditvergabe: MFI
→ Endkunde

Im ursprünglichen, klassischen Mikrofinanzmodell werden Kredite häufig in Gruppen vergeben, wobei die Mitglieder gemeinsam haften. Gruppenkredite können die Risiken der Adversen Selektion¹¹ mindern, weil die soziale Kontrolle innerhalb der Gruppe die Wahr-

Gruppenkredite
und -haftung

¹⁰ Die Grössenordnungen von MFIs sind nicht standardisiert. So gibt es auch Methodologien, die die Grenzen zwischen den Tiers wie folgt festlegen: Tier 1 > 175 Mio. USD Bilanzsumme, Tier 2 > 75 Mio. USD Bilanzsumme, Tier 3 < 75 Mio. USD Bilanzsumme.

¹¹ Adverse Selektion kann bei Mikrofinanz auftreten, wenn Kredite an weniger kreditwürdige Personen vergeben werden, weil die MFIs die Rückzahlungsfähigkeit der Kreditnehmer nicht vollständig und abschliessend einschätzen können. Dies kann die Ausfallquote erhöhen.

scheinlichkeit erhöht, dass Kredite zuverlässig zurückgezahlt werden. Gleichzeitig adressiert das System Moral Hazard¹²: Intuitiv würde man erwarten, dass genau bei Gruppenkrediten Moral Hazard in Form von Free-Riding auftritt. Tatsächlich wird dies jedoch durch soziale Kontrolle, Peer-Monitoring und Gruppendruck reduziert, ohne vollständig beseitigt zu werden. Studien zeigen, dass Gruppenkredite insbesondere risikoscheue Kreditnehmer motivieren, Kredite aufzunehmen, da das Risiko geteilt wird. Die Effekte hängen jedoch stark vom Kontext ab. Obwohl Gruppenkredite heute nicht mehr dieselbe Bedeutung haben wie früher, werden sie von MFIs weiterhin eingesetzt. Auch ohne gemeinsame Haftung können soziale Mechanismen wie öffentliche Rückzahlungen oder regelmässige Zins- und Kreditrückzahlungen die Kreditausfälle mindern. (Cai et al., 2025)

Viele MFIs haben die Gruppenhaftung reduziert, behalten aber oft Merkmale des Gruppenkredits bei, die soziale und ökonomische Anreize nutzen, um Zins- und Rückzahlungen zu maximieren. Ein besonders wirksames Element sind dynamische Anreize: Kreditnehmer erhalten zunächst kleine Kredite und der Zugang zu grösseren Krediten oder besseren Konditionen hängt von der pünktlichen Zins- und Kreditrückzahlung ab. Kreditnehmer, die ihre Raten nicht fristgerecht zurückzahlen, erhalten keinen Zugang zu zukünftigen Krediten. Dynamische Anreize reduzieren Adverse Selektion, weil nur Kreditnehmer, die zuverlässig zurückzahlen, Zugang zu grösseren Krediten erhalten. Gleichzeitig mindern sie Moral Hazard, da Kreditnehmer motiviert sind, die Mittel für den vorgesehenen Zweck zu nutzen und die Rückzahlung nicht auf andere zu verschieben. Randomized Control Trials in Peru, Malawi und Südafrika haben gezeigt, dass diese Anreize besonders wirksam sind, um Ausfälle zu senken – insbesondere bei Kreditnehmern mit hohem Ausfallrisiko. Insgesamt ermöglichen dynamische Anreize, dass Kreditausfälle auch ohne Gruppenhaftung tief bleiben. (Cai et al., 2025)

Dynamische Anreize

Ein weiteres typisches Merkmal klassischer Mikrofinanzkredite ist die hohe Rückzahlungsfrequenz, oft wöchentlich oder alle zwei Wochen. Mikrofinanzinstitute begründen dies traditionell damit, dass kurze, regelmässige Rückzahlungen die finanzielle Disziplin der Kreditnehmer fördern, frühzeitig auf Zahlungsprobleme hinweisen und es erlauben, kleinere Beträge aufzubringen, ohne grössere Bargeldsummen zu Hause ansparen zu müssen. Die empirische Evidenz relativiert diese Begründung jedoch: Eine Umstellung von wöchentlichen auf monatliche Raten erhöhte die Ausfälle nicht, während MFIs durch die tiefere Frequenz erheblich Transaktionskosten einsparen könnten. Die hohe Rückzahlungsfrequenz scheint somit für die Ausfallrisiken weniger entscheidend zu sein als lange angenommen. Davon zu unterscheiden ist die Frage der Flexibilität des Rückzahlungsplans: Während starre Strukturen insbesondere unerfahrenen Kreditnehmern helfen kön-

Frequenz der Rückzahlungen

¹² Moral Hazard beschreibt die Gefahr, dass Kreditnehmer nach Erhalt des Kredits risikoreicher handeln oder die Rückzahlung vernachlässigen, da sie wissen, dass andere Gruppenmitglieder oder die Institution das Risiko tragen. Auch dies kann zu höheren Ausfällen führen.

nen, Disziplin zu wahren, zeigen mehrere Studien, dass flexible Elemente wie Rückzahlungsaufschübe bei erfahreneren Kreditnehmern die Geschäftsergebnisse verbessern können – teils allerdings auf Kosten höherer Ausfallraten. (Cai et al., 2025)

Mikrofinanzinvestitionen folgen einem zweistufigen Ansatz: MIVs vergeben Kredite an über 100 MFIs, die diese in Mikrokredite für Endkundinnen und -kunden umwandeln. Rund 90 % des Fondsvermögens fließen in solche Kredite, der Rest in liquide Nominalwertanlagen. Durch breite Diversifikation und sorgfältige Due Diligence sollen Risiken wie Governance-Probleme auf Stufe der MFI oder Naturkatastrophen reduziert werden. MFIs nutzen soziale Mechanismen, dynamische Anreize und regelmässige Zins- und Rückzahlungsintervalle, um Ausfälle zu begrenzen. Die Analyse zeigt, dass sowohl die Prozesse auf Ebene der MIVs als auch auf Ebene der MFIs so aufgebaut und optimiert sind, dass die Kreditrisiken minimiert werden. Unterschiede zwischen MIVs entstehen durch Währung, Zinsstruktur, Kreditart und die Grösse der finanzierten MFIs.

Fazit

2.3 Risiken

In diesem Kapitel diskutieren wir das Kreditrisiko, das sich bei einer Investition in Mikrofinanzanlagen manifestieren kann. Wir beginnen mit grundlegenden Überlegungen zum Kreditrisiko. Zudem werden wir die Risikokaskade im Fall eines Kreditausfalls diskutieren und wie Kreditausfälle sowohl von MFIs als auch von MIVs gemanagt werden. Auch werden wir in diesem Kapitel darstellen, wie sich vergangene Krisen und Mikrofinanzschocks auf die institutionellen Asset Owner ausgewirkt haben, sodass ein gewisses Gefühl für die zugrunde liegenden Risiken entwickelt werden kann. Dies scheint uns angebracht, da eine systematische Einschätzung von politischen Risiken, Wetterphänomenen, nationalen und internationalen Konflikten – nicht nur bei Anlagen in Schwellenländer – notorisch schwierig einschätzbar und prognostizierbar sind.

Kapitel im Überblick

Fundamentales Risiko: Kreditrisiko

Ein Nominalwert berechtigt zum Erhalt zukünftiger Zinszahlungen und zur Rückzahlung des Nennwerts (dem sogenannten «Nominal») bei Fälligkeit. Der Investor tritt dabei im Normalfall in der Rolle des Fremdkapitalgebers auf. Eine Investition in einen Nominalwert bedeutet eine Analyse der zu Grunde liegenden Kredit-, Zins- und Währungsrisiken. Der Kredit verliert seinen Wert, wenn die vergebenen Kredite nicht zurückgezahlt werden und es schliesslich zu Abschreibungen (engl. Write-Off) kommt, welche sich negativ auf den Nettoinventarwert (NAV) des MIVs auswirken können. Dieses fundamentale Kreditrisiko

wollen wir in den Fokus der Diskussion stellen. Es ist auch dieses Kreditrisiko, das unabhängig von der Umsetzung allen Kreditvergaben im Mikrofinanzbereich zu Grunde liegt.¹³

Das Kreditrisiko manifestiert sich bei Nominalwerten in der Unsicherheit der zukünftigen Cashflows (Zins- als auch Rückzahlung des Nominals). Je höher der Kreditgeber dieses Risiko vor der Investition ex-ante einschätzt, desto höher will er vom Schuldner in Form eines höheren Zinses für dieses Risiko kompensiert werden. Wie in den vorangehenden Kapiteln diskutiert, widerspiegelt ein hoher Zins gegenüber den Endkunden nicht nur das zugrundeliegende Kreditrisiko, sondern auch die operativen Kosten, die Zins- und Kreditrückzahlungen zu monitoren und zu organisieren, sowie die Bildung von Rückstellungen und Provisionen für erwartete Kreditausfälle auf Ebene der MFI und MIV.

Kreditrisiken

In liquiden Märkten werden Kreditrisiken von börsenkotierten Bonds mit standardisierten Ratings eingeschätzt, welche im Mikrofinanzsektor u.a. wegen der Natur von Privatmarktanlagen fehlen. MFIs wie auch MIVs verwenden ihre eigenen Methodologien, um Kreditrisiken ex-ante einzuschätzen und sind daher weniger standardisiert, respektive institutionsspezifisch. Ein für die Investorin ex-ante transparentes Kredit-Rating ist nicht zugänglich. Es bleibt lediglich der historische Track Record, der Aufschluss über die Ausfälle ex-post gibt. Die empirische Analyse dieses Risikos werden wir im Analyse-Kapitel durchführen (vgl. Kapitel 3).

Fehlende standardisierte und unabhängige Ratings

Risikokaskade im Fall von Kreditausfällen

MFIs tragen das Risiko des Kreditbuchs gegenüber den Kreditnehmern und bilden Rückstellungen, um erwartete Ausfälle aus der Mikrokreditvergabe abzufedern. Das Kreditbuch ist der mit Abstand grösste Vermögenswert von MFIs. Die Qualität dieses Kreditbuches ist daher von hoher Wichtigkeit. (von Stauffenberg et al., 2003)

Verschiedene Risikoebenen

¹³ Wie bereits erwähnt, unterscheiden sich die zugrundeliegenden Risiken in Abhängigkeit der Umsetzung (des eingesetzten Produktes). Einige Produkte sichern sowohl das Fremdwährungs- als auch das Zinsrisiko zu 100% ab. Die Währungsrisiken gehören zu allen Investitionen im Ausland. In unserer Beratungstätigkeit folgen wir grundsätzlich der weitverbreiteten Usanz, dass Nominalwerte in Industrieländerwährungen aus operativen als auch strategischen Gründen zu 100% abgesichert werden sollen. Die im TX-MFD Index geführten Produkte sind alle ggü. dem USD, respektive dem CHF währungsgesichert. Es gibt aber auch MIVs, die die Währungsrisiken nicht absichern. Die Vergabe von Krediten in Lokalwährung kann interessante Diversifikationseffekte für eine Investorin herbeiführen. Welche Risiken der institutionelle Asset Owner schliesslich mit einer Investition in Mikrofinanzanlagen eingehen will oder welche aus ihrer Perspektive langfristig genügend entschädigt werden, soll im Gesamtkontext der Anlagestrategie begutachtet werden.

Sowohl MFIs als auch MIVs verwenden Instrumente wie Restrukturierungen¹⁴, Refinanzierungen¹⁵ und Rückstellungen (engl. Loan Loss Reserves)¹⁶ um das Kreditrisiko zu managen. Provisionen (engl. Loan Loss Provisions) erhöhen und Abschreibungen (engl. Write-Offs) reduzieren die vorhandenen Rückstellungen der MFIs. Bei MIVs werden die Provisionen und Abschreibungen direkt gegenüber dem NAV erfolgswirksam verbucht. Ein Write-Off ist ein buchhalterischer Vorgang, der dazu dient, nicht realisierbare Kredite aus der Bilanz zu entfernen, wobei eine verspätete Rückzahlung des Kreditnehmers noch immer möglich ist. Wann ein Kredit abgeschrieben wird, ist MFI, respektive MIV spezifisch. (Symbiotics, 2018)

Die Rückstellungen, respektive die Provisionen und Abschreibungen erfüllen sowohl für MFIs als auch MIVs dieselbe Funktion, adressieren jedoch unterschiedliche Ebenen in der Risikokette.

Write-Offs stellen einen Bestandteil des Kreditzyklus dar und werden bei einem überschaubaren Kreditausfall durch Rückstellungen absorbiert (vgl. Abbildung 2). Selbst wenn die Rückstellungen der MFI nicht ausreichen, werden Write-Offs nicht 1:1 an eine einzelne MIV weitergegeben, da die Finanzierung der MFIs typischerweise auf mehrere MIVs verteilt ist. Die Bildung der Rückstellungen kostet. Die Kosten müssen über die Einnahmen (Brutto-Portfolio-Yield) finanziert werden und signalisieren die dem Kreditbuch zufolge erwartenden Kreditausfälle.

Ebene MFI

Während der durchschnittliche Anteil von Eigenkapital am Gesamtvermögen bei kommerziellen Banken etwa 5% beträgt, liegt dieser Wert für MFIs dagegen bei rund 20% (Rodríguez Monroy und Huerga, 2010). Da MFIs im Vergleich zu kommerziellen Banken oft ein höheres Kreditrisiko tragen und viele ihrer Kredite ohne Sicherheiten vergeben werden, stellt eine solide Eigenkapitalquote einen besonders wichtigen Kapitalpuffer dar.

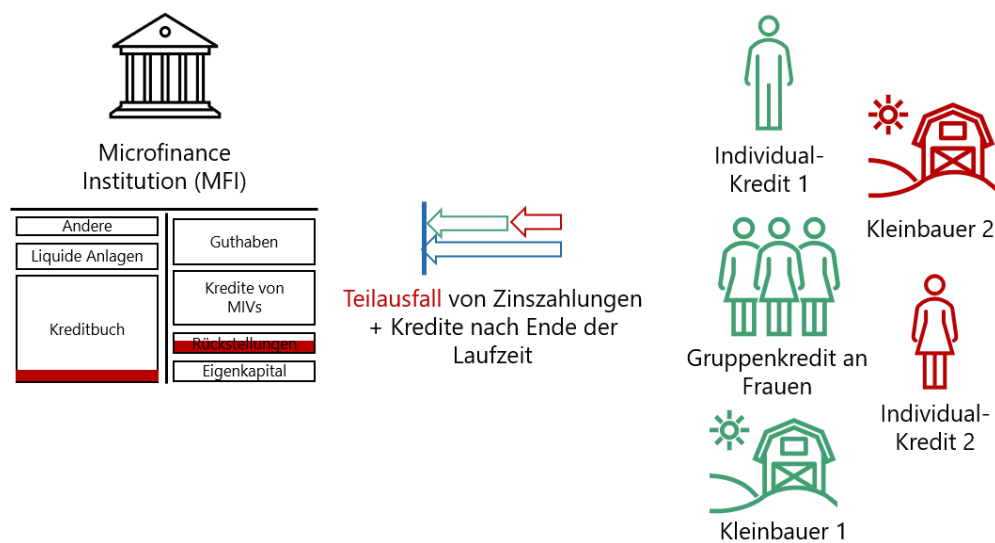
Eigenkapital

¹⁴ Bei der Kreditrestrukturierung wird die Laufzeit des Kreditvertrags verlängert, sodass die Raten pro Rückzahlung fallen und so die Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung steigt. Die Zinsrate bleibt typischerweise gleich hoch, da es sich um denselben Kredit handelt. (von Stauffenberg et al., 2003)

¹⁵ Bei der Kreditrefinanzierung wird der ursprüngliche, nicht zurückgezahlte Kredit neu strukturiert und in einen neuen Kredit verpackt. Die Zinsrate ändert sich entsprechend, da es sich um einen neuen Kredit handelt. (von Stauffenberg et al., 2003)

¹⁶ Kommerzielle MFIs funktionieren typischerweise wie Banken und weisen Rückstellungen für Kreditausfälle als eigene Bilanzposition auf der Passivseite aus. MIVs hingegen folgen meist fondsüblichen Accounting-Prinzipien, bei denen Kreditrisiken primär über Bewertungsanpassungen der Investment-Assets und nicht über separate Rückstellungen in der Bilanz dargestellt werden.

Abbildung 2: Vereinfachte Risikokaskade bei einem überschaubaren Kreditausfall



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 2 stellt einen überschaubaren Kreditausfall dar. Bei Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers versucht die MFI zunächst den Kredit zu restrukturieren oder zu refinanzieren. Sind diese Massnahmen erfolglos, wird der Kredit abgeschrieben. Solange der daraus resultierende Verlust den Bestand der vorhandenen Rückstellungen nicht übersteigt, wird er vollständig durch diese absorbiert. Kreditrückzahlungen an die MIVs sind davon nicht betroffen.

Die Wirkungsmechanismen auf Ebene der MIVs sind ähnlich wie bei den MFIs. Auch die MIVs managen Kreditausfälle, indem sie von Restrukturierungen und Refinanzierungen Gebrauch machen. Für eine Investorin in einem MIV setzt sich die Rendite aus zwei Komponenten zusammen: der Ertragsrendite und der Bewertungs- bzw. der Preisrendite. Bei MIVs wird die Rendite überwiegend über die laufenden Erträge erzielt. Abbildung 3 zeigt eine mögliche und approximative Herleitung einer (fundamentale) Rendite aus Sicht des institutionellen Asset Owners. Die Ertragsrendite ergibt sich aus dem Brutto-Portfolio-Yield, also den Zinseinnahmen, die das MIV aus der Kreditvergabe an MFIs erzielt. Der Netto-Portfolio-Yield korrigiert diesen Brutto-Ertrag um die laufenden Kosten¹⁷ sowie um die Provisionen zur Abdeckung erwarteter Kreditverluste. Aufgrund der aktuellen Datenverfügbarkeit stammt der Renditevergleich aus dem Jahr 2023.

Ebene MIV & Investorin

¹⁷ Laufende Kosten umfassen Verwaltungs- und Beratungsgebühren, Buchhaltungsgebühren, Depotbankgebühren, Rechtskosten, Marketing- und Vertriebskosten sowie die allgemeine Verwaltung. Nicht enthalten sind Maklergebühren, Transaktionskosten, Performancegebühren, Bank- und Zinskosten sowie Restrukturierungsgebühren.

Abbildung 3: Mögliche und approximative Herleitung einer Nettoprognose

Tameo: TX-MFD 31.12.2023
c-alm AG: Augur 31.12.2023

	Bruttorendite in USD			- Kostenabzüge		Netto -prognose in CHF
	Brutto -ertrag	Erw. Ausfälle / Loan Loss Provisioning	FX -Hedge	TER (Operating Expenses)	TTC	
Mikrofinanz	8.3%	-1.1%		-1.5%	-0.1%	5.5%
Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF	8.3%	-1.1%	-4.0%	-1.5%	-0.2%	1.5%
Obli. FW IG	3.7%	-0.1%		-0.1%	-0.1%	3.5%
Obli. FW IG, währungsgesichert in CHF	3.7%	-0.1%	-3.0%	-0.1%	-0.2%	0.4%
Obligationen USD EM	6.9%	-0.7%		-0.3%	-0.1%	5.8%
Obligationen USD EM, währungsgesichert in CHF	6.9%	-0.7%	-4.0%	-0.3%	-0.2%	1.7%
Obligationen lokal EM lokal Staat	4.7%	-0.2%		-0.3%	-0.7%	3.6%
Obligationen lokal EM lokal Staat, währungsgesichert in CHF	4.7%	-0.2%	-1.6%	-0.3%	-0.8%	1.9%

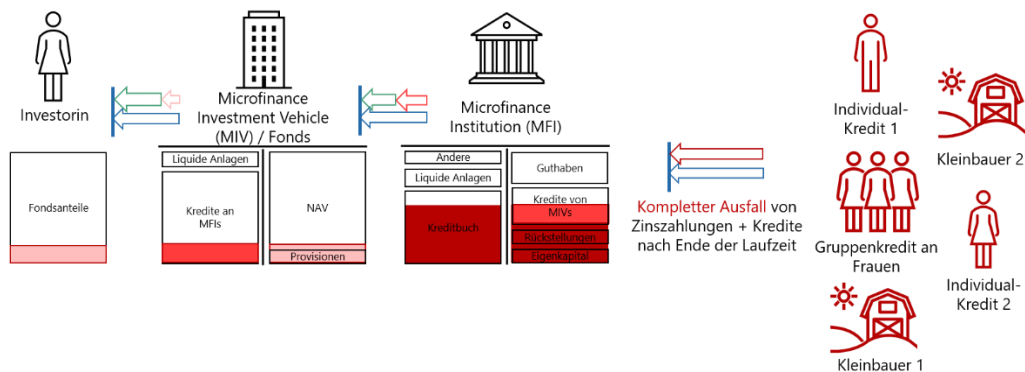
Quelle: Eigene Darstellung basierend auf den bereitgestellten Daten von Tameo und der c-alm AG per 31.12.2023. Bemerkungen: Um die Währungsabsicherungskosten zu schätzen, nehmen wir ein 100% USD-Exposure an. Bruttoertrag inklusive Kosten für die Währungsabsicherung gegenüber Schwellenländer-Währungen. Der variable Zinssatz wird in der Herleitung nicht berücksichtigt, da wir davon ausgehen, dass die Kosten für eine Zinsabsicherung in etwa dem variablen Zinssatz entsprechen und damit aus Sicht der Investorin einem Nullsummenspiel entsprechen. Es handelt sich um eine approximative Herleitung, da die unterschiedlichen Ertragskomponenten und Kosten auf verschiedener Basis rapportiert werden (Bruttoertrag in % des Kreditbuchs, erwartete Ausfälle (Loan Loss Provisioning) und laufende Kosten in % der Anlagen) und die Kennzahlen auf unterschiedlichen Stichproben basieren.

Die Herleitung der fundamentalen Rendite per 31.12.2023 zeigt, dass währungsabgesicherte Mikrofinanzanlagen prospektiv rund 150 Basispunkte Rendite erzielen. Die approximierte Renditeerwartung ist ungefähr gleich hoch wie eine Investition in kotierte Anleihen von Schwellenländern (Staatsanleihen in USD).

Das MIV schätzt die zu erwartenden Kreditverluste des ausstehenden Kreditportfolios und verbucht diesen erwarteten Verlust ex-ante erfolgswirksam – also vor dem manifestierten Kreditausfall – im NAV. Ökonomisch betrachtet sind die Kreditausfälle durch die erfolgswirksame Buchung im NAV bereits vor dem Kreditausfall vorweggenommen. Bei nicht eingetretenen Verlusten wird diese NAV-Wertberichtigung wieder rückgängig gemacht. Der ökonomische Verlust für die Investorin wird in dem Moment realisiert, in dem der erwartete Verlust erfolgswirksam verbucht wird und somit den Brutto-Yield sowie den NAV reduziert (vgl. Abbildung 3). Werden gewisse Kredite von MFIs tatsächlich nicht mehr zurückgezahlt, schreibt das MIV diese Kredite ab (Write-Off). Dies ist ein bilanzieller bzw. administrativer Vorgang, sofern die vorgesehenen Provisionen den tatsächlichen Ausfall vollständig abdecken. In diesem Fall entsteht durch die Abschreibungen kein zusätzlicher ökonomischer Verlust und kein weiterer NAV-Effekt. Ökonomisch stellen diese Provisionen den Preis des übernommenen Kreditrisikos dar: Je höher die erwarteten Verluste, desto höher die berücksichtigten Provisionen. In diesem Zusammenhang eignen sich die Provisionen der MIVs als Proxy, um die in einem Zeitraum erwarteten Kreditausfälle für die Investorin zu quantifizieren. Dass MIVs im laufenden Fondsergebnis Kreditausfälle antizipieren und bereits vor einem Kreditausfall erfolgswirksam verbuchen, glättet die Kreditausfälle über die Zeit, was den NAV des MIVs stabilisiert.

Ebene MIV & Investorin: Ex-ante NAV-Korrektur durch erwartete Kreditausfälle

Abbildung 4: Vereinfachte Risikokaskade bei einem grossen Kreditausfall



Quelle: Eigene Darstellung. Bemerkungen: Erwartete Kreditverluste werden über den Provisionsaufwand direkt im NAV antizipiert, eine separate Rückstellungsposition wie bei MFIs / Banken existiert bei MIVs typischerweise nicht. Ein Write-Off dient der bilanziellen Bereinigung, da der ökonomische Verlust bereits durch das «Provisioning» berücksichtigt wurde.

Wie in Abbildung 4¹⁸ schematisch dargestellt, sind NAV-Veränderungen aufgrund von realisierten Kreditausfällen (ex-post) möglich. Mehrere Kreditausfälle gleichzeitig strapazieren die Bilanzen der MFIs, wobei es zu Spill-over-Effekten auf die MIVs kommt. Übersteigen die Write-Offs die Provisionen, kommt es zu zusätzlichen Wertberichtigungen auf MIV-Ebene. Der NAV des MIVs wird um die nicht zurückgezahlten Kredite korrigiert, was zu einer Verminderung des NAVs. Die MIV-Performance wird negativ. Zusätzliche Kreditausfälle im ökonomischen Sinne entstehen, wenn die laufenden Provisionen nicht ausreichen – etwa, weil die tatsächlichen Recoverys unter den ursprünglichen Annahmen liegen oder weitere, nicht antizipierte Ausfälle eintreten. In diesem Fall sind zusätzliche Wertberichtigungen erforderlich, die erneut erfolgswirksam sind und zu einer weiteren NAV-Reduktion führen. Extreme Verluste werden somit als Wertminderung im NAV sichtbar. Die Entwicklung des NAVs schauen wir uns im Detail im Kapitel 3.1 an.

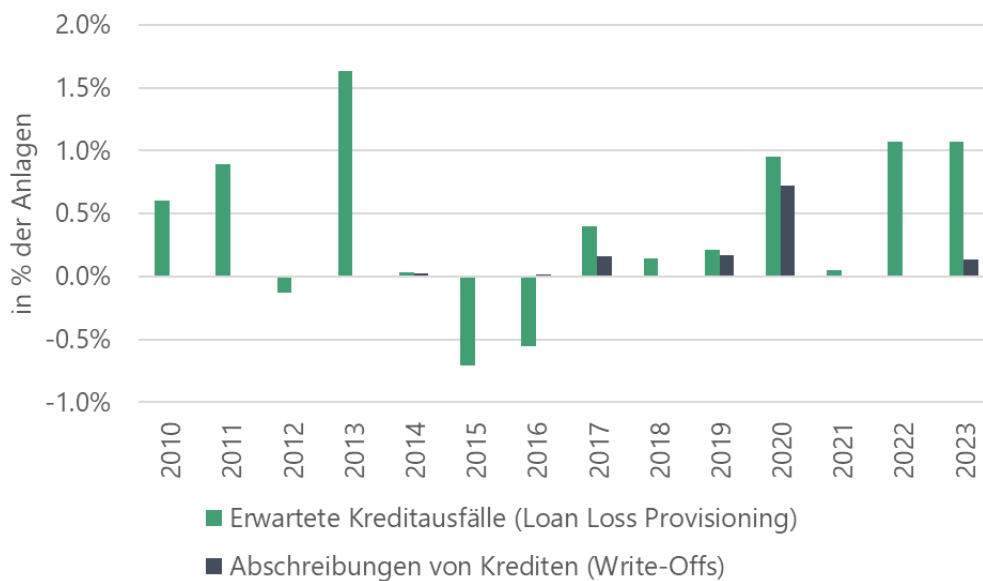
Ex-post NAV-Korrektur durch unerwartete Kreditausfälle

Im Rahmen dieser Studie stellt uns Tameo historische Daten zu den erwarteten Kreditausfällen und Abschreibungen von MIVs zur Verfügung, die in Abbildung 5 dargestellt sind. Diese Einordnung ermöglicht es, die Grössen in einen quantitativen Kontext zu setzen und ein besseres Gefühl für deren Dimensionen und Dynamiken zu entwickeln.

Historische Daten von Tameo

¹⁸ Im Beispiel der Abbildung 4 wird der verbleibende Verlust auf Ebene MFI 1:1 dem MIV weitergegeben. In der Realität investieren unterschiedliche MIVs in dieselben MFIs, was den potenziellen Schaden verringert. Auch spielen zwischen den MFIs und den MIVs ähnliche Mechanismen, wobei bei Kreditausfällen versucht wird, die Kredite zu restrukturieren oder zu refinanzieren. Bis sich der Verlust auch tatsächlich im NAV des MIVs manifestiert, können Jahre vergehen.

Abbildung 5: Abschreibungen und Provisionen von MIVs



Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo. Bemerkungen: Werte stellen gewichtete Durchschnitte der Indexteilnehmer dar. Stichprobengrösse variiert über die verschiedenen Jahre und Kennzahlen.

Die zwei Zeitreihen weisen über den gesamten Beobachtungszeitraum Schwankungen auf. Auffällig ist, dass es in mehreren Jahren kaum Abschreibungen auf Ebene der MIVs gab; eine Ausnahme bildet die Covid-19-Pandemie, in der erhöhte Abschreibungen zu verzeichnen waren (0.7%). Eine mögliche Erklärung für die tiefen Abschreibungen kann das rigorose Risikomanagement darstellen, durch welches viele Kredite restrukturiert und refinanziert werden, bevor sie definitiv abgeschrieben werden.

Die Indexteilnehmer rechneten zu Beginn der Beobachtungsperiode mit grossen Kreditausfällen, die auf zwei regionale Krisen zurückzuführen waren: Die Mikrofinanzkrise in Nicaragua (2010) erschwerte den MFIs den operationellen Betrieb erheblich und veranlasste zwei der zugrunde liegenden Fonds zu zusätzlichen Wertberichtigungen auf ihre nicaraguanischen Engagements. Ebenso belastend war die Mikrofinanzkrise in Andhra Pradesh (2011, 2013), wo eine staatliche Verordnung den Sektor destabilisiert hatte und in der Folge steigende Ausfallraten sowie der weitgehende Kreditentzug durch Banken zu Wertberichtigungen zweier Fonds führten. Auf die Mikrofinanzkrise in Andhra Pradesh wird weiter unten in der Studie ausführlicher eingegangen. Die befürchteten Ausfälle materialisierten sich jedoch nicht im vollen Umfang - unter anderem dank rigorosem Risikomanagement - weshalb die gebildeten Wertberichtigungen in den Jahren 2015 und 2016 wieder aufgelöst wurden, was sich in den negativen Provisionierungswerten dieser Jahre widerspiegelt.

Die jährlichen Kosten für die erwarteten Kreditverluste betrugen im gleichen Zeitraum durchschnittlich 0.4% der Anlagen, während die Write-offs bei etwa 0.2% lagen. Die kumulierten Provisionen lagen über den gesamten Beobachtungszeitraum durchgehend über den realisierten Write-offs. Eine gewisse Lücke zwischen Provisionen und Abschreibungen ist grundsätzlich zu erwarten: Nicht alle gefährdeten Kredite werden tatsächlich

abgeschrieben, etwa weil MFIs trotz anfänglicher Gefährdung zurückzahlen. Zusätzlich können unterschiedliche Bewertungspraktiken zwischen MIVs sowie variierende Stichprobengrößen für die beiden Kennzahlen die Lücke statistisch verzerren.

2.4 Mikrofinanzkrisen

Die private Kreditvergabe in Schwellenländern ist mit einer Vielzahl weiterer Risiken verbunden, die sich potenziell in erheblichen Verlusten niederschlagen können. Da sowohl politische Risiken, Wetterphänomene als auch makroökonomische Schocks schwer prognostizierbar sind, beschränken wir uns in diesem Kapitel auf eine qualitative Erörterung dieser Risikofaktoren und beschreiben daraus resultierende Krisen.

Die Kreditvergabe an Menschen mit geringem Einkommen ist besonders krisenanfällig, da diese Haushalte schneller in finanzielle Engpässe geraten, nur über begrenzte Reserven verfügen und dadurch ihre Kredite eher nicht zurückzahlen können. Der weltweite Mikrofinanzsektor hat schon einige Krisen erlebt und sich aufgrund dieser Krisen immer wieder adaptiert und reformiert. (Mendelson und Rozas, 2024)

Kapitel im Überblick

Unterschiedliche Arten von Krisen und Schocks

Zur Einordnung von Krisen im Mikrofinanzsektor stellen wir in Abbildung 6 eine Matrix dar, die einerseits zwischen exogenen und endogenen Ursachen und andererseits zwischen idiosynkratischen Ereignissen und systematischen Krisen mit Spill-over-Effekten unterscheidet. Jede Krisenart beschreiben wir weiter unten in einem konkreten Beispiel.

Übersicht

Abbildung 6: Arten von Mikrofinanzkrisen und Schocks

	exogen	endogen
idiosynkratisch	Naturkatastrophe (Beispiel Gramen II)	Governance / Wachstum / Überschuldung (Beispiel Gramen II)
Systematische Spill-over	Makro-ökonomische Schocks (Beispiel Covid-19)	Governance / Wachstum / Überschuldung (Beispiel Andhra Pradesh)

Quelle: Eigene Darstellung nach Mendelson und Rozas, 2024

Idiosynkratische exogene Krisen sind durch äussere Schocks gekennzeichnet, die eine einzelne MFI oder eine begrenzte Anzahl von Institutionen betreffen und daher keine nennenswerten systematischen Spill-over-Effekte verursachen. Typische Auslöser sind lokale Naturkatastrophen, regionale Konflikte oder andere exogene Ereignisse, die ausserhalb des Einflussbereichs der betroffenen Institutionen liegen. (Mendelson und Rozas, 2024)

Idiosynkratische exogene Krisen

Idiosynkratische endogene Krisen entstehen innerhalb einzelner MFIs und sind auf institutionsspezifische Schwächen zurückzuführen. Häufige Ursachen sind unzureichende

Idiosynkratische endogene Krisen

Governance-Strukturen, die sich in Fehlverhalten wie Missmanagement, betrügerischen Praktiken, manipulierten Kreditbüchern, übermässigem Gewinnstreben, Inkompetenz oder strategischen Fehlentscheidungen manifestieren. Auch in diesem Fall bleibt die Krise in der Regel auf eine einzelne MFI beschränkt, ohne systematischen Spill-over-Effekt auf den Sektor. (Mendelson und Rozas, 2024)¹⁹

Exogene systematische Krisen resultieren aus äusseren Schocks, die gleichzeitig eine Vielzahl von MFIs betreffen und dadurch signifikante Spill-over-Effekte im gesamten Mikrofinanzsektor auslösen. Zu diesen Schocks zählen insbesondere makroökonomische Verwerfungen, globale Gesundheitskrisen wie die Covid-19-Pandemie, grossflächige Naturkatastrophen sowie nationale oder internationale Konflikte. (Mendelson und Rozas, 2024)

Systematische exogene Krisen

Systematische endogene Krisen sind dem Mikrofinanzsektor inhärent und entstehen aus strukturellen Fehlentwicklungen innerhalb des Sektors selbst. Besonders relevant ist schnelles, nicht nachhaltiges Wachstum in Kombination mit unzureichender Regulierung und Aufsicht. Ein Überangebot an Krediten sowie die daraus resultierende Überschuldung der Kreditnehmer stellen typische Ausprägungen solcher Krisen dar. Da mehrere MFIs gleichzeitig betroffen sind, kommt es zu ausgeprägten Spill-over-Effekten, wie sie exemplarisch im Fall von Andhra Pradesh zu beobachten waren. Gleichzeitig haben diese Krisen in der Vergangenheit häufig Reformprozesse auf sektoraler Ebene angestossen, die auf eine nachhaltigere Ausgestaltung des Mikrofinanzsystems abzielen. Natürlich können diese Arten von Krisen zusammen auftreten und sich gegenseitig verstärken. Was die Krisen gemeinsam haben: Sie führen alle zu teils hohen Kreditausfällen. (Mendelson und Rozas, 2024)

Systematische endogene Krisen

Die folgenden Beispiele zeigen, wie der Sektor mit unterschiedlichen Krisen umgeht und wie diese zu umfassenden Reformen führen.

Muhammad Yunus, einer der ersten Pioniere des Mikrofinanzsektors, verfolgte konsequent das Ziel, einkommensschwachen Bevölkerungsgruppen durch den Zugang zu Krediten einen Ausweg aus der Armut zu ermöglichen. Die starke Fokussierung auf diese Mission führte jedoch zu strukturellen Problemen: Sowohl die Anzahl der vergebenen Kredite als auch das Kreditvolumen pro Kreditnehmer nahmen kontinuierlich zu. In den späten 1990er-Jahren kam es vermehrt zu Kreditausfällen, da die Gruppenhaftung zunehmend versagte und die Rückzahlungslast für einzelne Mitglieder zu hoch wurde, was Dominoeffekte innerhalb der Kreditgruppen auslöste. Die Situation verschärfte sich zusätzlich durch die Flutkatastrophe von 1998, die rund 70% Bangladeschs betraf. Yunus' MFI wurde restrukturiert, interne Prozesse angepasst und das Produktangebot neu ausgerichtet. Besonders bedeutsam war die Einführung von Mikrospareinlagen, die einen innovati-

Gramen II

¹⁹ Ökonomisch können die idiosynkratischen Risiken diversifiziert werden, indem MIVs in mehrere MFIs gleichzeitig investieren und sie dynamische Anreize nutzen, um das Exposure gegenüber unbekannten MFIs zu begrenzen.

ven Beitrag zur Stärkung der finanziellen Resilienz der Kreditnehmer leisteten. Die Möglichkeit, auch kleine Beträge anzusparen, ermöglichte es, kurzfristige Einkommensschocks ohne zusätzliche Kreditaufnahme abzufedern und reduzierte damit das Ausfallrisiko im Kreditportfolio nachhaltig. (Mendelson und Rozas, 2024)

Die schwerwiegendste Krise im Mikrofinanzsektor ereignete sich 2010 in Andhra Pradesh, Indien, und blieb bis zur Covid-19-Pandemie in ihrem Ausmass unerreicht. Auslöser war ein rasantes, stark kapitalgetriebenes Wachstum zahlreicher MFIs, die sich zunehmend kommerzialisierten und durch in- und ausländische Investitionen – häufig über MIVs und bankseitige Hebelung – massiv expandierten. Der hohe Wachstumsdruck, unerfahrenes Personal und unzureichende Kreditprüfung führten zu Mehrfachverschuldung und Überschuldung vieler Kreditnehmerinnen, begleitet von schweren sozialen Verwerfungen. Das Spannungsfeld zwischen hohen Investorenrenditen und zunehmender Verschuldung der lokalen Bevölkerung veranlasste staatliche Eingriffe: Die Regierung von Andhra Pradesh erliess eine Verordnung, die die Vergabe von Mikrokrediten faktisch unterband und zentrale Aktivitäten im Mikrofinanzsektor stark einschränkte. In der Folge stiegen die Kreditausfälle sprunghaft an, MFIs gerieten in erhebliche Liquiditätsengpässe, und mehrere MFIs gingen Konkurs. Der Krise folgte ein regulatorischer Paradigmenwechsel: Die Reserve Bank of India führte Kreditobergrenzen, Einschränkungen bei Mehrfachkrediten sowie Meldepflichten an Kreditbüros ein. Damit wurde der Schutz der Kreditnehmer ins Zentrum gerückt und die Grundlage für einen nachhaltigeren, stärker regulierten Mikrofinanzsektor geschaffen – mit weitreichenden Auswirkungen über Indien hinaus. (Mendelson und Rozas, 2024)

MFIs und ihre Kreditnehmerinnen waren weltweit stark von der Covid-19-Krise betroffen. Zwischen Februar und April 2020 ging die Kreditvergabe der MFIs im Vergleich zu normalen Zeiten um rund 80% zurück, da Lockdowns die Einkommensquellen vieler Kreditnehmerinnen abrupt unterbrachen. Gleichzeitig sanken die Rückzahlungen bestehender Kredite um etwa 50%, da zahlreiche MFIs Zahlungsaufschübe und Restrukturierungen gewährten. Besonders betroffen waren Kleinstunternehmerinnen, deren Geschäftsmodelle stark auf persönliche Interaktionen angewiesen sind und die während der Pandemie ihre Tätigkeit nur eingeschränkt oder gar nicht ausüben konnten. (Lee et al., 2025)

Während MFIs mit vielfältigen operativen Herausforderungen konfrontiert waren, liegt der Fokus dieser Analyse auf dem Verhalten von MIVs und regulatorischen Behörden. Das «Sentinel-Projekt»²⁰ zeigt, dass zentrale Stabilisierungsbemühungen insbesondere im Liquiditätsmanagement unternommen wurden. Zahlungsaufschübe auf der Aktivseite der MFIs machten eine Restrukturierung der Verbindlichkeiten gegenüber MIVs, DFIs und

²⁰ Das Projekt rekrutierte MFI-CEOs aus aller Welt (die sogenannten «Sentinels») und führte in regelmässigen Abständen Telefoninterviews mit den Sentinels durch. Insgesamt nahmen 16 MFIs teil. (Mendelson und Rozas, 2024)

Banken auf der Passivseite erforderlich. Vor allem MFIs mit einem hohen Anteil ausländischer Investoren profitierten von einer hohen Bereitschaft zur Laufzeitverlängerung und Neuplanung von Krediten. Ein Sentinel berichtete hierzu: «Früher boten MIVs 2 bis 3 Millionen EUR pro Kredit an, jetzt bieten sie 10 Millionen EUR. Für DFIs waren es zuvor 5 bis 6 bis 7 Millionen, jetzt – egal mit wem wir sprechen – 8 bis 10 bis 12 Millionen. Es scheint, dass die Geldgeber überliquide sind» (eigene Übersetzung von Mendelson und Rozas, 2024, S. 38). MIVs koordinierten ihre Massnahmen gezielt, um die Liquiditätsbedürfnisse der MFIs zu adressieren, da bilaterale Anpassungen von Kreditvereinbarungen das Vertrauen zwischen Investoren untergraben und den Liquiditätsdruck weiter verschärft hätten. Entsprechend wurden Koordinationsvereinbarungen unterzeichnet, die Best Practices im Umgang mit der Covid-19-Krise festhielten²¹. Gleichwohl konnten nicht alle Institute stabilisiert werden; insbesondere kleinere MFIs waren dem Liquiditätsdruck nicht gewachsen und gingen Konkurs. (Mendelson und Rozas, 2024)

Auf staatlicher Ebene bestanden die häufigsten Massnahmen in temporären Zahlungsaufschüben und Moratorien, die Kreditnehmerinnen von der fristgerechten Bedienung ihrer Kredite entbanden. Diese reichten von freiwilligen Empfehlungen bis hin zu verbindlichen Vorgaben und wurden häufig durch regulatorische Erleichterungen bei Rückstellungen ergänzt. Teilweise unterstützten Regierungen MFIs zudem direkt, etwa über DFIs oder gezielte Finanzhilfen. Diese regulatorischen Massnahmen wirkten stabilisierend, indem sie Kreditausfallrisiken und Abschreibungen reduzierten, den NAV schützten und die langfristige Resilienz des Mikrofinanzsektors stärkten. (Mendelson und Rozas, 2024)

Mikrofinanzkrisen unterscheiden sich nach Ursache und Reichweite, führen jedoch häufig zu erhöhten Kreditausfällen und Liquiditätsengpässen. Sowohl endogene als auch exogene Schocks können idiosynkratische oder systematische Auswirkungen entfalten. Die analysierten Beispiele zeigen zugleich, dass Krisen wiederholt Reformen angestossen haben. Die langfristige Stabilität des Mikrofinanzsektors beruht daher weniger auf der Vermeidung von Krisen als auf der Fähigkeit zur Anpassung und institutionellen Weiterentwicklung.

Fazit

²¹ z.B. «Pledge» abgerufen von <https://www.gca-foundation.org/wp-content/uploads/2020/06/2020-06-Principles-to-protect-MFIs-and-clients-in-COVID-19-crisis.pdf> oder «Coordination among MIVs in response to Covid 19» abgerufen von https://7eab7e50-e834-461b-8539-7e8435e86338.filesusr.com/ugd/361833_8dcc8ce984984ee2bcc2c4fccc66d0d5.pdf

3 Analyse der Anlageklasse

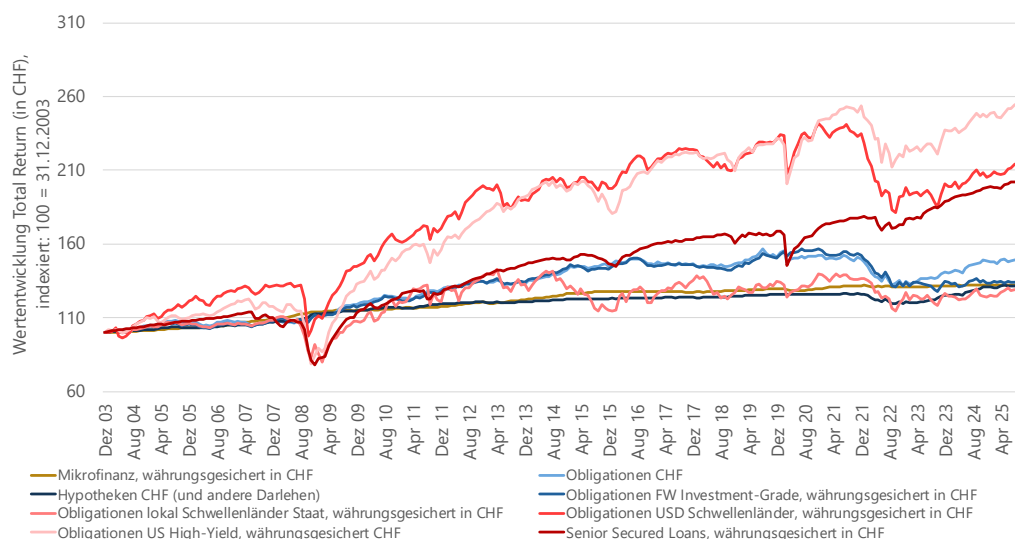
In diesem Abschnitt der Studie wollen wir die Anlageklasse Mikrofinanz einer finanziellen Prüfung unterziehen. Wir schauen uns den Track Record an, gehen der Frage nach, ob Mikrofinanz eine marktkonforme Rendite erwirtschaftet und analysieren die Kreditrisiken sowie die historischen Ausfälle. Die Analyse soll darüber Aufschluss geben, ob und unter welchen Bedingungen Mikrofinanz für einen institutionellen Asset Owner als Ergänzung im Nominalwertportfolio interessant sein kann.

3.1 Performance

Abbildung 7 zeigt den Track Record der Anlageklasse Mikrofinanz im Vergleich zu anderen Nominalwert-Anlageklassen über einen Zeithorizont von rund 20 Jahren. Sämtliche Fremdwährungsanleihen sind in den dargestellten Zeitreihen in CHF abgesichert, da der TX-MFD in dieser Version ausschliesslich in CHF währungsgesicherte Anlageklassen abbildet.

Abbildung 7: Historische Performance von Mikrofinanz im Vergleich – 2003-2025

Track Record über
20 Jahre



Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und LSEG 31.12.2003-31.12.2025

Bemerkungen: Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF = TX-MFD in CHF (Nettorenditen), Investment-Grade-Anleihen in Blau, Anleihen mit Sub-Investment-Grade-Anteil in Rot. Die Anlageklassen und ihre Benchmarks sind im Anhang A2 beschrieben.

Die Daten zeigen, dass Mikrofinanz in den letzten 20 Jahren ähnlich wie Hypotheken, Obligationen FW IG und Obligationen lokal Schwellenländer Staat performt haben. Die annualisierte Rendite in CHF beträgt für Mikrofinanz rund 1.3% pro Jahr. Die genannten Anlageklassen realisierten eine sehr ähnliche Rendite wie Mikrofinanz (Hypotheken: 1.3%, Obligationen FW 1.4%, Obligationen lokal Schwellenländer 1.2%). Obligationen CHF haben über diesen Beobachtungszeitraum eine annualisierte Rendite von 1.9% erzielt. Der Abbildung 7 ist auch zu entnehmen, dass Mikrofinanz deutlich schlechter rentierte als Anlageklassen mit mindestens Anteilen in Sub-Investment-Grade-Anleihen: Während Obligationen USD Schwellenländer rund 3.6% Rendite pro Jahr einbrachten, verzeichneten

Annualisierte Ren-
diten

Senior Secured Loans rund 3.3% und Obligationen US High Yield rund 4.4% über denselben Zeithorizont.

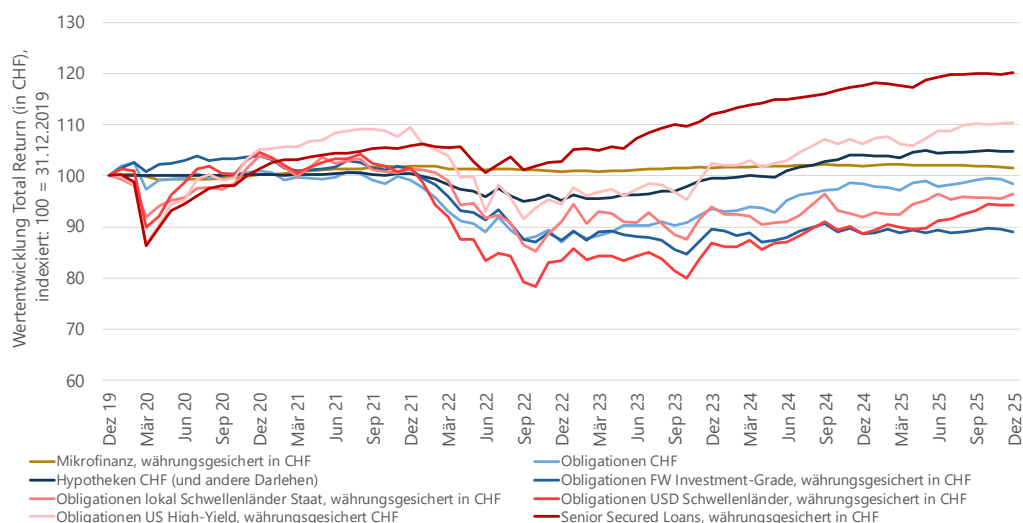
Die in Abbildung 7 dargestellte Zeitreihe zeigt deutlich, dass Mikrofinanz eine illiquide Anlageklasse ist, deren Bewertung auf NAV-Basis erfolgt und nur einmal pro Monat vorgenommen wird. Wie zu erwarten, sind die Schwankungen dadurch minim: annualisiert beträgt die Volatilität sehr tiefe 0.6% – ähnlich wie die historische Volatilität im KGASt. Während Hypotheken eine Volatilität von rund 1.2% aufweisen, haben die kotierten Anlageklassen deutlich höhere Volatilitäten. Die beobachtete niedrige Volatilität der Anlageklasse sollte nicht unmittelbar mit einem geringen Risiko gleichgesetzt werden, da nicht kotierte Vermögenswerte per Definition eine geringere (gemessene) Volatilität aufweisen als kotierte Anlagen. Nichtsdestotrotz kann beispielsweise eine Vorsorgeeinrichtung durch diese Interpretationsweise eine höhere Stabilität im Deckungsgrad erreichen, was zu einer stetigen und stabileren Verzinsung der Altersguthaben beitragen kann.

Volatilität

Abbildung 8 zeigt den Track Record der Anlageklasse über einen etwas kürzeren Zeitraum. Bei der Betrachtung der letzten 5-6 Jahre ergibt sich ein leicht anderes Bild: Einige der im TX-MFD vertretenen MIVs sichern die Zinsrisiken vollständig ab, während bei den MIVs allgemein die Laufzeiten der Kredite an MFIs zwischen zwei und drei Jahren liegen und die Duration entsprechend etwas kürzer ist. Dies wirkt sich positiv auf die Rendite aus, wenn Zinsen steigen. Bei allen untersuchten börsenkotierten Anlageklassen ist die Duration länger. In der Folge fällt die Performance dieser Anlageklasse über diesen Zeitraum im Vergleich zu börsenkotierten Anleihen vorteilhaft aus. Über diesen Zeitraum beträgt die annualisierte Rendite von Mikrofinanz rund 0.3%, während die kotierten Anlageklassen deutlich negativere Renditen vorweisen.

Track Record über 6 Jahre

Abbildung 8: Historische Performance von Mikrofinanz im Vergleich – 2020-2025



Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und LSEG 31.12.2019-31.12.2025

Bemerkungen: Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF = TX-MFD in CHF (Nettorenditen), Investment-Grade-Anleihen in Blau, Anleihen mit Sub-Investment-Grade-Anteil in Rot. Die Anlageklassen und ihre Benchmarks sind im Anhang A2 beschrieben.

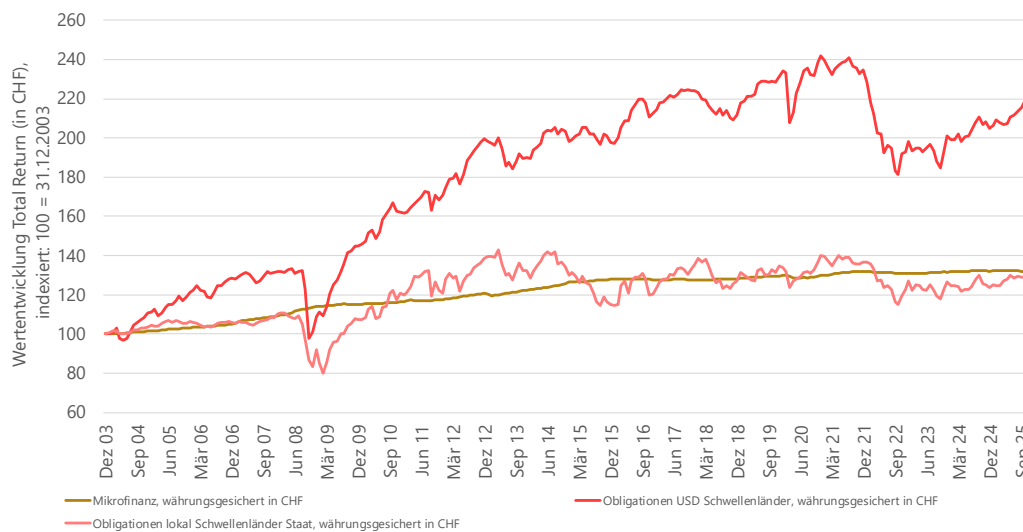
Eine weitere Bemerkung zu Abbildung 8: Der Effekt der Covid-19 Pandemie zeigte sich bei Mikrofinanz etwas verzögert im April 2020, während die Märkte bereits wieder im Rebound waren. Verantwortlich dafür ist u.a. die verzögerte Bewertung des NAVs. Korrelationen, die lediglich für den Monat März berechnet werden, sind daher mit Vorsicht zu interpretieren. Wie im Kapitel 2.4 diskutiert, verhinderten die im Sektor vorhandenen «Buffer» einen wohl grösseren Kreditausfall während der Covid-19-Pandemie.

Eine Fragestellung dieser Studie ist, ob Mikrofinanz als Anlageklasse eine marktkonforme Rendite erzielt. Dies ist von Bedeutung, da gewisse institutionelle Anleger, darunter Vorsorgeeinrichtungen gem. BVV2 Art. 51, eine marktkonforme Rendite erwirtschaften müssen. Dies erfordert eine klare Definition von «marktkonform» sowie die Wahl eines geeigneten Referenzzeitraums – beides keine trivialen Fragen. Da Renditeaussagen stark vom betrachteten Zeitraum abhängen (vgl. Abbildung 7 und Abbildung 8), ist die Bestimmung dieses Zeitraums ziemlich arbiträr. Was ist unter «marktkonform» zu verstehen? Könnte man Mikrofinanz grundsätzlich als konzessionär bezeichnen, weil die Bruttoerträge hypothetisch höher ausfallen könnten, wenn im Mikrofinanzsektor keine «impact first» Impact-Investoren – insbesondere DFIs mit dualtem Mandat – tätig wären und den MFIs günstigere Finanzierungsbedingungen anbieten würden? Oder bezieht sich «marktkonform» vielmehr auf den Vergleich mit jenen Anlageklassen, in die ein institutioneller Asset Owner realistischerweise alternativ investieren könnte? In der Finanzindustrie wird «marktkonform» üblicherweise als Wettbewerbsfähigkeit im Verhältnis zu alternativen Anlageklassen mit vergleichbarem Risiko interpretiert. Dabei legen wir einen langfristigen Zeithorizont zugrunde, der dem typischen Anlagehorizont vieler institutioneller Investoren entspricht, und betrachten sowohl einen 20-Jahres- als auch einen 10-Jahres-Zeitraum.

Marktkonforme
Rendite?

In Bezug auf das Referenzuniversum gehen wir ähnlich wie in der akademischen Literatur vor und verwenden für den Vergleich Emerging-Market-Anleihen-Indices (Janda et al. 2014, Meyer, 2018). Diese Benchmarks ermöglichen einen Vergleich mit börsenkotierten Kapitalmarktanlagen aus ähnlichen geografischen Regionen, auch wenn sich die Emittenten deutlich von MFIs unterscheiden.

Abbildung 9: Marktkonforme Rendite? – Teil 1: 20 Jahre Zeithorizont

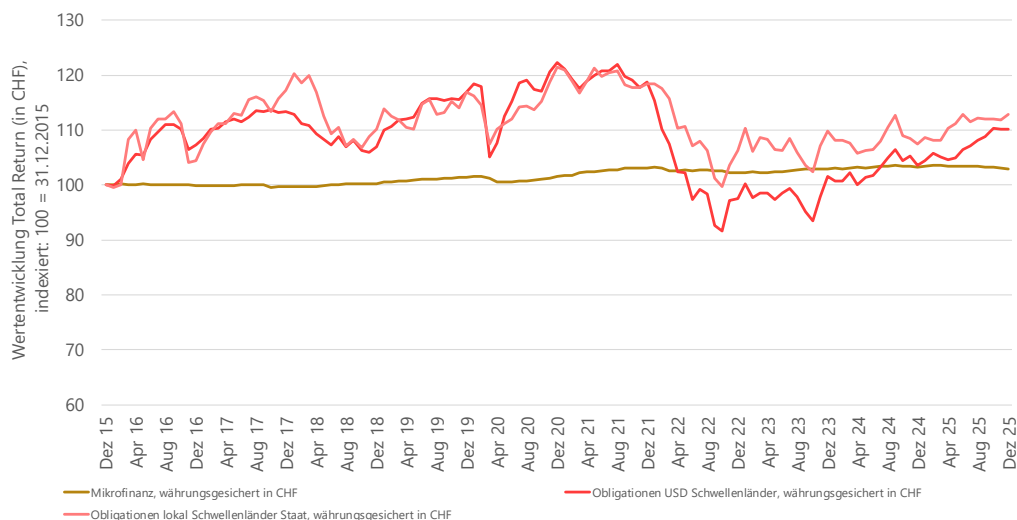


Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und LSEG 31.12.2003-31.12.2025

Bemerkungen: Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF = TX-MFD in CHF (Nettorenditen), Investment-Grade-Anleihen in Blau, Anleihen mit Sub-Investment-Grade-Anteil in Rot. Die Anlageklassen und ihre Benchmarks sind im Anhang A2 beschrieben.

Obligationen USD Schwellenländer weisen in Abbildung 9 über den betrachteten Zeithorizont eine deutlich höhere annualisierte Rendite von 3.6% auf, während Mikrofinanz 1.3% erzielt hat. Anleihen von Emittenten in Lokalwährung erzielten eine ähnliche Rendite wie Mikrofinanz, nämlich 1.2%. Die Ergebnisse zeigen ein differenziertes Bild: Während die USD-Schwellenländer-Anleihen Mikrofinanz renditemässig deutlich übertreffen, liegen die Schwellenländer-Anleihen in Lokalwährung auf vergleichbarem Niveau. Damit zeigt sich, dass die Einschätzung der Marktkonformität von Mikrofinanz stark davon abhängt, welche Anlageklasse als Referenzuniversum herangezogen wird. Abbildung 10 zeigt die Rendite der drei Indices über 10 Jahre.

Abbildung 10: Marktkonforme Rendite? – Teil 2: 10 Jahre Zeithorizont



Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und LSEG 31.12.2015-31.12.2025

Bemerkungen: Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF = TX-MFD in CHF (Nettorenditen), Investment-Grade-

Anleihen in Blau, Anleihen mit Sub-Investment-Grade-Anteil in Rot. Die Anlageklassen und ihre Benchmarks sind im Anhang A2 beschrieben.

Über einen 10-Jahres-Horizont betrachtet, ergibt sich das folgende Bild: Mikrofinanz erzielte eine annualisierte Rendite von 0.3%, USD-Schwellenländeranleihen 1.0% und lokale Währungs-Schwellenländeranleihen 1.2%. Mit Blick auf die Marktkonformität deutet dieses Ergebnis darauf hin, dass Mikrofinanz im kürzeren Zeitfenster nachteiliger abschneidet und gegenüber den zwei Marktbenchmarks nicht konkurrenzfähig erscheint.

Die Ergebnisse solcher Vergleiche sind stets mit Vorsicht zu interpretieren. Sowohl die Wahl des Zeitraums als auch die Bestimmung des geeigneten Referenzuniversums sind komplexe Fragestellungen. Alle drei Indizes weisen unterschiedliche Exposures gegenüber Kredit-, Zins- und Währungsrisiken auf. Die Unterschiede in den Durationen haben wir bereits diskutiert; die Unterschiede im Kreditrisiko werden wir im Kapitel 3.2 behandeln. Höhere ex-post erzielte Renditen können ein Hinweis auf höhere Risiken sein unter der Annahme, dass diese langfristig entschädigt werden. Eine risikoadjustierte Betrachtung ist in diesem Zusammenhang zentral, da «Marktkonformität» nicht allein anhand der absoluten Rendite beurteilt werden kann, sondern im Verhältnis zum eingegangenen Risiko beurteilt werden muss. Erst die Gegenüberstellung von Ertrag und Risiko erlaubt eine Einordnung, ob die erzielte Rendite dem marktüblichen Preis für Risiko entspricht.

Risikoadjustierte Renditen werden in der Finanzindustrie häufig als Kennzahl verwendet, um die «Marktkonformität» einer Anlagestrategie oder Anlageklasse zu beurteilen. Für die unterschiedlichen Anlageklassen rechnen wir realisierte Rendite-Volatilität-Ratios, welche wir für die unterschiedlichen Anlageklassen in der Abbildung 11 darstellen.

Abbildung 11: Risikoadjustierte Renditen

Zeitraum: 31.12.2003-31.12.2025	Mikrofinanz, währungs-gesichert in CHF	Hypotheken CHF (und andere Darlehen)	Obligationen CHF	Obligationen FW Investment-Grade, währungs-gesichert in CHF	Obligationen USD Schwellenländer, währungs-gesichert in CHF	Obligationen lokal Schwellenländer Staat, währungs-gesichert in CHF	Obligationen US High-Yield, währungs-gesichert CHF	Senior Secured Loans, währungs-gesichert in CHF
Annualisierte Rendite	1.3%	1.3%	1.8%	1.3%	3.6%	1.2%	4.4%	3.3%
Annualisierte Volatilität	0.6%	1.2%	3.4%	3.3%	8.8%	9.2%	9.0%	6.4%
Rendite-Vola Ratio	1.9	1.0	0.5	0.4	0.4	0.1	0.5	0.5
Zeitraum: 31.12.2013-31.12.2025								
Annualisierte Rendite	0.6%	0.7%	0.9%	0.0%	1.1%	-0.2%	2.4%	2.7%
Annualisierte Volatilität	0.6%	1.4%	3.9%	3.7%	6.9%	7.9%	7.1%	5.1%
Rendite-Vola Ratio	1.1	0.5	0.2	0.0	0.2	-0.0	0.3	0.5

Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und LSEG 31.12.2003-31.12.2025 Bemerkung: Die Kennzahl setzt die Rendite ins Verhältnis zur gemessenen Volatilität.

Der in der Abbildung 11 dargestellte Vergleich von risikoadjustierten Renditen zeigt, dass Mikrofinanz zu traditionellen Nominalwertanlagen eine mindestens vergleichbare, teilweise sogar höhere Effizienz der Ertragsgenerierung aufweist. Die attraktive Ratio entsteht vor allem durch die tiefe Volatilität der Anlageklasse. Wie bereits erwähnt, führt u.a. die quartalsweise Bewertung von nicht-kotierten Vermögenswerten, die Glättung der Kreditausfällen durch Rückstellungen und die im Sektor vertretenen Akteure mit unterschiedlichen Mandaten zu einer tieferen Volatilität.

Nichtsdestotrotz erscheint es angebracht, die analysierte Benchmark und damit kommerzielle Mikrofinanzanlagen als «marktkonform» zu beurteilen.

Der Renditevergleich zeigt, dass Mikrofinanz moderate, dafür aber sehr stabile Erträge erzielt. Das Performance-Argument ist vergleichsweise schwach: Institutionelle Asset Owner, die im Private-Debt-Bereich höhere Renditen anstreben, investieren in der Regel in andere Bereiche der privaten Kreditvergabe. Der Nachweis von «marktkonformen» Renditen ist grundsätzlich ein schwieriges Unterfangen. Basierend auf den verfügbaren Daten und Analysen zeigt sich jedoch, dass Mikrofinanz in bestimmten Zeitfenstern mit den Marktrenditen konkurrieren kann. Auch die risikoadjustierte Rendite deutet darauf hin, dass Mikrofinanz als «marktkonforme» Anlageklasse eingeordnet werden kann.

Fazit

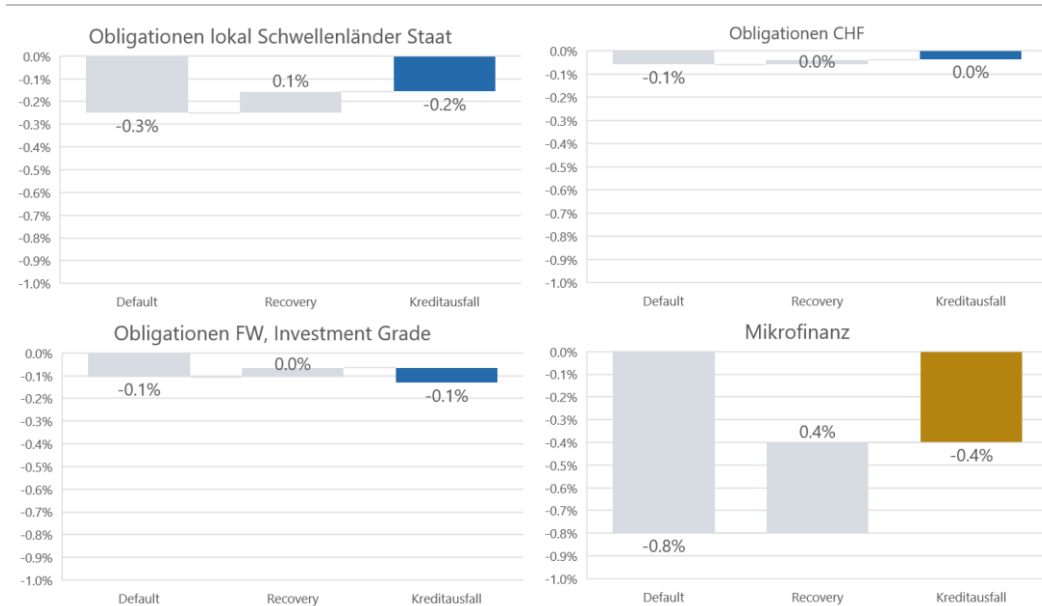
3.2 Ausfälle und Recovery

In diesem Abschnitt wollen wir die Kreditrisiken, die der Anlageklasse zugrunde liegen analysieren. Um die Kreditrisiken einzuschätzen, verwenden wir für die kotierten Anlageklassen über fünf Jahre kumulierte Defaults und Recovery-Wahrscheinlichkeiten. Beide Zahlen werden jährlich von Moody's publiziert. Bei Mikrofinanz stützen wir uns auf die von Tameo bereitgestellten historischen Daten. Wie bereits in Kapitel 2.3 diskutiert, verwenden wir die von MIVs zurückgestellten Kosten für die erwarteten Kreditausfälle als Proxy für die Kreditausfälle. Es handelt sich dabei um eine Approximation, da die ex post realisierten Kreditverluste in beide Richtungen von den ex-ante antizipierten Kreditausfälle abweichen können. Über die letzten fünf Jahre betragen diese Kosten rund 0.4%. Es handelt sich hier um den gewichteten Durchschnitt über alle im Index teilnehmende Gefässe. MIVs verfügen über interne Recovery-Spezialisten, die eng mit anderen MIVs sowie weiteren Marktteilnehmern zusammenarbeiten, insbesondere bei der Restrukturierung und Refinanzierung von Krediten. In diesem Zusammenhang werden häufig sogenannte «Standstill Agreements» abgeschlossen (vgl. auch «Pledges» in Kapitel 2.4), um eine geordnete Recovery zu ermöglichen. Die Erfolgsaussichten einer Recovery hängen stark von der Ursache des Kreditausfalls ab. Bei wirtschaftlich bedingten Ausfällen ist die Recovery-Wahrscheinlichkeit in der Regel höher. Demgegenüber führen politische Ereignisse – inklusive Betrugsfälle oder militärischer Konflikte – oft zu deutlich geringeren Recovery-Raten und können im Extremfall einen Totalausfall zur Folge haben. Für an MFIs vergebene Kredite schätzen wir die durchschnittliche Recovery-Wahrscheinlichkeit auf rund 50%. Diese Einschätzung erscheint vor dem Hintergrund der heterogenen Ausfallursachen in der Mikrofinanz plausibel. Im Vergleich zu anderen Anlageklassen ist diese Grössenordnung ebenfalls nachvollziehbar: Kredite an MFIs sind typischerweise im Senior-Bereich angesiedelt, jedoch häufig unbesichert oder nur eingeschränkt strukturiert, wodurch ihre erwarteten Recovery Rates tendenziell unter jenen klassischer Senior Secured Loans liegen und in einer ähnlichen Grössenordnung wie bei Senior Unsecured Corporate Debt anzusiedeln sind.

Methodologie

Abbildung 12: Defaults, Recovery und Kreditausfälle im Vergleich zu IG-Anleihen²²

Kreditrisiken

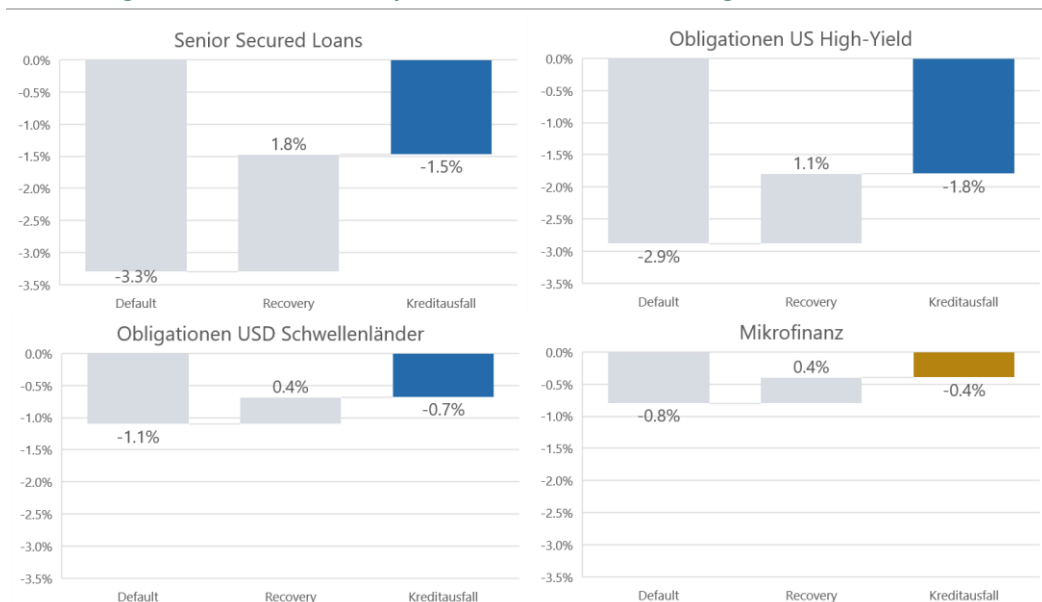


Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und Moody's 31.12.2024

Bemerkungen: Die Defaults für die Anlageklasse Mikrofinanz ergeben sich aus den Kreditausfällen und der unterstellten Recovery-Wahrscheinlichkeit von 50%.

Abbildung 12 zeigt die historischen Kreditausfälle von börsenkotierten Anleihen. Im Vergleich zu Investment-Grade-Anleihen verzeichnet Mikrofinanz höhere Kreditausfälle, welche den Bruttoertrag der Anlageklasse schmälern.

Abbildung 13: Defaults, Recovery und Kreditausfälle im Vergleich zu Sub IG-Anleihen



Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und Moody's 31.12.2024

Bemerkungen: Die Defaults für die Anlageklasse Mikrofinanz ergeben sich aus den Kreditausfällen und der unterstellten Recovery-Wahrscheinlichkeit von 50%.

²² Obligationen lokal Schwellenländer Staat mit einem 5.1% Anteil an Sub-Investment-Grade-Anleihen (Kreditrating BB).

In Abbildung 13 erfolgt der Vergleich mit Sub-Investment-Grade-Anleihen: Hier weist Mikrofinanz deutlich tiefere Kreditausfälle auf. Dies legt den Verdacht nahe, dass das Kreditrisiko von Mikrofinanz zwischen Investment und Sub-Investment Grade liegt.

Da es sich bei Mikrofinanz um die private Vergabe von Krediten handelt, stehen keine ex-ante standardisierten Kreditratings von externen Ratinganbietern zur Verfügung. MIVs verwenden eigene Methodologien zur Einschätzung des Kreditrisikos von MFIs, weshalb es für eine Investorin von Interesse ist, welchem Moody's-Rating die beobachteten Kreditausfälle ungefähr entsprechen. Da die genaue Zusammensetzung der Benchmark nach Kreditratings nicht bekannt ist, wird die beobachtete Ausfallrate genutzt, um die durchschnittliche Kreditqualität indirekt zu approximieren. Hierzu vergleichen wir die ex-post beobachtete Ausfallrate mit den typischen Ausfallwahrscheinlichkeiten der einzelnen Ratingkategorien. Die approximierte Ausfallrate von 0.4% liegt im Bereich der für ein BBB–BB-Rating typischen Werte und damit an der Grenze zwischen Investment und Sub-Investment Grade. Entsprechend verhält sich die Benchmark risikomässig wie ein Kreditportfolio mit einer durchschnittlichen Bonität zwischen BBB und BB. Eine mögliche Approximation ist in Abbildung 14 dargestellt.

Vergleich mit Standard Rating-Kategorien

Abbildung 14: Rückschlüsse von Kreditausfällen auf Standard-Rating-Kategorien

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	<B	Recovery-Wahrscheinlichkeit	Defaults	Recovery-Rate	Kreditausfälle
Defaults in % des Nominals (kum. 5 Jahre)	0.06%	0.28%	0.68%	1.38%	7.81%	19.88%	32.56%				
Anleihe AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	-0.01%	0.01%	-0.01%
Anleihe AA	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	-0.06%	0.03%	-0.03%
Anleihe A	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	50%	-0.14%	0.07%	-0.07%
Anleihe BBB	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	50%	-0.28%	0.14%	-0.14%
Anleihe BB	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	50%	-1.56%	0.78%	-0.78%
Anleihe B	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	50%	-3.98%	1.99%	-1.99%
Anleihe < B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	50%	-6.51%	3.26%	-3.26%
Mikrofinanz Kredit A	0%	0%	0%	67%	33%	0%	0%	50%	-0.70%	0.35%	-0.35%
Mikrofinanz Kredit B	0%	0%	30%	30%	40%	0%	0%	50%	-0.75%	0.37%	-0.37%
Mikrofinanz Kredit C	0%	0%	0%	75%	20%	5%	0%	50%	-0.72%	0.36%	-0.36%

Investment Grade | Sub Investment Grade

Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und Moody's 31.12.2024

Bemerkungen: Die Defaults für die Anlageklasse Mikrofinanz ergeben sich aus den Kreditausfällen und der unterstellten Recovery-Wahrscheinlichkeit von 50%.

Der Vergleich mit börsenkotierten Anleihen zeigt, dass Mikrofinanz höhere Kreditausfälle als Investment-Grade-Anleihen, aber deutlich tiefere Ausfälle als Sub-Investment-Grade-Anleihen aufweist. Da Mikrofinanzkredite in der Regel nicht über standardisierte externe Kreditratings verfügen, wird das Kreditrisiko indirekt über die erwarteten Kreditausfälle approximiert. Die durchschnittliche jährlich erwartete Kreditausfallrate von 0.4% deutet dabei auf eine Kreditqualität an der Grenze zwischen Investment Grade und Sub-Investment Grade hin, was einem approximierten Rating zwischen BBB und BB entspricht.

Fazit

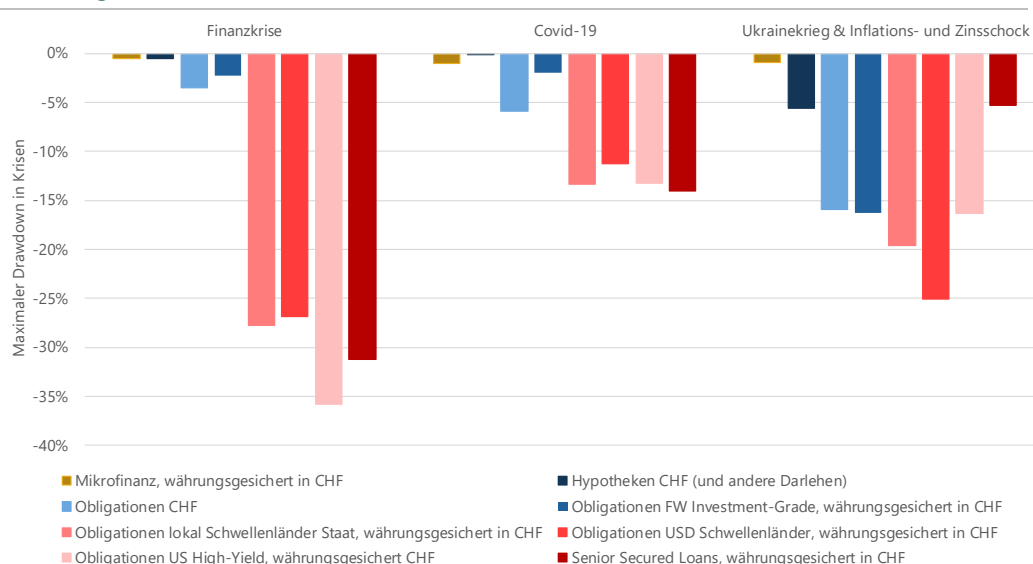
3.3 Krisenverhalten

Die Analyse des Krisenverhaltens ist für institutionelle Asset Owner von Bedeutung, da sie Aufschluss darüber gibt, inwieweit die Anlageklasse eine Diversifikation zu anderen Anlageklassen ermöglicht. Die im vorherigen Kapitel dargestellten Performance-Daten erlauben es, das Krisenverhalten der Anlageklasse zu untersuchen. Wie bereits angedeutet, können monatliche NAV-Bewertungen die Analyse verzerren, wenn liquide Märkte bereits reagiert haben, NAV-Bewertungen jedoch noch nicht erfolgt sind. Wir berücksichtigen diesen Umstand, indem wir Zeitfenster so wählen, dass der Vergleich zwischen den unterschiedlichen Anlageklassen fair gestaltet ist.

In Abbildung 15 sind die maximalen Drawdowns der Anlageklassen in Krisen dargestellt, die an kotierten Märkten in den letzten 20 Jahren für Turbulenzen sorgten. Während Anleihen im Sub-Investment-Grade-Bereich während der Finanzkrise Verluste von über -30% und Investment-Grade-Anleihen von rund -3% verzeichneten, erwiesen sich Mikrofinanz und Hypotheken mit einem maximalen Verlust von lediglich -0.5% als besonders robust. Ähnlich ist der Verlauf in der Covid-19-Pandemie. Der maximale Verlust für Mikrofinanz beträgt -1.0%, was deutlich tiefer ist als bei kotierten Anleihen sowohl im Investment-Grade- als auch im Sub-Investment-Grade-Bereich. Die möglichen Gründe für den historisch niedrigen Drawdown der Anlageklasse in Szenarien wie dem Ukraine-Krieg sowie Inflations- und Zinsschocks wurden bereits erläutert. Die Analyse bestätigt, was sich bereits in den vorherigen Analysen abgezeichnet hat: Mikrofinanz ist eine durchaus robuste Anlageklasse mit wenig Abhängigkeiten von kotierten Märkten.

Maximale Drawdowns in Krisen

Abbildung 15: Krisenverhalten von Mikrofinanz



Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und LSEG 31.12.2003-31.12.2025, Bemerkungen: Finanzkrise 28.02.06-31.03.10, Covid-19 31.12.19-31.12.2020, Ukrainekrieg, Zins- & Inflationschock 31.12.21-31.12.22, Investment-Grade-Anleihen in Blau, Anleihen mit Sub-Investment-Grade-Anteil in Rot. Die Anlageklassen und ihre Benchmarks sind im Anhang A2 beschrieben.

Die Analyse der monatlichen Performance-Daten zeigt, dass die niedrigste Monatsrendite von Mikrofinanz über die verfügbare Zeitperiode bei -0.8% lag. Diese Rendite trat im Jahr

2013 auf und resultierte aus einer signifikanten Abschreibung eines MIVs, der gegenüber der Mikrofinanzkrise in Andhra Pradesh exponiert war. Die verzögerten Abschreibungen lassen sich dadurch erklären, dass im Sektor notleidende Kredite typischerweise zunächst restrukturiert werden. Typische Restrukturierungen dauern 2-3 Jahre. Somit wurde erst 2013 festgestellt, dass die Kredite nicht mehr zurückgezahlt werden können, und dies spiegelte sich entsprechend im NAV der gegenüber dieser Krise exponierten MIVs wider. Die Möglichkeit zur Restrukturierung von Krediten kam der Anlageklasse auch in der Covid-19-Pandemie zugute, wie wir im Abschnitt zur Covid-19-Pandemie erläutert haben.

Insbesondere in Krisenzeiten erweist sich Mikrofinanz als robust: Die Anlageklasse weist **Fazit** geringe Abhängigkeiten zu kotierten Märkten auf. Zur Stabilität tragen einerseits die Möglichkeit, Kredite zu restrukturieren und zu refinanzieren, sowie ein wirksames Risikomanagement auf Ebene der MFIs und MIVs bei. Andererseits erlauben die involvierten Akteure, temporäre Liquiditätsengpässe auszusitzen.

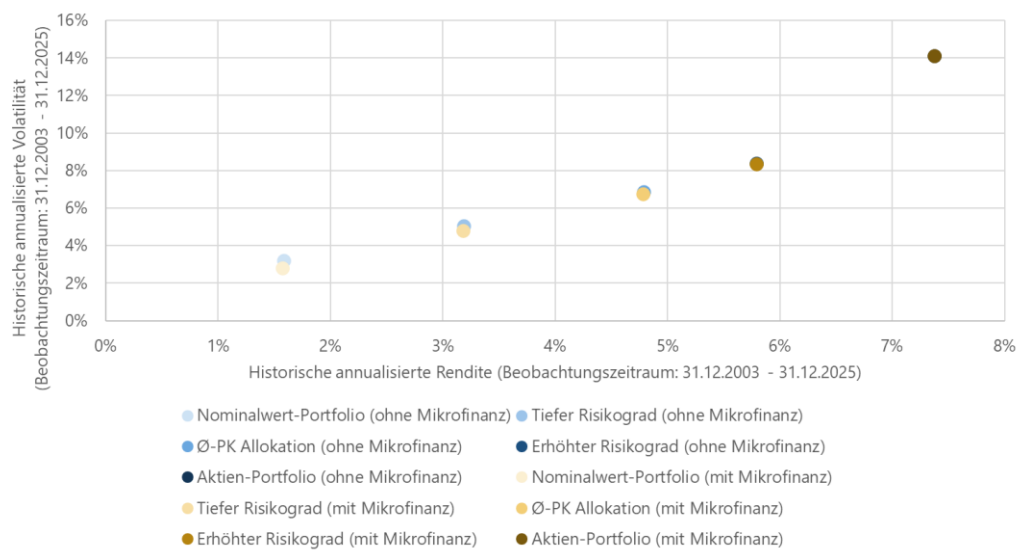
3.4 Portfolio-Effekte

Die vorherigen Analysen zeigen, dass die Beimischung von Mikrofinanz einem institutionellen Asset Owner vor allem ermöglicht, stabile, wenn auch bescheidene Renditen zu erzielen, die Volatilität im Portfolio zu reduzieren und geringere Abhängigkeiten zu den kotierten Märkten aufzuweisen. In einem nächsten Schritt untermauern wir das Diversifikationsargument, indem wir unterschiedliche Portfolios auf ihre Rendite- und Volatilitätseigenschaften miteinander vergleichen.

Die Portfolios unterscheiden sich dabei in zwei Merkmalen: Risikograd und Exposure zur Anlageklasse Mikrofinanz. Als Ausgangsportfolio dient die Allokation des UBS PK Performance Index, vereinfacht auf drei Anlagekategorien: Aktien, Nominalwerte und Immobilien Schweiz. Die Portfolios sind im Anhang A3 dargestellt. Es bildet damit approximativ eine durchschnittliche Anlagestrategie einer Schweizer Vorsorgeeinrichtung ab. Bei Portfolios mit höherem Risikograd werden die Nominalwerte schrittweise in Richtung 0% reduziert (und umgekehrt). Die Gewichte innerhalb der jeweiligen Anlagekategorien bleiben dabei proportional und unabhängig vom Risikograd konstant. In den Portfolios mit Mikrofinanz werden in der durchschnittlichen Anlagestrategie 5%-Punkte der FW-Anleihen Investment Grade durch Mikrofinanz substituiert. Der Anteil an Mikrofinanz bleibt über die unterschiedlichen Risikograde hinweg proportional konstant. **Methodologie**

Die Resultate der Analyse sind der Abbildung 16 zu entnehmen. Über den Beobachtungszeitraum ist es möglich, die Volatilität der Portfolios zu senken, während die Rendite ungefähr gleich hoch bleibt. Der Effekt ist selbstverständlich bei Portfolios mit einem hohen Nominalwert besonders gross. Wird ganz auf Nominalwerte verzichtet, wie bei den Aktien-Portfolios, so bleibt dieser Effekt aus. **Portfolio-Effekte 1**

Abbildung 16: Rendite vs. Volatilität Vergleich von unterschiedlichen Portfolios



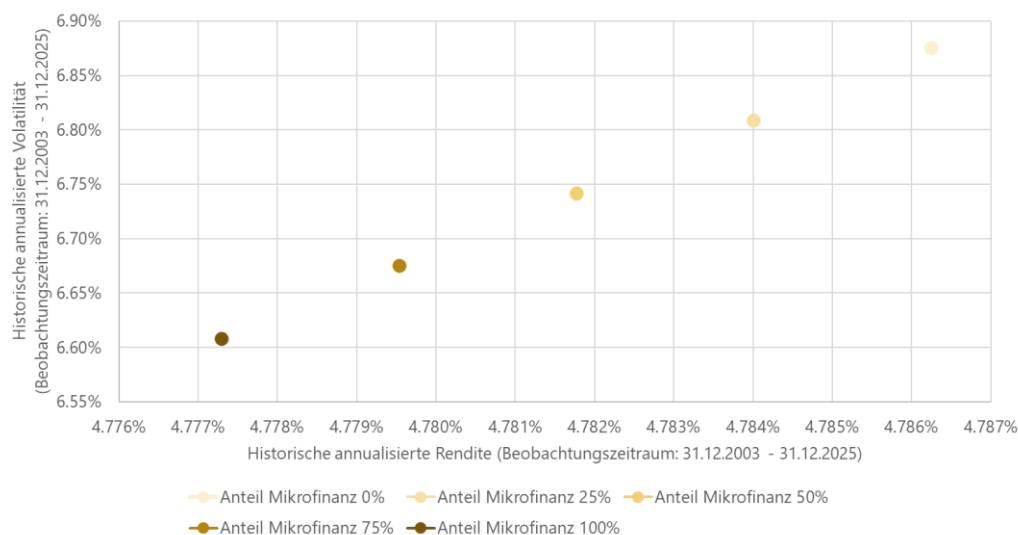
Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und LSEG 31.12.2003-31.12.2025
Bemerkungen: Portfolios sind im Anhang A3 dargestellt.

Zusätzlich analysieren wir die Auswirkungen auf die annualisierte Rendite und die Volatilität, wobei der Risikograd der Schweizer Vorsorgeeinrichtung konstant gehalten und der Mikrofinanzanteil über die verschiedenen Portfolios hinweg variiert wird. Wie in der vorherigen Analyse bildet das Ausgangsportfolio approximativ eine durchschnittliche Anlagestrategie einer Schweizer Vorsorgeeinrichtung ab. Die entsprechenden Ergebnisse sind in Abbildung 17 dargestellt.

Methodologie

Abbildung 17: Rendite vs. Volatilität Vergleich von unterschiedlichen Portfolios

Portfolio Effekte 2



Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Tameo Impact Fund Solutions und LSEG 31.12.2003-31.12.2025
Bemerkungen: Portfolios sind im Anhang A3 dargestellt.

Im mittleren Portfolio beträgt der Anteil von Mikrofinanz innerhalb des Nominalwertportfolios 50%, während die verbleibenden 50% in Obligationen FW IG investiert sind. Eine Erhöhung des Mikrofinanzanteils führt zu einer Reduktion der Volatilität bei gleichzeitig

leicht tieferer Rendite, wobei der Renditerückgang geringer ausfällt als der Volatilitätsgewinn. Ausgehend von einer 50/50-Allokation und unter der Annahme einer vollständigen Substitution der Obligationen FW IG durch Mikrofinanz reduziert sich die Volatilität des Portfolios um 15 Basispunkte. Der Renditeverlust beträgt dabei weniger als einen Basispunkt. Die Effekte verstärken sich, wenn ein institutioneller Asset Owner einen überdurchschnittlich hohen Nominalwertanteil im Portfolio hält und im Rahmen der Substitution einen höheren Anteil in Mikrofinanz investiert.

Die Rendite der Portfolios bleiben weitgehend unverändert, wenn Mikrofinanz durch eine Anlageklasse mit vergleichbaren Renditeeigenschaften im Beobachtungszeitraum ersetzt wird (vgl. Abbildung 16 und Abbildung 17). Entsprechend zeigt sich, dass bei einer Substitution durch Obligationen FW IG oder Obligationen Schwellenländer Lokal Staat – also Anlageklassen mit ähnlichen annualisierten Renditen – die Portfolio-Renditen auf einem vergleichbaren Niveau verbleiben. Erfolgt die Substitution hingegen durch eine Anlageklasse im Nominalwertbereich mit deutlich höheren realisierten Renditen, wie etwa High Yield oder Senior Secured Loans, verschlechtert sich das Renditeprofil des Portfolios stärker.

Einschränkungen
der Portfolio-Effekte

Abschliessend eine Bemerkung zur gemessenen Volatilität: Wie bereits an verschiedenen Stellen diskutiert, ist die tiefe ausgewiesene Volatilität einerseits auf die NAV-Bewertung zurückzuführen, andererseits auf das rigorose Risikomanagement sowie auf stabilisierende Akteure im Sektor. Nichtsdestotrotz erachten wir die Volatilität – insbesondere bei illiquiden Anlageklassen – als nur bedingt geeignetes Mass zur Beurteilung der inhärenten Risiken einer Anlageklasse. Entsprechend sprechen wir bewusst von einem Rendite-Volatilitätsprofil.

Ein institutioneller Asset Owner kann das Rendite-Volatilitätsprofil mit der Beimischung von Mikrofinanz moderat verbessern, sofern Mikrofinanz als Substitut für eine Anlageklasse mit ähnlichen Renditeeigenschaften eingesetzt wird.

Fazit

4 Fazit

Diese Studie befasst sich mit der Anlageklasse Mikrofinanz, untersucht ihre Funktionsweise und bewertet aus Sicht institutioneller Asset Owner, ob sie eine sinnvolle Ergänzung in einer Anlagestrategie darstellen kann. Auf Basis der durchgeführten Analysen lassen sich mehrere zentrale Erkenntnisse festhalten, die sowohl Vor- als auch Nachteile der Anlageklasse aufzeigen.

4.1 Zentrale Ergebnisse: Hintergrund und Funktionsweise

Wir haben diskutiert, dass Mikrofinanz ursprünglich als Instrument zur Armutsbekämpfung konzipiert wurde und zunächst vor allem von nicht-kommerziellen Akteuren umgesetzt wurde. Sukzessive erfuhr der Sektor weltweit eine zunehmende Kommerzialisierung: Sowohl MIVs als auch MFIs legen heute verstärkt Wert auf nachhaltige Finanzierung und operative Effizienz.

Strukturelle, stabilisierende Faktoren im Sektor

Obwohl das Engagement von DFIs im kommerziellen Sektor abgenommen hat, bestehen weiterhin Verflechtungen zwischen MFIs, DFIs und MIVs. Diese historisch gewachsene Struktur des Sektors hat zwei zentrale Effekte für einen institutionellen Asset Owner: Zum einen führen die häufig dualen «impact first» Mandate der DFIs dazu, dass die Renditen tendenziell etwas niedriger ausfallen, als dies in einem rein kommerziellen Umfeld der Fall wäre. In bestimmten Regionen können DFIs zudem sehr attraktive Konditionen für MFIs bereitstellen, sodass kommerzielle MIVs teilweise verdrängt werden oder ihre Konditionen entsprechend anpassen müssen.

Zum anderen stärken diese Strukturen die Stabilität und Resilienz der Anlageklasse in Krisenzeiten, wie etwa während der Covid-19-Pandemie. Zwar blieb der Sektor von den Auswirkungen der Pandemie nicht unberührt, doch sorgen bestehende Mechanismen – insbesondere gezieltes Liquiditätsmanagement und die hohe Kooperationsbereitschaft sowohl zwischen DFIs und MIVs als auch unter den MIVs selbst – dafür, dass Ausfälle in Krisenzeiten begrenzt bleiben und die Anlageklasse insgesamt widerstandsfähig ist.

Ein weiterer zentraler Mechanismus ist das Management des Kreditrisikos. Die sektorspezifische Risikokaskade stellt sicher, dass Kreditausfälle zunächst über die Rückstellungen der MFIs absorbiert werden, bevor sie die MIVs belasten, die ebenfalls erwartete Kreditausfälle ex-ante provisionieren. Darüber hinaus tragen standardisierte Kreditvergabeverfahren, dynamische Anreizsysteme und die persönlichen Beziehungen der Loan Officers zu den Endkunden dazu bei, dass die Kreditrisiken insgesamt kontrolliert bleiben.

Wirksames Risikomanagement

Diese Kombination aus strukturellen Elementen und konsequentem Risikomanagement auf Ebene von MFIs und MIVs kann erklären, warum Mikrofinanz trotz inhärenter Risiken eine vergleichsweise stabile und krisenresistente Anlageklasse ist – ein Befund, der durch die quantitativen Auswertungen bestätigt wird.

4.2 Zentrale Ergebnisse: Quantitative Analyse

Der «Microfinance Private Debt Index» (TX-MFD) und der über 20-jährige Track Record der Anlageklasse schaffen die Grundlage für eine fundierte quantitative Analyse.

Mikrofinanz hat über die letzten 20 Jahre moderate, aber stabile Renditen erzielt. Über diesen Zeitraum erwirtschaftete die Anlageklasse rund 1.3% in CHF pro Jahr. Die annualisierten Renditen sind vergleichbar mit Fremdwährungs-Anleihen im Investment-Grade-Bereich. Die realisierten Renditen sind stark vom Beobachtungszeitraum abhängig. Die monatliche NAV-Bewertung, die strukturellen, stabilisierenden Elemente im Sektor sowie das durchgeführte Risikomanagement führen zu einer sehr tiefen Volatilität von rund 0.6% pro Jahr. Unter Berücksichtigung der risikoadjustierten Renditen sowie der durchschnittlich erwarteten Kreditausfällen beurteilen wir die analysierte Benchmark – und damit kommerzielle Mikrofinanzanlagen – als «marktkonform».

Performance

Mikrofinanz verzeichnet historisch betrachtet etwas höhere Ausfälle als Investment-Grade-Anleihen, aber niedrigere Ausfälle als Sub-Investment-Grade-Anleihen. Die durchschnittliche jährliche approximierte Ausfallrate von 0.4% deutet auf eine Kreditqualität an der Grenze zwischen Investment und Sub-Investment Grade hin, entsprechend einem Rating zwischen BBB und BB. Da keine standardisierten externen Ratings vorliegen, erfolgt diese Einschätzung jedoch über die beobachteten Ausfallraten.

Kreditrisiken

Mikrofinanz erweist sich als robuste Anlageklasse mit geringen Abhängigkeiten von kотиerten Märkten in den untersuchten Krisen. Verzögerte NAV-Bewertungen können kurzfristige Analysen verzerren, die langfristige Resilienz der Anlageklasse ist in der Zeitreihe des TX-MFD ersichtlich. Sowohl die Kreditausfälle als auch die NAV-Korrekturen bleiben selbst in grossen Krisen – wie der Covid-19-Pandemie – bescheiden.

Krisenverhalten

Mikrofinanz weist die folgenden Portfolio-Effekte auf: Volatilitätsreduktion bei gleicher Rendite, unter der Annahme, dass die substituierte Anlageklasse ähnliche Renditeeigenschaften aufweist. Bei Substitution risikoreicherer Anlageklassen, wie High Yield oder Senior Secured Loans, zeigt sich hingegen kein Vorteil für das Renditeprofil, jedoch eine Risikoreduktion.

Portfolio-Effekte

4.3 Fazit: Gesamtbewertung für institutionelle Asset Owner

Im Zentrum der Analyse steht unter anderem das Kreditrisiko, das im Nominalwert-Bereich das zentrale Risiko darstellt. Trotz der Vergabe von Krediten an Personen mit sehr niedrigem Einkommen, die besonders krisenanfällig sind, bleiben die Ausfallraten im Vergleich gering. Der über 20 Jahre verfügbare Track Record der Anlageklasse untermauert diese Einschätzung. Die Stabilität der Anlageklasse lässt sich auf strukturelle Eigenschaften des Sektors zurückführen, insbesondere die Verflechtung von MIVs und DFIs, sowie auf das konsequente Risikomanagement auf Ebene der MFIs und MIVs. Dazu gehört die

sektorspezifische Risikokaskade, standardisierte Kreditvergabeverfahren, dynamische Anreizsysteme und persönliche Beziehungen zwischen Loan Officers und Endkunden, die gemeinsam dazu beitragen, die wesentlichen initialen Kreditrisiken im Zaum zu halten.

Für institutionelle Asset Owner, die im Private Debt Bereich einen Renditetreiber suchen, lohnt sich eine Mikrofinanz Investition kaum. Eine Investition bringt vor allem einen stabilisierenden Portfoliobaustein mit Diversifikationseigenschaften. Für institutionelle Asset Owner mit langfristigem Anlagehorizont kann die Anlageklasse eine sinnvolle Ergänzung darstellen. Vorausgesetzt, Liquiditätsaspekte werden auf Ebene der gesamten Anlagestrategie analysiert.

Unsere Analyse stützt sich auf Benchmark-Daten. Die Umsetzung der Anlageklasse variiert teils erheblich und die Heterogenität der MIVs ist hoch. Welche Form institutionelle Anleger bevorzugen – etwa ein Fonds mit oder ohne Exposure gegenüber Lokalwährungen von Schwellenländern – sollte daher stets im Kontext der gesamten Anlagestrategie bewertet und vor einer Investition sorgfältig geprüft werden. Angesichts der Komplexität der Anlageklasse und der Vielfalt möglicher Umsetzungsformen ist eine gründliche Analyse entscheidend, um die optimale Umsetzung im individuellen Portfolio sicherzustellen.

Unser besonderer Dank gilt Tameo Impact Fund Solutions für die konstruktive und professionelle Zusammenarbeit sowie für die Bereitstellung der Performance-Daten und der aggregierten historischen Daten zur Benchmark TX-MFD wie auch zur Private-Asset-Impact-Fund-Datenbank. In der Methodik würdigen wir insbesondere die Datenqualität und Einzigartigkeit der Datengrundlagen. Die in dieser Publikation verwendeten Daten sind von Tameo lizenziert.

Dank

5 Literaturverzeichnis

Angelucci, M., D. Karlan, and J. Zinman. 2015. "Microcredit Impacts: Evidence from a Randomized Microcredit Program Placement Experiment by Compartamos Banco." *American Economic Journal: Applied Economics* 7 (1): 151–182. Quellen

Armendáriz, B. und J. Morduch. 2010. *The Economics of Microfinance*. Cambridge, MA: MIT Press.

Banerjee, A. und Duflo, E. 2011. *Poor Economics*. New York, PublicAffairs.

Banerjee, A., D. Karlan, und J. Zinman. 2015. "Six Randomized Evaluations of Microcredit: Introduction and Further Steps." *American Economic Journal: Applied Economics* 7 (1): 1–21.

BlueOrchard, Developing World Markets, Incofin, MicroVest, Oikocredit, responsAbility, Symbiotics, Triodos Investment Management, & Triple Jump. (2020). *Memorandum of Understanding (MoU): Coordination among MIVs in response to COVID-19*. https://7eab7e50-e834-461b-8539-7e8435e86338.file-susr.com/ugd/361833_8dcc8ce984984ee2bcc2c4fccc66d0d5.pdf

Cai, J., Meki, M., Quinn, S., Field, E., Kinnan, C., Morduch, J., de Quidt, J., & Said, F. (2025, Januar). *Microfinance*. *VoxDevLit*, 3(3). <https://voxdev.org/voxdevlit/microfinance>

CGAP. (2020). *Microfinance & COVID-19: Examples of Regulatory Responses Affecting Microfinance Providers*. Consultative Group to Assist the Poor. <https://www.cgap.org/research/data/microfinance-covid-19-examples-of-regulatory-responses-affecting-microfinance-providers>

CGAP. (2021a). *Microfinance solvency and COVID-19: A Call for Coordination*.

CGAP. (2021b). *Crisis response roadmap for MFIs*.

CGAP. (2021c). *Credit and solvency risk of Financial Service Providers in Financial Inclusion: ATLAS + CGAP survey* [Webinar-Präsentation]. https://www.cgap.org/sites/default/files/event_documents/2021_12_07_Webinar_Solvency_Atlas_and_CGAP_Survey.pdf

CFA UK, 2025a, Chapter 4: Asset Classes and Products in Public and Private Markets

CFA UK, 2025b, Chapter 1: Introduction to Impact Investing

Cole, S. 2009. "Fixing Market Failures or Fixing Elections? Agricultural Credit in India." *American Economic Journal: Applied Economics* 1 (1): 219-250.

Convergences. (2024). *Impact finance barometer 2024: Global microfinance overview* (Vol. 1). Convergences. https://www.convergences.org/wp-content/uploads/2024/09/BFI-2024_VFINAL_EN_compressed.pdf

Credo Bank. (2023a). *Investment from BlueOrchard*. <https://credobank.ge/en/media-and-blog/media/investment-from-blueorchard>

Credo Bank. (2023b). *Proparco becomes shareholder of Credo Bank*. <https://credobank.ge/en/media-and-blog/media/proparco>

Duvendack, M., R. Palmer-Jones, J. Copestake, L. Hooper, Y. Loke, and N. Rao. 2011. *What is the Evidence of the Impact of Microfinance on the Well-Being of Poor People?* London: EPPI-Centre, Social Science Research Unit, Institute of Education, University of London.

EIB. (2020). *European bilateral development finance institutions and EIB launch EUR 280 million financing initiative to support COVID-19-impacted businesses*. Abgerufen von <https://www.eib.org/en/press/all/2020-300-european-bilateral-development-finance-institutions-and-eib-launch-eur-280-million-financing-initiative-to-support-covid-19-impacted-business>

Enabling Capital. (n.d.). *Welcoming Kashf Foundation to our investment portfolio*. <https://enabling.ch/news/welcoming-kashf-foundation-to-our-investment-portfolio>

Finnfund. (2024a). *Kashf Foundation*. <https://www.finnfund.fi/en/hankkeet/kashf-foundation-2/>

Finnfund. (2024b). *Case: Oasis Credit is the first international micro and small business lender in Uzbekistan*. <https://www.finnfund.fi/en/impact/impact-results/impact-stories/case-oasis-credit-is-the-first-international-micro-and-small-business-lender-in-uzbekistan/>

Gerbl, E. (2019, April). *Mikrofinanzfonds investieren auf den exotischsten und schwierigsten Märkten der Welt. BILANZ*, 04/2019. <https://www.blueorchard.com/wp-content/uploads/Mikrofinanz.pdf>

GIIN, 2024a, *State of the Market 2024 Trends, Performance and Allocation* abgerufen von <https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/giin/assets/publication/giin-stateofthemarket2024-report-2024.pdf>

GIIN, 2024b, Sizing the Impact Investing Market 2024 abgerufen von <https://the-giin.org/publication/research/sizing-the-impact-investing-market-2024/>

Goodman, P. (2006). *Microfinance investment funds: Objectives, players, potential*. In I. Matthäus-Maier & J. D. von Pischke (Eds.), *Microfinance Investment Funds* (pp. 1–34). KfW Bankengruppe.

Janda, K., Svárovská, B., & Zetek, P. (2014). *Can investment in microfinance funds improve risk–return characteristics of a portfolio?* *Technological and Economic Development of Economy*, 20(4), 673–695.

Lee, S., Han, K. C., Suk, D. Y. und Sung, H. M. (2025). *COVID-19 pandemic impact on micro-finance industry*. *Future Business Journal*, 11, Article 56. <https://doi.org/10.1186/s43093-025-00479-w>

Mendelson, S., & Rozas, D. (2024). *Selected microfinance crises: Past, present, and future*. *Oxford Review of Economic Policy*, 40(1), 30–43. <https://doi.org/10.1093/oxrep/g>

Meyer, J. (2018). *Microfinance investment vehicles: Financial performance and social impact* (Doctoral dissertation, University of Zurich).

O’Donohoe, N., & Littlefield, E. (2009). *Global Research: Development Finance Institutions and microfinance*. JPMorgan / Global Research.

PAIF, 2024, Private Asset Impact Fund Report abgerufen von <https://tameo-solutions.com/private-asset-impact-fund-report>

Rodríguez Monroy, C., & Huerga, Á. (2010). *International for-profit investments in micro-finance institutions equity*. *Journal of Industrial Engineering and Management (JIEM)*, 3(2), 709–731. <https://doi.org/10.3926/jiem.549>

Roodman, D. 2012. *Due Diligence: An Impertinent Inquiry into Microfinance*. Washington, DC: CGD research trust Books.

Symbiotics, 2018, *Banking for Impact* [White paper]. Symbiotics Group. https://symbioticsgroup.com/wp-content/uploads/2018/10/Symbiotics_BankingForImpact.pdf

Symbiotics & SECO, 2019, *Swiss Microfinance & Impact Investments Report* abgerufen von https://symbioticsgroup.com/wp-content/uploads/2019/10/SMFI_2019_web.pdf

Tameo Microfinance Private Debt Index (TX-MFD), 2025, abgerufen von <https://tameo.solutions/analytics>

von Stauffenberg, D., Jansson, T., Kenyon, N., & Barluenga-Badiola, M.-C. (2003). *Performance indicators for microfinance institutions: Technical guide* (3rd ed.). Inter-American Development Bank & MicroRate. <https://www.findevgateway.org/sites/default/files/publications/files/mfg-en-toolkit-performance-indicators-for-microfinance-institutions-technical-guide-3rd-edition-2003.pdf>

Anhang

A1. Methodologie TX-MFD Index

Aufnahmekriterien in den Index:

- Rechtliche Einheit, registriert als Investmentfonds oder Teilfonds, mit Anteilen in USD, EUR oder CHF
- Verfügbarkeit monatlicher Nettoinventarwerte
- Mehrheit der Investitionen direkt oder indirekt auf Mikro-, Klein- und Mittelunternehmen (MSME) ausgerichtet
- Mehrheit der Vermögenswerte als Private-Debt-Anlagen
- Fokus auf mehrere Länder (Emerging- und Frontier-Märkte)
- Vollständig abgesicherte Währungsrisiken
- Unterstützung durch mehrere Investoren (kein Fonds mit nur einem einzelnen Investor)

Methodik zur Indexberechnung:

- Die Fonds sind gleichgewichtet.
- Die Indexrendite wird als durchschnittliche monatliche Rendite der Anteilspreise der einzelnen Fonds bzw. Teilfonds berechnet.
- Die monatliche Performance wird jeweils spätestens am letzten Geschäftstag des Monats oder früher, sobald die Daten verfügbar sind, berechnet.
- Der Index unterstellt eine vollständige Reinvestition der Erträge.

A2. Verwendete Benchmarks

Anlagekategorie	Zeitraum	Benchmark
Hypotheken CHF (und andere Darlehen)	Gesamt	REAL DB Hypotheken CHF Index CapW
Obligationen CHF	bis 31.01.2007	Bloomberg Swiss Aggregate, TR
	ab 31.01.2007	Swiss Bond Index, Total AAA-BBB, TR
Obligationen FW Investment-Grade, währungsgesichert in CHF	Gesamt	Bloomberg Global Aggregate Corporates TR, hdg in CHF
Obligationen USD Schwellenländer, währungsgesichert in CHF	bis 31.08.2008	Bloomberg EM USD Aggregate TR, hdg in CHF c-alm
	ab 31.08.2008	Bloomberg EM USD Aggregate TR, hdg in CHF
Obligationen lokal Schwellenländer Staat, währungsgesichert in CHF	bis 31.07.2008	Bloomberg Global Aggregate - Treasuries TR, hdg in CHF
	31.07.2008 - 30.06.2014	Bloomberg EM Local Currency Government TR, hdg in CHF c-alm
	ab 30.06.2014	Bloomberg EM Local Currency Government TR, hdg in CHF
Obligationen US High-Yield, währungsgesichert CHF	bis 31.08.2008	Bloomberg US Corporate High Yield TR, hdg in CHF c-alm
	ab 31.08.2008	Bloomberg US Corporate High Yield TR, hdg in CHF
Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF	Gesamt	TX-MFD
Senior Sec. Loans, hdg. In CHF	Gesamt	CS Leveraged Loan Index TR, hdg in CHF c-alm

A3. Portfolio-Allokationen

Portfolio-Effekte 1: ohne Mikrofinanz

Anlagekategorie	Nominalwert-Portfolio	Tiefer Risikograd	Ø-PK Allokation	Erhöhter Risikograd	Aktien-Portfolio	Benchmark
Geldmarkt CHF	5.9%	3.9%	2.0%	0.9%	0.0%	FTSE CHF 3m
Obligationen CHF	64.7%	43.4%	22.0%	9.7%	0.0%	Swiss Bond Index, Total AAA-BBB, TR
Obligationen FW Investment-Grade, währungsgesichert in CHF	29.4%	19.7%	10.0%	4.4%	0.0%	Bloomberg Global Aggregate Index TR, hdg in CHF
Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	TX-MFD
Nominalwerte	100.0%	67.0%	34.0%	15.0%	0.0%	
Aktien Schweiz	0.0%	5.5%	11.0%	15.1%	27.5%	Swiss Performance Index, TR
Aktien Welt Industrieländer	0.0%	6.0%	12.0%	16.5%	30.0%	MSCI World Index, TR (GR)
Aktien Welt Industrieländer, währungsgesichert in CHF	0.0%	6.0%	12.0%	16.5%	30.0%	MSCI World DM Index TR, hdg in CHF c-alm
Aktien Welt Schwellenländer	0.0%	2.5%	5.0%	6.9%	12.5%	MSCI Emerging Markets Index, TR (GR)
Aktien	0.0%	20.0%	40.0%	55.0%	100.0%	
Immobilien Schweiz Anlagestiftungen	0.0%	13.0%	26.0%	30.0%	0.0%	KGAST Immo-Index
Immobilien	0.0%	13.0%	26.0%	30.0%	0.0%	
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

Portfolio-Effekte 1: mit Mikrofinanz

Anlagekategorie	Nominalwert-Portfolio	Tiefer Risikograd	Ø-PK Allokation	Erhöhter Risikograd	Aktien-Portfolio	Benchmark
Geldmarkt CHF	5.9%	3.9%	2.0%	0.9%	0.0%	FTSE CHF 3m
Obligationen CHF	64.7%	43.4%	22.0%	9.7%	0.0%	Swiss Bond Index, Total AAA-BBB, TR
Obligationen FW Investment-Grade, währungsgesichert in CHF	14.7%	9.9%	5.0%	2.2%	0.0%	Bloomberg Global Aggregate Index TR, hdg in CHF
Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF	14.7%	9.9%	5.0%	2.2%	0.0%	TX-MFD
Nominalwerte	100.0%	67.0%	34.0%	15.0%	0.0%	
Aktien Schweiz	0.0%	5.5%	11.0%	15.1%	27.5%	Swiss Performance Index, TR
Aktien Welt Industrieländer	0.0%	6.0%	12.0%	16.5%	30.0%	MSCI World Index, TR (GR)
Aktien Welt Industrieländer, währungsgesichert in CHF	0.0%	6.0%	12.0%	16.5%	30.0%	MSCI World DM Index TR, hdg in CHF c-alm
Aktien Welt Schwellenländer	0.0%	2.5%	5.0%	6.9%	12.5%	MSCI Emerging Markets Index, TR (GR)
Aktien	0.0%	20.0%	40.0%	55.0%	100.0%	
Immobilien Schweiz Anlagestiftungen	0.0%	13.0%	26.0%	30.0%	0.0%	KGAST Immo-Index
Immobilien	0.0%	13.0%	26.0%	30.0%	0.0%	
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

Portfolio-Effekte 2: Anteile Mikrofinanz im ausländischen Obligationen Fremdwährung Segment

Anlagekategorie	Anteil Mikrofinanz 0%	Anteil Mikrofinanz 25%	Anteil Mikrofinanz 50%	Anteil Mikrofinanz 75%	Anteil Mikrofinanz 100%	Benchmark
Geldmarkt CHF	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	FTSE CHF 3m
Obligationen CHF	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	Swiss Bond Index, Total AAA-BBB, TR
Obligationen FW Investment-Grade, währungsgesichert in CHF	10.0%	7.5%	5.0%	2.5%	0.0%	Bloomberg Global Aggregate Index TR, hdg in CHF
Mikrofinanz, währungsgesichert in CHF	0.0%	2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	TX-MFD
Nominalwerte	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	
Aktien Schweiz	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	Swiss Performance Index, TR
Aktien Welt Industrieländer	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	MSCI World Index, TR (GR)
Aktien Welt Industrieländer, währungsgesichert in CHF	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	MSCI World DM Index TR, hdg in CHF c-alm
Aktien Welt Schwellenländer	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	MSCI Emerging Markets Index, TR (GR)
Aktien	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	
Immobilien Schweiz Anlagestiftungen	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	KGAST Immo-Index
Immobilien	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

c-alm AG

Die c-alm ist ein unabhängiges Beratungsunternehmen für Vorsorgeeinrichtungen, Versicherungen und weitere Unternehmen. Die c-alm mit Standorten in St. Gallen und Zürich entstand als Spin-Off der Universität St. Gallen. Mehr Informationen unter: www.c-alm.ch

