

## Financial Inclusion 2.0 – eine attraktive Ergänzung zu Mikrofinanzanlagen

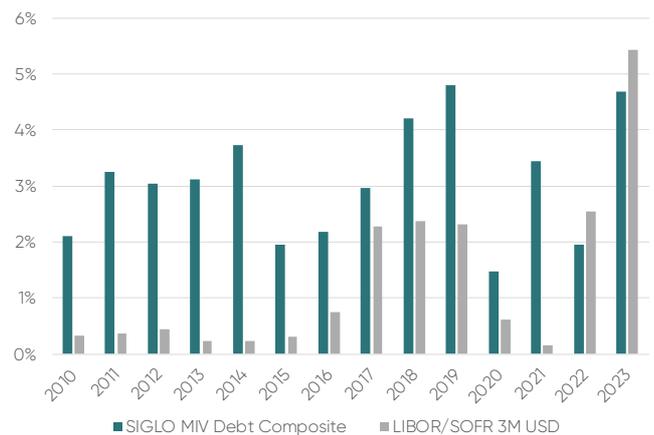
Die ersten Mikrofinanz-Fonds wurden bereits in den späten 1990ern lanciert und sind mittlerweile eine etablierte Form von Impact Investing. Während des Niedrigzinsumfelds genoss die Anlageklasse einen enormen Wachstumsschub, angetrieben durch die Nachfrage von institutionellen Anlegern auf der Suche nach positiven, unkorrelierten Renditen. Mit der Zinswende sank jedoch die Attraktivität von Mikrofinanz, da die Verzinsung im Vergleich zu anderen Kreditanlagen weniger stark anstieg. In unserem Timeout stellen wir nun eine relativ junge Anlagestrategie vor, die ebenfalls unterversorgten Gruppen vor allem in Schwellenländern Zugang zu Finanzdienstleistungen ermöglicht. Im Gegensatz zum klassischen Mikrofinanzgeschäft setzen diese neuen Ansätze voll auf digitale Lösungen, was die Effizienz steigert und sowohl tiefere Zinsen für Darlehensnehmer als auch höhere Renditeaussichten für Anleger ermöglicht.

### Traditionelle Mikrofinanzfonds

Mikrofinanz (Debt)-Fonds waren vor allem während des Tiefzinsumfeldes eine auf mehreren Ebenen attraktive Anlageklasse (siehe Abbildung 1). Nebst dem positiven Effekt, dass zahllose Unternehmer und KMUs aus Schwellenländern Zugang zu professioneller Kreditvergabe erhielten, sprach für Investoren auch eine rein ökonomische Betrachtung für diese Anlageklasse: Die Differenz zwischen den erzielbaren und auch erzielten Renditen und dem risikolosen Zins waren signifikant. Zudem korrelieren die Anlagen wenig mit traditionellen festverzinslichen Anlagen. Und nicht zuletzt blieben die historischen Ausfallraten gering, sogar während der Covid 19-Pandemie.

Das Bild änderte sich aber ab 2022 aufgrund des rasant gestiegenen Zinsniveaus in den USA. In den Jahren 2022 und 2023 lagen die Renditen von Mikrofinanz-Fonds gemessen am SMX MIV Index unter dem risikolosen Zins. Gewisse Mikrofinanz-Anbieter werfen zwar ein, dass die US-Zinsen derart stark und schnell gestiegen seien, dass ein Nachholeffekt noch nicht in den realisierten Renditen der Fonds reflektiert sei; zumal je nach Fondsstrategie der Anteil an fix versus variabel verzinsten Darlehen variiert. Obwohl dieses Argument nachvollziehbar erscheint, kann in unseren Augen die gesunkene absolute und relative Attraktivität gegenüber anderen festverzinslichen Anlagen heute kaum abgestritten werden. Das merken auch innovative Anbieter, was uns in Kürze zu den Chancen bringen wird.

**Abbildung 1: Renditevergleich zwischen Mikrofinanz-Fonds und risikolosem Zinssatz (Stand Dezember 2023)**



Quelle: Jährliche Renditen des SIGLO MIV Debt Composite basierend auf 10 rapportierenden Mikrofinanz-Debt-Fonds in USD. Vergangene Renditen sind rein indikativ und stellen keine Garantie für zukünftige Ergebnisse dar.

Investoren, welche bereits eine Allokation in Mikrofinanz-Anlagen getätigt haben, schätzen die Diversifikationseigenschaften und den positiven Wirkungsgehalt der Anlageklasse, denken derzeit jedoch selten über eine Aufstockung nach. Wer den Bereich des Inklusiven Finanzwesens («Financial Inclusion») ausbauen möchte, dem eröffnet sich aber mit Fintech-Lending mit Fokus auf Schwellen- und Entwicklungsländer im derzeitigen Umfeld eine vielversprechende neue Nische.

### Digitalisierung als gewinnbringender Kostensenker

Bei traditionellen Mikrofinanzanlagen stösst zuweilen die hohe Differenz zwischen den von Darlehensnehmern bezahlten Zinsen und den von Investoren erzielbaren Nettorenditen auf ein nachvollziehbares Unverständnis. Wie es bei alternativen Anlagen üblich ist, kommt schnell der Verdacht auf, dass hohe Managementgebühren die Ursache für die Renditediskrepanz sind. Aus unserer Sicht und aufgrund unserer umfassenden Datenbank ist es jedoch nicht zutreffend, dass die Mikrofinanzinstitute oder einzelne Fondsmanager exorbitante Margen oder Gebühren einheimsen. Vielmehr liegt die Ursache in den hohen operationellen Kosten, welche im klassischen Mikrofinanzgeschäft normalerweise anfallen.

Von den durchschnittlich rund 30% Zinsen (abhängig von Weltregion und Land), welche ein Mikrofinanzinstitut von einem Darlehensnehmer verlangt, verschlingen operative Kosten (inkl. Gewinnmarge) bereits rund die Hälfte. Kosten für Währungsabsicherungen, Verlustrückstellungen und Fondsgebühren schmälern die Nettorenditen für Anleger zusätzlich. Am Ende bleiben durchschnittlich annualisiert zwischen 3 - 4% in USD für den Endinvestor

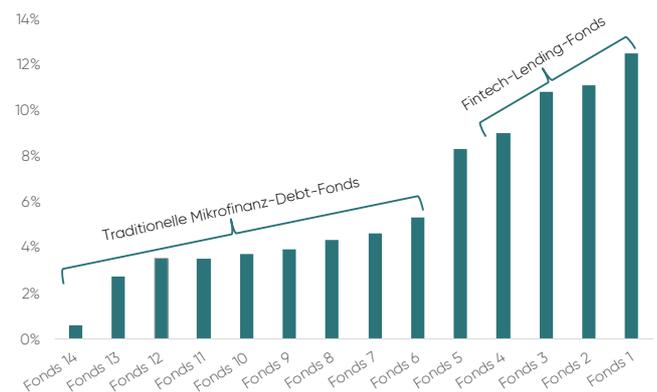
übrig. Diese hohen operativen Kosten erstaunen nicht, wenn man bedenkt, dass für die Kreditwürdigkeitsprüfung für Mikro- und Kleinkredite ein ähnlich hoher Aufwand betrieben wird wie für Grosskredite. Es wird oft noch auf den persönlichen Kontakt zwischen dem Mikrofinanzinstitut und den Darlehensnehmern gesetzt, d.h. ein Mitarbeiter des Finanzinstituts fährt in der Regel weit ausserhalb der urbanen Zentren zu den Endkunden, erklärt ihnen die Kreditprodukte und -konditionen im Detail, händigt das Darlehen aus und sammelt anschliessend auch die fälligen Zahlungen wieder ein.

Spätestens seit der Covid 19-Pandemie, als in zahlreichen Ländern der Welt der persönliche Kontakt stark eingeschränkt bzw. sogar untersagt wurde, erhielt die Digitalisierung in der Finanz- und besonders in der Kreditindustrie zur Effizienzsteigerung einen starken Rückenwind. Einige Pioniere der Mikrofinanzindustrie setzten zwar schon vor der Pandemie auf die digitale Karte und legten Fondsstrategien auf, die statt den traditionellen Mikrofinanzinstituten digitale Kredit-Plattformen in Schwellenländern finanzierten, welche ihrerseits digitalisiert Kredite an kleinere und mittelständische Betriebe (KMUs) oder Haushalte vergeben.

Gemäss den Aussagen dieser Fintech-Fondsmanager liegen die Zinssätze für die Darlehensnehmer bei durchschnittlich weniger als 20%, und damit deutlich tiefer als bei auf dem traditionellen Weg abgewickelten Mikro-krediten. Die tieferen Sätze sind möglich, weil Fintech-Plattformen wertvolle Daten über die Historie des Zahlungsverhaltens und Cashflows der Kunden sammeln, besitzen und nutzen bzw. verarbeiten und somit das Kreditrisiko wesentlich schneller und besser abschätzen können. Zudem sind Auszahlungen und Rückzahlungen fast komplett automatisiert, was die operativen Kosten spürbar senkt. Vorausgesetzt, dass die Effizienzgewinne mindestens teilweise an die Endinvestoren in den Fonds weitergegeben werden, sollten mit diesen Strategien höhere Nettorenditen als im noch weniger stark digitalisierten, klassischen Mikrofinanzgeschäft realisierbar sein.

Wie unsere Peergroup-Analyse von Fonds aus dem Bereich Financial Inclusion veranschaulicht, überflügeln die Fintech-Fonds die traditionellen Mikrofinanz-Fonds über die letzten 24 Monate (Abbildung 2) in Bezug auf die Rendite effektiv signifikant. Im Durchschnitt liegt die annualisierte Rendite der Fintech-Lending-Fonds über die Beobachtungsperiode bei knapp 11% in USD. Die traditionellen Mikrofinanz-Debt-Fonds (in Hartwährung) rentierten in der gleichen Zeit im Schnitt annualisiert knapp 4% in USD. Uns ist klar, dass unser Sample klein ist und keine Garantie darstellen kann, aber das Potenzial spricht in unseren Augen trotzdem für sich.

**Abbildung 2: Peergroup-Analyse für Financial Inclusion Fonds über 24 Monate (Stand Dezember 2023)**



Quelle: Annualisierte Renditen basierend auf monatlichen Renditezahlen in USD von Januar 2021 bis Dezember 2023 von rapportierenden Financial-Inclusion-Fonds. Fonds 5 ist ein Mikrofinanz-Fonds, in welchem die Lokalwährungen nicht abgesichert werden. Vergangene Renditen sind rein indikativ und stellen keine Garantie für zukünftige Ergebnisse dar.

### Eine sinnvolle Ergänzung, kein Ersatz!

Soll nun wegen der höheren Renditeaussichten gänzlich von traditionellen Mikrofinanzfonds zu Fintech Lending-Fonds umgeschichtet werden? Wohl eher nicht. Eine Fintech Lending-Strategie ist in unseren Augen vor allem eine sinnvolle Ergänzung zu einem bestehenden Mikrofinanz-Portfolio und kein vollständiger Ersatz, und zwar aus folgenden drei Gründen:

*Diversifikation:* Die zusätzliche Diversifikation durch die Beimischung ausgewählter Fintech-Fonds erfolgt auf zwei Ebenen. Obwohl traditionelle Mikrofinanzinstitute ihre Digitalisierung mittlerweile ebenfalls vorantreiben, fokussieren sich diese Fintech Lending-Manager auf spezialisierte digitale Kredit-Plattformen. Eine mögliche Überlappung der unterliegenden Kreditnehmer zwischen einem Fintech-Lending-Fonds und einem traditionellen Mikrofinanz-Fonds ist daher praktisch ausgeschlossen oder zumindest sehr unwahrscheinlich.

Des Weiteren sind die unterliegenden Zielgruppen für die Kreditvergaben verschieden. Eine digitale Strategie ist nur anwendbar bei Kundengruppen mit entsprechender Datenverfügbarkeit. Dies sind heute hauptsächlich mittlere und grössere KMUs, die durchschnittlich bereits rund 10 Jahre in Betrieb sind und über eine entsprechende gute Datenhistorie verfügen. Individuen als Kreditnehmer sind dagegen in der Unterzahl. Klassische Mikrofinanzinstitute vergeben zwar seit Jahren auch Darlehen an KMUs, aber an kleinere, sogenannte Mikro-KMUs. Folglich sind die durchschnittlichen Darlehensgrössen bei der Fintech-Strategie mit rund USD 100'000 um einiges höher als bei

einer traditionellen Mikrofinanzstrategie, wo die Beträge durchschnittlich im einstelligen bis tief zweistelligen Tausenderbereich liegen. Zudem sind die Fintech-Fonds im Vergleich zu traditionellen Mikrofinanz-Fonds, die global breit diversifiziert sind, heute noch auf einige wenige Zielländer beschränkt, welche gemäss den Managern die entsprechende Marktreife erreicht haben und rechtliche und regulatorische Voraussetzungen für Transaktionsstrukturen bieten, die für den Manager und die Investoren risikomildernd sind (siehe nächster Punkt).

*Risikoprofil:* Die höhere Renditeerwartung der Fintech-Lending-Strategie allein der operativen Effizienz zuzuordnen, wäre auch nur die halbe Wahrheit. Die Strategie zeigt nämlich ein anderes Risikoprofil. Im Gegensatz zu den etablierten Mikrofinanzinstituten, die normalerweise direkt mit Darlehen finanziert werden (sogenanntes Balance-Sheet-Lending, das besichert oder unbesichert sein kann), operieren erst wenige Lending-Plattformen profitabel. Die meisten befinden sich noch in der Wachstumsphase und beziehen Fremdkapital (und Eigenkapital) zu Expansionszwecken. Um das operationelle Risiko zu reduzieren, finanzieren Manager die Fintech-Plattformen typischerweise nicht direkt, sondern via eine Zweckgesellschaft (SPV), an welche die Plattformen bestehende Kundenkredite abtreten bzw. verkaufen. Die Rückzahlungen der unterliegenden Kunden erfolgt auf ein Treuhandkonto, auf das die Plattform keinen Zugriff hat. Die Finanzierung der Zweckgesellschaft erfolgt typischerweise sowohl vom Fintech-Manager (Hauptteil) als auch von den Fintech-Plattformen, wobei deren Anteil zweitrangig in der Kapitalstruktur ist und somit die ersten Verluste trägt. Mit diesem Mechanismus werden für den Investor die Ausfallrisiken weiter geschmälert und die Interessen vom Manager und der Fintech-Plattform in Einklang gebracht.

Fintech-Fonds sind bezüglich ihrer Länderallokation sowie hinsichtlich der Anzahl finanzierter Plattformen und der Anzahl vergebener Darlehen deutlich konzentrierter als klassische Mikrofinanz-Fonds. Sind die Transaktionen aber sinnvoll strukturiert, können die Ausfallrisiken für den Endinvestor deutlich gemildert werden. Dies bedingt jedoch, dass der Fintech-Manager die nötige Expertise besitzt, die operationellen Risiken von Fintech-Plattformen mit Hilfe geeigneter Strukturen ausreichend zu minimieren. Der Anreiz ist definitiv da, denn aufgrund der höheren Portfoliokonzentration hätte ein Ausfall einer Position bzw. einer Gegenpartei höhere negative Auswirkungen auf die Rendite als bei einem sehr breit diversifizierten Portfolio. Dieser Umstand verstärkt wiederum die Bedeutung einer sorgfältigen Due-Diligence-Analyse für Anleger, um den passenden Fintech-Manager auszuwählen.

*Impact:* Beide Strategien sind zwar dem Inklusiven Finanzwesen zugeordnet und verfolgen das Ziel, unterversorgten Zielgruppen Zugang zum formellen Finanzsystem zu ermöglichen und somit das lokale Unternehmertum und letztlich bessere Lebensumstände zu fördern. Dennoch geht bereits aus den oben beschriebenen, unterschiedlichen Zielgruppen hervor, dass die traditionelle Mikrofinanzindustrie in der Tendenz ärmere Gesellschaftsschichten bedient und somit den Impact-Zielen Armutsbekämpfung und Chancengleichheit direkter angeht, während dies bei der Fintech-Strategie eher indirekt mit der Förderung von mehr Arbeitsplätzen geschieht, die wiederum ein wirtschaftliches Vorankommen der Angestellten und deren Familien ermöglichen. Dieser Aspekt ist nicht zu unterschätzen, da KMUs typischerweise rund 90% der Firmen in Schwellenländern ausmachen. Weder die traditionellen Banken noch die Mikrofinanzinstitute haben es bisher geschafft, den Finanzierungsbedarf dieses Kundensegments zu erfüllen.

### **Anlagemöglichkeiten und Ausblick**

Bisher ist das Angebot an Fonds von etablierten Fintech-Managern, die den hohen Anforderungen institutioneller Investoren genügen, noch ziemlich überschaubar. Aber solche Fonds existieren bereits jetzt und ihre Anzahl dürfte in Zukunft weiter steigen. Eine breitere Auswahl an Anbietern und Produkten dürfte in jedem Fall im Interesse der Endinvestoren sein.

Wir erwarten zudem eine gewisse Konvergenz zwischen traditionellen Mikrofinanz-Managern und Fintech-Spezialisten. So haben traditionelle Mikrofinanzhäuser bereits öffentlich angekündigt, eigene Fintech-Lösungen zu lancieren. Die Auswahlmöglichkeiten in diesem attraktiven Nischenbereich dürften also für die Investoren auch vor diesem Hintergrund noch grösser werden.

Abschliessend möchten wir explizit festhalten, dass die Diversifikation von Risiken im gesamten Fixed Income Universum und insbesondere im Kreditbereich grundsätzlich sinnvoll ist, solange sich dadurch die erwartete Rendite und das Risikoprofil im Portfolio verbessern lässt. Angesichts der attraktiven Renditeaussichten für die Fintech-Lending-Strategien, sowohl absolut als auch im Vergleich mit traditionellen Anleihen, drängt sich in unseren Augen eine fundierte Prüfung auf.