

Private Debt oder Private Equity?

Mit rekordtiefen Verfallrenditen auf Staatsanleihen und Aktienmärkten auf einem Rekordniveau suchen institutionelle Anleger nach attraktiven alternativen Anlagen. Im Volumen in den letzten Jahren weiter stark gewachsen und immer noch im Fokus stehen dabei Investitionen in Private Equity. Diese über viele Jahre attraktive Anlageklasse mit einer Zielrendite von rund 12% büsst heute stark an Überzeugungskraft ein, was sowohl auf deren Alpha wie auch die wenig überzeugende Persistenz bei der Performance zurückzuführen ist. Private Debt, eine in den USA bereits länger etablierte Anlageklasse, bietet den Investoren eine mit Private Equity vergleichbare Zielrendite von 11%, ein annualisiertes Alpha von 2% (Durchschnitt) bis 6% (Top-Quartil) und Marktneutralität. Daraus ergeben sich nicht nur attraktive Renditen, sondern auch wertvolle Diversifikationseffekte und eine nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) berechnete attraktive Illiquiditätsprämie von 4% bis 7.4%.

«Private versus public markets is the battle to watch», so der Titel eines in der Financial Times am 28. Februar 2019 erschienenen Artikels über den Boom von wenig liquiden alternativen Anlageinstrumenten. In der Tat, seit der Finanzkrise im Jahr 2008 sind alternative Anlagen von insgesamt rund \$3.1 Trilliarden kräftig gewachsen. Preqin schätzt, dass alternative Anlagen bis im Jahr 2023 etwa \$14 Trilliarden ausmachen werden. Im Vergleich zu den globalen Equity-Märkten (-\$47 Trilliarden)¹ oder den globalen Bond-Märkten (-\$ 57 Trilliarden) erreichen sie damit eine stattliche Grösse. Private Equity (PE) macht rund 35% der alternativen Anlagen aus und dominiert diese zusammen mit den Hedge Funds (HF), welche rund 40% repräsentieren. Aber auch die Private Debt (PD) Funds haben in den letzten Jahren, und speziell seit der Finanzkrise, an Bedeutung gewonnen. Sie repräsentieren heute etwa 8% der alternativen Anlagen und weisen ein Volumen von rund \$800 Milliarden auf. Experten schätzen, dass sich die PD-Anlageklasse bis ins Jahr 2023 auf etwa \$1.4 Trilliarden entwickeln wird.² Mit einer historischen Durchschnittsrendite von 11% bietet PD im Vergleich zu PE mit einer Zielrendite von 12%³ eine attraktive Anlagemöglichkeit - dies speziell vor dem Hintergrund der seit einiger Zeit bestehenden Kontroverse zum Risiko und Return von PE Funds. Konsistente Outperformance im Sinne von Alpha wird lediglich für Venture Capital (VC) Funds festgestellt. Für andere PE Anlagestile wird ein Alpha gegen Null oder sogar eine Underperformance nachgewiesen.⁴ Ungeachtet dessen gilt es bei der Beurteilung der Outperformance von PE Funds zu

¹ Equity-Marktvolumen gemessen an der Kapitalisierung des FTSE All-World Index (Stand Juni 2019), welcher 90-95% aller investierbaren Large- und Mid-cap-Aktien der Welt repräsentiert. Bond-Marktvolumen gemessen am Bloomberg Barclays Multiverse Total Return Index, welcher die globalen Fixed-Income-Märkte abdeckt.

² Preqin (2018)

³ Gemäss Preqin (2019) strebt die Mehrheit der PE-Investoren eine Zielrendite von 12% an. 95% der Investoren planen, Ihren PE-Anteil langfristig zu erhöhen oder zu halten.

⁴ Franzoni, Nowak, & Phalippou (2012) und Kaplan & Schoar (2005) weisen in den meisten ihrer Spezifikationen Alphas nahe bei Null aus, Driessen, Lin, & Phalippou, (2012) sowie Phalippou & Gottschalg (2009) finden gar negative Alphas. In jüngerer Zeit finden auch L'Her, Stoyanova, Shaw, Scott, & Lai, (2016) auf risikoadjustierter Basis ebenfalls keine signifikante Outperformance für Buy-Out-Funds. Huss &

beachten, dass diese nicht marktneutral sind und ein hohes Beta zum S&P500 oder NASDAQ aufweisen.⁵ Diesem Umstand sollte bei Aktienmärkten auf Rekordniveau besondere Beachtung geschenkt werden. Hinzu kommt, dass die Performance-Persistenz von General Partnern (GPs) in der reifenden PE Asset Klasse und mit zunehmendem Wettbewerb im Zeitverlauf abgenommen hat: Vergangetheitsperformance ist dadurch, wie in den meisten anderen Anlageklassen, zu einem schlechten Prädiktor für die Zukunftperformance geworden.⁶

Wir haben uns intensiv mit der Performance und der Persistenz von PD Funds beschäftigt. Basierend auf dem von Kaplan & Schoar (2005) entwickelten Public Market Equivalent (PME) berechneten wir die Performance (IRR) und die kumulative Outperformance von PD Funds (PME). Über diese berichteten wir bereits im Absolut Report 01_2019.⁷ Die Zielrendite für PD-Anlagen beträgt, gemessen an deren Vergangetheitsperformance, rund 11% p.a. Damit liegt sie sehr nahe an der Zielrendite von PE-Anlagen. Die Outperformance zu einem Investment-Grade- und einem High-Yield-Benchmark beträgt im Durchschnitt von 347 analysierten PD Funds 18% bzw. 11%, für das Top-Quartil gar 42% bzw. 35%. In dieser Research Note stellen wir Ihnen heute zwei zusätzliche und wichtige Analysen zur Performance von PD-Funds zur Verfügung. Wir beginnen mit dem annualisierten Alpha (α) in Tabelle 1:

Table 1: Public Market Equivalent (PME) of Private Debt (PD) Funds

This table reports fund level characteristics of the sample of 347 PD funds by fund vintage years. It shows the number of funds per vintage year and relative fund performance as measured by the Kaplan and Schoar (2005) PME. All performance measures are net of fees and calculated from the cash flows from and to LPs. The Public Market Equivalent (PME) compares the investment in a PD fund to an investment in the benchmark. The Bloomberg Barclays US Corporate Bond Total Return Index Baa [Bloomberg Ticker: LCB1TRUU] is used to calculate the PME in column 3, representing investment grade (IG) bonds. The Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index is used to calculate the PME given in column 4 [Bloomberg Ticker: LF98TRUU]. Securities are classified as high yield if the middle rating of Moody's, Fitch and S&P is Ba1/BB+/BB+ or below. All cash contributions from and distributions to LPs are discounted using the total return of this index (PMECF). Self-reported NAVs are treated as market values distributed to LPs if a fund is not liquidated. The present value (PV) of all distributions are scaled by the PV of all contributions to calculate the PME. A PD fund with a PME greater than 1 outperformed the index net of all fees. Adjusted PMEs (PMEadjusted) represent calculations based on adjusted self-reported NAVs of non-liquidated funds. These NAVs are written down by 5% if the fund's age in days is below the mean age of all liquidated PD funds and written down by 30% if a fund's age is above or equal to the mean age. Top, 2nd, 3rd and bottom quartile performance is given for all performance measures. Also, descriptives and performances are given per fund type (mezzanine, direct lending, distressed debt, special situations debt and venture debt). Annualized alpha (α) and its standard deviation (σ) is depicted in column 5 as calculated from the investment grade benchmark and in column 6 as calculated from the high yield benchmark. For each fund, the annualized α is calculated by $(PME)^{(1/yi)} - 1$, whereas y_i equals to the fund duration as calculated from the first to the last cash flow in years.

Panel A: Cross Section													
(1)	(2)	(3)				(4)				(5)		(6)	
Fund vintage	Obs.	Public Market Equivalent (PME)				Public Market Equivalent (PME)				Annualized Alpha		Annualized Alpha	
		Bloomberg Barclays US Corp. TRI IG				Bloomberg Barclays US Corp. TRI HY				PME _{IG}		PME _{HY}	
		PME _{CF}		PME _{adjusted}		PME _{CF}		PME _{adjusted}		α	σ	α	σ
		Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median				
All	347	1.12	1.10	1.09	1.07	1.07	1.05	1.05	1.02	1.99	4.44	1.02	4.18
Top	86	1.44	1.34	1.42	1.33	1.37	1.27	1.35	1.26	5.96	4.80	4.88	4.63
2nd qrt	87	1.15	1.14	1.12	1.12	1.09	1.09	1.07	1.07	3.15	2.42	2.17	1.66
3rd qrt	87	1.06	1.06	1.03	1.04	1.01	1.01	0.98	0.99	1.46	1.25	0.29	0.99
Bottom	87	0.84	0.89	0.83	0.87	0.80	0.84	0.78	0.83	-2.57	3.18	-3.23	3.19
Mezz.	117	1.11	1.09	1.09	1.08	1.06	1.06	1.05	1.03	1.12	4.21	0.51	4.22
Direct	54	1.10	1.09	1.07	1.06	1.05	1.04	1.01	1.01	3.08	3.42	1.32	2.69
Spec. Sit.	32	1.10	1.08	1.07	1.04	1.05	1.02	1.02	1.00	2.54	7.54	1.84	7.72
Distr.	127	1.15	1.13	1.13	1.10	1.09	1.08	1.07	1.05	2.25	4.04	1.25	3.55
Venture	17	1.06	1.03	1.04	1.00	1.01	0.99	0.99	0.96	1.17	2.35	0.27	2.18

Zimmermann (2018) finden auch keine risikoadjustierte Überperformance bei börsenkotierten PE Buyout Funds. Unter Berücksichtigung gewisser Liquiditätsfaktoren (funding liquidity) wird das Alpha von PE Buyout Funds gemäss ihrer Studie sogar statistisch insignifikant.

⁵ Cochrane (2005) findet zum Beispiel ein Beta von 0.6 zum S&P500 für VC, Peng (2001) sogar ein Beta von 4.7 zum NASDAQ und für VC.

⁶ Vgl. hierzu Braun, Jenkinson, & Stoff (2017)

⁷ Vgl. Absolut Report 01_2019: Performance von Private Debt Fonds, Pascal Böni und Toms Silins.

Die durchschnittliche nach Kaplan & Schoar (2005) berechnete und annualisierte Outperformance (α) gemessen am Investment Grade- (High Yield-) Benchmark beträgt rund 2% (1%), wobei das Top-Quartil eine beachtliche Outperformance von rund 6% (4.9%) erzielt. Auch das zweite und dritte Quartil weisen positive Alphas aus. Nach Anlagestrategie differenziert erzielen Direct Lending Funds die höchste durchschnittliche Outperformance in Höhe von 3.1% (1.3%).

Die nach Kaplan & Schoar (2005) berechnete PME und das daraus abgeleitete annualisierte Alpha

Table 2:
Risk and Abnormal Performance of Private Debt Funds

This table reports alphas and betas of the sample of 347 PD funds relative to different benchmarks and calculated from quarterly cash flows. The method to estimate alpha and beta of nontraded assets from cash flows of Driessen et al. (2012) is used. All cash flows are net of fees. A 1-factor market model is used. Panel A presents the results based on the he Bloomberg Barclays US Corporate Bond Total Return Index Baa [Bloomberg Ticker: LCB1TRUU] as a benchmark. Panel B gives the results using the Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index [Bloomberg Ticker: LF98TRUU] as benchmark. Panel C compares PD fund cash flows to US stocks, the data are from the Center for Research in Security Prices (CRSP) provided by Kenneth R. French's homepage (http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html). Standard errors are in parenthesis, *, **, and *** indicate significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively.

Panel A: IG-Benchmark		
	α	β
Alpha and beta	0.0274***	0.0050
std.err.	(0.0039)	(0.2413)
No. of obs.	347	
Panel B: HY-Benchmark		
	α	β
Alpha and beta	0.0246***	0.1542
std.err.	(0.005)	(0.2298)
No. of obs.	347	
Panel C: US Stocks Benchmark		
	α	β
Alpha and beta	0.0241***	0.2512
std.err.	(0.0035)	(0.2034)
No. of obs.	347	

legt ein Beta von 1 zugrunde. Dieses Beta entspricht nicht notwendigerweise dem effektiven Beta und ergibt sich implizit aus der Kaplan & Schoar (2005) – Methode. Bei einem effektiven Beta von über 1 wird so die Outperformance überschätzt, bei einem effektiven Beta von unter 1 wird die Outperformance unterschätzt.

In einer nächsten Analyse haben wir evaluiert, ob das effektive Beta von PD Funds grösser oder kleiner als 1 ist. Dabei verwendeten wir ein auf der Verallgemeinerten Momentenmethode (Generalized Method of Moments – GMM)

beruhendes Schätzverfahren von Driessen, Lin, & Phalippou (2012), welches es erlaubt, die Betas direkt aufgrund von PD Fund Cash-Flows zu ermitteln. Zusätzlich zu den zwei oben verwendeten Anleihe-Benchmarks wurde bei dieser Analyse auch der US Aktienmarkt als Benchmark herangezogen. Die Ergebnisse finden Sie in obenstehender Tabelle 2. Wir finden statistisch signifikante Alphas für alle drei Benchmarks. Im Gegensatz dazu sind die Betas in den drei Analysen nicht signifikant von Null verschieden und als Punktschätzung betrachtet deutlich tiefer als 1. Dieses Ergebnis ist in zweierlei Hinsicht bedeutend: Erstens unterstützt es die Annahme, dass PD Funds eine relativ hohe Marktneutralität aufweisen und somit einen Beitrag zur Portfolio-Diversifikation zu leisten vermögen. Zweitens scheinen die auf Basis von Kaplan & Schoar (2005) geschätzten annualisierten Alphas (mit der Annahme $\beta = 1$) bei Berücksichtigung der nicht signifikanten Betas die tatsächliche Performance zu unterschätzen, d.h. effektiv höher zu sein.

Legt man diesen Ergebnissen das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zur Berechnung der Illiquiditätsprämie zugrunde, erscheinen PD Funds innerhalb der alternativen Anlagen ausserordentlich attraktiv. Insbesondere ein Vergleich mit PE Funds drängt sich auf: im Querschnitt erwirtschaften PD Funds eine Rendite (IRR) von 11%. Die erwartete Rendite von PE Funds liegt gerade einmal 1% höher, bei rund 12%.

Mit einem langfristigen jährlichen Return von 8% im Equity – Markt⁸ (R_m) und einem risikofreien Zins von derzeit rund 2.5% im US Dollar (R_f), ergibt sich, bei einem Beta (β) von 1 und einer Risikoprämie ($R_m - R_f$) von 5.5%, eine erwarteter Portfolio-Return (R_p) von 8% ($R_p = R_f + \beta[R_m - R_f]$), zuzüglich einer Illiquiditäts-Prämie. Mit einem Beta von 1 und der Zielrendite von 12% erhalten heute PE Investoren nach CAPM eine Illiquiditätsprämie von rund 4%. Wie in verschiedenen Studien nachgewiesen, ist das Beta von PE Funds jedoch deutlich höher als 1. Bereits ab einem Beta von rund 1.7 und basierend auf dem CAPM erhält somit ein PE Investor rechnerisch keine Illiquiditätsprämie mehr.⁹ Das Halten eines liquiden Marktportfolios wäre diesfalls für den risikoaversen Investor vorteilhafter. Anders verhält sich dieselbe Berechnung für PD Funds. Bei leicht tieferen Return-Annahmen im High Yield Debt - Markt (R_m) von 6.9%¹⁰ und einem tiefen Beta von 0.25 (höchste Punktschätzung gemäss Tabelle 2, oben) ergibt sich mit dem CAPM ein erwarteter Portfolio-Return (R_p) von tieferen rund 3.6%.⁹ Aus der Abweichung zur durchschnittlich erwirtschafteten Rendite (IRR) von PD Funds von 11% ergibt sich somit eine attraktive Illiquiditätsprämie nach CAPM von 7.4%. Selbst bei einem Beta von 1 ergäbe sich noch eine attraktive Illiquiditätsprämie für PD Fund von etwa 4%.

Zusammenfassend schliessen wir aus obigen Analysen, dass

- (1) die Zielrendite von PE in Höhe von rund 12% und jene von PD von 11% nur geringfügig abweichen;
- (2) das annualisierte Alpha von PD Funds und insbesondere die Marktneutralität von PD Funds im aktuellen Umfeld hochattraktiv erscheinen;
- (3) basierend auf dem CAPM die Illiquiditätsprämie für PD Funds zwischen 4% ($\beta = 1$) und 7.4% ($\beta = 0.25$) liegt und höher ausfällt als jene für PE Funds;
- (4) das Investieren in PD Funds wichtige Portfolio-Diversifikationseffekte mit sich bringt.

⁸ Der durchschnittliche jährliche Return seit 1957 bis 2018 des S&P500 betrug, z.B., 7.96%.

⁹ $R_p = R_f(2.5\%) + \beta(\sim 1.7) * [R_m - R_f] = 12\%$

¹⁰ Der aktuelle YTD Return auf dem Bloomberg Barclays US High Yield (LF98TRUU:IND) TR Index in USD beträgt per 28.6.2019 9.8%, der US High Yield Very Liquid Index (VLI), LHVLRUU, hat in den Jahren (2008 bis 2019 YTD) eine jährliche Rendite von rund 6.9% (geometrisches Mittel) erwirtschaftet. Der High Yield Benchmark ist deshalb in seiner absoluten Höhe und langfristig nur geringfügig tiefer als die für den Equity-Markt verwendeten Zielrendite von 8%. Der erwartete Portfolio-Return für PD Funds nach CAPM (R_p) entspricht somit: $R_f + \beta[R_m - R_f] = 2.5\% + 0.25(6.9\% - 2.5\%) = 3.6\%$.

Als Asset Manager machen wir unseren Kunden PD Fund – Anlagen in verschiedenen Formen zugänglich. Damit wollen wir dem vermehrten Bedürfnis nach professionell selektionierten und überwachten kollektiven Kapitalanlagen im PD Fund – Universum entsprechen. Für institutionelle Investoren, welche zeitnah in PD investiert sein möchten und zu diesem Zweck ein diversifiziertes Portfolio favorisieren, haben wir in den letzten Monaten mit besonderer Sorgfalt verschiedene PD Funds selektioniert und die vorläufige Due Diligence abgeschlossen.

Gerne stellen wir Ihnen unsere Überlegungen und ein vorselektioniertes Portfolio in einem persönlichen Gespräch vor. Durch unsere Aktivität eröffnen wir professionellen und institutionellen Investoren eine Anlagemöglichkeit in eine sonst schwer zugängliche Anlageklasse. Die angestrebte Netto-Zielrendite in US Dollar beträgt nach Abzug aller Kosten (TER) 8% - 10%. Damit bieten wir unseren Kunden ein attraktives Rendite-/Risiko-Profil im Vergleich zu anderen in der Schweiz verfügbaren Private Debt – Anlagen. Es stehen sowohl die Anlage in einem spezialisierten closed-end Fund als auch Co-Investments zur Verfügung.

Als FINMA – regulierte Effektenhändlerin bieten wir unseren Kunden verschiedene Vorteile. U.a. verfügen wir durch unsere langjährige Erfahrung neben einem vertieften Verständnis für Private Debt auch über die notwendigen Fachkräfte für den Aufbau und die Pflege des ressourcenintensiven Benchmarkings und erfüllen die erhöhten Anforderungen an Risk Management und Compliance, welche beim Investieren in diese Anlageklasse unabdingbar sind.

Wir freuen uns auf Ihre Fragen zu obigen Analysen und stehen Ihnen zur Vereinbarung eines persönlichen Besprechungstermins jederzeit gerne zu Ihrer Verfügung.

Freundliche Grüsse

Remaco Asset Management AG

Pascal Böni

pascal.boeni@remaco.com

Weiterführende Literatur:

- Braun, R., Jenkinson, T., & Stoff, I. (2017). How persistent is private equity performance? Evidence from deal-level data. *Journal of Financial Economics*, 123(2). <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.033>
- Cochrane, J. H. (2005). The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics*, 75(1), 3–52. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.03.006>
- Driessen, J., Lin, T., & Phalippou, L. (2012). A New Method to Estimate Risk and Return of Nontraded Assets from Cash Flows : The Case of Private Equity Funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 511–535. <http://doi.org/10.1017/S0022109012000221>
- Franzoni, F., Nowak, E., & Phalippou, L. (2012). Private Equity Performance and Liquidity Risk. *Journal of Finance*, LXVII(6), 2341–2373.
- Huss, M., & Zimmermann, H. (2018). The Pricing of Liquidity Risk in Buyout Funds – A Public Market Perspective. *Schmalenbach Business Review*, 70, 285–312. <http://doi.org/10.1007/s41464-018-0050-6>
- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *Journal of Finance*, 60(4), 1791–1824. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>
- L’Her, J. F., Stoyanova, R., Shaw, K., Scott, W., & Lai, C. (2016). A bottom-up approach to the risk-adjusted performance of the buyout fund market. *Financial Analysts Journal*, 72(4), 36–48. <http://doi.org/10.2469/faj.v72.n4.1>
- Peng, L. (2001). *Building a Venture Capital Index*. SSRN, ICF Working Paper No.00-51, Yale University.
- Phalippou, L., & Gottschalg, O. (2009). The Performance of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, 22(4), 1747–1776.
- Preqin. (2018). *THE FUTURE OF ALTERNATIVES*.
- Preqin. (2019). Preqin Investor Outlook: Alternative Assets H1 2019.