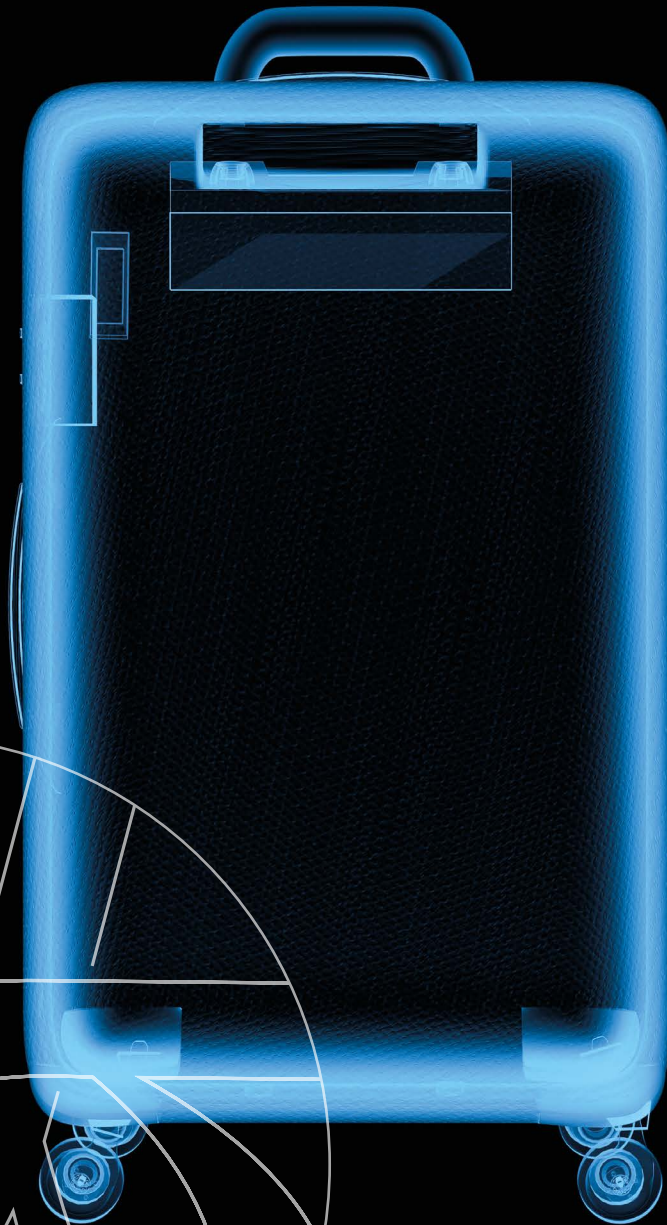


# Absolutreport

Neue Perspektiven für  
institutionelle Investoren



01 | 2019

## Performance von Private-Debt-Fonds

PASCAL BÖNI und TOMS SILINS

Sonderdruck für:

 **remaco**

*The art of capital management, since 1947.*



# Performance von Private-Debt-Fonds



**PASCAL BÖNI**  
CEO  
Remaco Group  
Basel/Zürich



**TOMS SILINS**  
CFO, Investment Advisor  
Remaco Group  
Basel/Zürich

Private Debt wird zunehmend nachgefragt. Aussagekräftige Informationen zur Performance sind jedoch schwer zu erhalten, was die schweizerische Remaco Group zu einer wissenschaftlichen Studie veranlasst hat. Pascal Böni und Toms Silins stellen die, unter Beteiligung von mehr als 300 weltweiten Private-Debt-Fonds ermittelten, Ergebnisse vor.

## Einleitung

Private-Debt-Fonds eröffnen institutionellen Investoren attraktive Renditen. Trotz der wachsenden Bedeutung dieser Anlageklasse fehlt bis heute eine systematische Analyse der Private-Debt-Fonds-Performance. Remaco hat das weltweite Fondsuniversum basierend auf den Vintage-Jahren 1986 bis 2016 im Detail analysiert. Danach erwirtschafteten Private-Debt-Fonds im Durchschnitt einen IRR von 11 %, weisen ein Investment-Multiple von 1,54 auf und outperformen den Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index basierend auf dem Public Market Equivalent (PME) um durchschnittlich 18 %. Top-Private-Debt-Fonds weisen eine Outperformance von bis zu 42 % aus. Bei einer effektiven Duration von durchschnittlich rund 10 Jahren ergibt sich eine Prämie von rund 4 % jährlich. Die große Spanne zwischen Top-Private-Debt-Fonds und Bottom-Private-Debt-Fonds erfordert eine professionelle Fondsselektion, wobei das aktuelle Umfeld gute Investmentopportunitäten bietet, vor allem in Europa.

## Der Markt für Private-Debt-Fonds

Der Private-Debt-Fonds-Markt nimmt stetig an Bedeutung zu. Mit Fonds-Assets in Höhe von rund 700 Mrd. US-Dollar im Jahr 2017 und einem prognostizierten Wachstum auf über das Doppelte bis ins Jahr 2023 verkörpert Private Debt (PD) eine wichtige Asset-Klasse. In der Zeit nach der globalen Finanzkrise ist diese Asset-Klasse stärker gewachsen als z. B. Private-Equity-Fonds oder Real-Estate-Fonds. Private-Debt-Fonds konnten die wichtige 500-Milliarden-US-Dollar-Hürde im Jahr 2015 überschreiten, gerade einmal vier Jahre nachdem dies für Real-Estate-Fonds der Fall war. 2017 wurden in Private-Debt-Fonds rund 700 Mrd. US-Dollar verwaltet. Dies entspricht rund einem Fünftel der Asset-Klasse Private Equity und ist bereits größer als jene der Immobilienfonds.<sup>1</sup>

Trotz der bedeutenden Größe und des beachtlichen Wachstums sind Private-Debt-Fonds – im Gegensatz zu Private-Equity- und Real-Estate-Fonds – noch wenig erforscht. Für institutionelle Investoren, die nicht auf kurzfristige Liquidität fokussiert sind, bieten Private-Debt-Fonds eine attraktive Anlagemöglichkeit mit entsprechenden Illiquiditätsprämien. Remaco hat die Performance von Private-Debt-Fonds basierend auf den Cashflows der Limited Partner (LP) für die Vintage-Jahre 1986 bis 2016 berechnet und dabei auch ermittelt, ob Private-Debt-Fonds den Markt gemessen an einschlägigen Indizes outperformen.

## Research-Datenbasis

Zur Überprüfung der Performance von Private-Debt-Fonds hat Remaco ein umfassendes Research betrieben. Ausgangspunkt bildete dabei die Datenbank von Preqin, die für rund 920 Private-Debt-Fonds Performancedaten liefert. Private-Debt-Fonds mit einer Lebensdauer von weniger als einem Jahr und jene, für die wir keine Cashflow-Daten erhielten, wurden aus der Stichprobe eliminiert.

Untersucht wurde somit ein Sample von 347 Private-Debt-Fonds aus den Vintage-Jahren 1986 bis 2016. Bei der Analyse der Private-Debt-Fonds-Performance haben wir uns auf LP-Cashflows nach Abzug sämtlicher Kosten und Gebühren (Net of Fees) konzentriert. Diese Cashflows wurden basierend auf dem Freedom of Information Act (FOIA) direkt von institutionellen Investoren zur Verfügung gestellt. Basierend auf dieser als verlässlich zu bezeichnenden Datenbasis konnten schließlich die (a) Internal Rate of Return (IRR), (b) das Verhältnis aller Distributionen zu allen Investments als Multiple sowie (c) das Public Market Equivalent (PME) berechnet werden.



# Geschenkt!

Probe-  
abo!



## Remaco bietet Ihnen neue Perspektiven!

Die Absolut Research GmbH ist ein Fachverlag und Researchhaus in Hamburg und liefert seit dem Jahr 2000 institutionellen Investoren mit dem Erfolgsmagazin Absolut|report Know-how und Analysen für eine fundierte Entscheidungsfindung bei der Kapitalanlage.

Sichern Sie sich ein **3-monatiges Probeabonnement** des Absolut|report.  
E-Mail an: [info@absolut-research.de](mailto:info@absolut-research.de), Stichwort „Remaco“.



**Absolut**  
research|

## Performanceanalyse

Das Abstellen auf Cashflows hat uns ermöglicht, die von Private-Debt-Fonds selbst rapportierten Performancezahlen zu verifizieren. Für nicht vollumfänglich ausgeschüttete Fonds wurde der Net Asset Value (NAV) bereinigt. So wurden jene Assets, die noch nicht an LPs ausgeschüttet und deshalb ggf. von den Asset Managern zu hoch bewertet wurden, adjustiert. Anstatt diese, wie oft beobachtet, als Marktwerte zu bewerten, sind wir, gestützt auf die einschlägige Forschung im Private-Equity-Bereich, von einer allgemeinen Überbewertung von 5 % auf nicht ausgeschüttete NAVs ausgegangen.<sup>2</sup> Für Private-Debt-Fonds mit einem Alter, das über dem durchschnittlichen Liquidationsalter liegt, wurden die nicht ausgeschütteten NAVs gar um 30 % abgeschrieben.<sup>3</sup>

Die Internal Rate of Return (IRR) und das Investment-Multiple sind zwei von Investoren oft verwendete absolute Kenngrößen für die Beurteilung von alternativen Anlagen. Während bei der IRR-Methode ein konstanter interner Zinsfuß ermittelt wird, bei dem der Barwert aller Private-Debt-Fonds-Cashflows null ergibt, berechnet sich das Multiple als Verhältnis sämtlicher Auszahlungen inklusive nicht liquidiertem NAVs an LPs zu sämtlichen Investitionen („total value to paid-in capital“, TVPI).

Basierend auf den LP-Cashflows haben wir diese beiden Performancekenngrößen unter Anwendung der oben geschilderten Abschreibungen auf nicht liquidierte NAVs ermittelt. **ABBILDUNG 1** zeigt die Resultate dieser ersten Analyse. Im Durchschnitt aller Vintage-Jahre erzielen Private-Debt-Fonds einen IRR in Höhe von 11% p. a., wobei der IRR für Top-Private-Debt-Fonds beim Doppelten, d. h. bei 22 % liegt. Bottom-Private-Debt-Fonds weisen eine Negativperformance in Höhe von -1 % aus.

Bei den Multiples ergibt sich ein ähnliches Bild mit Werten von 1,5x, 1,8x und 0,98x für Durchschnitts-, Top- und Bottom-Performer. Nach Private-Debt-Fonds-Typen gegliedert, ergeben sich die höchsten Renditen für Distressed Private-Debt-Fonds und Special Situations Private-Debt-Fonds, gefolgt von Mezzanine- und Direct-Lending- sowie Venture Private-Debt-Fonds.

Diese Performanceergebnisse sind vielversprechend. Jedoch weisen die Berechnungen einen wesentlichen Mangel auf: Es handelt sich um absolute Performancewerte, welche die Marktpformance im Vergleichszeitraum nicht berücksichtigen. Diesen Mangel beheben wir durch Berücksichtigung des Public Market Equivalents (PME) bei der Performancebeurteilung.

Zur Beurteilung der Performance von Private-Debt-Fonds vergleichen wir diese mit einer Investition in den Bond-Markt. Dabei werden die Barwerte von Investitionen und Ausschüttungen berechnet, wobei die Diskontrate aus der Performance der entsprechenden Indizes resultiert. Ist das Verhältnis von

Investitionen zu Ausschüttungen größer als 1, weist der Private-Debt-Fonds eine höhere Rendite als der Vergleichsindex auf, sprich: eine Outperformance zum Index. Unser Vorgehen entspricht methodologisch der Anwendung des PME von Kaplan und Schoar (2005).<sup>4</sup> Wir verwenden wiederum bereinigte NAVs, wie oben beschrieben.

Während in der Private-Equity-Literatur oft der breite Aktienindex S&P 500 als Benchmark verwendet wird, vergleichen wir die Private-Debt-Fonds-Performance mit zwei breiten Bond-Indizes: Erstens verwenden wir den Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index. Dieser beinhaltet Investment-Grade-(IG-)Unternehmensanleihen mit fixem Coupon in US-Dollar von US- und Nicht-US-Unternehmen („ex financials“). Um auch eine Benchmark zu verwenden, die Anleihen mit höheren Risiken abbildet, verwenden wir zweitens den Bloomberg Barclays US Corporate High Yield (HY) Index. Dieser Index berücksichtigt Unternehmensanleihen, wenn deren mittleres Rating von Moody's, Fitch und S&P einem Ba1/BB+/BB+ oder einem schlechteren Rating entspricht. **ABBILDUNG 1** zeigt das Ergebnis der Analyse.

Im Durchschnitt weisen Private-Debt-Fonds eine Outperformance zu IG-Anleihen von 18% auf, wobei Top-Private-Debt-Fonds (Top-Quartil) eine deutlich höhere und sehr attraktive Outperformance von 42% vorweisen können. Bottom-Private-Debt-Fonds erreichen eine Underperformance von 17%. Gemessen am High Yield Index und somit unter Berücksichtigung höherer Risiken bleibt das PME positiv. Berechnet mit dieser Benchmark beträgt die Outperformance im Durchschnitt 11 % und für Top-Private-Debt-Fonds 35 %. Die Underperformance für Bottom Private-Debt-Fonds beträgt 22 % zum Index.

Wie in **ABBILDUNG 2** gezeigt, ist die Streuung der Performance (hier PME) beachtlich. Für das Investment-Grade-PME (IG) und das High-Yield-PME (HY) besteht zwischen den Top-Performern und den Bottom-Performern eine große Differenz. Der Private-Debt-Fonds-Selektion kommt deshalb eine besondere Bedeutung zu. Ein fundierter Selektionsprozess erscheint sehr wichtig. Zu diesem sollten u. a. die Analyse von fundspezifischen Cashflow-Daten, ein hinsichtlich Investment-Style und geografischer Ausrichtung adäquates

### 1 | Performancekennzahlen von Private-Debt-Fonds

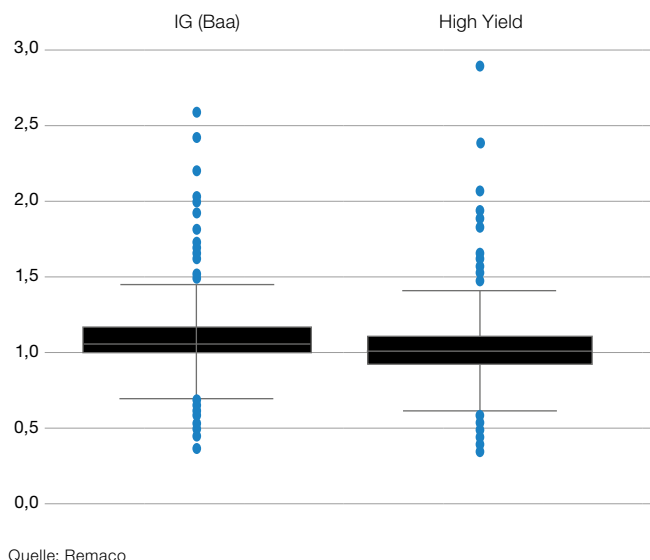
Fondssegment	IRR	TVPI Multiple	PME Investment Grade (IG)	PME High Yield (HY)
Ø Vintages 1986–2016	11 %	1,5	1,18	1,11
Top-Quartile	22 %	1,8	1,42	1,35
Bottom-Quartile	-1 %	0,98	0,83	0,78
Mezzanine Debt	8 %	1,4	1,09	1,05
Direct Lending	7 %	1,2	1,07	1,02
Distressed Debt	11 %	1,4	1,13	1,02
Special Situations	10 %	1,3	1,07	1,07
Venture Debt	7 %	1,3	1,04	0,99

Quelle: Remaco

Benchmarking bezogen auf relative und absolute Performanzkriterien gehören.

Darüber hinaus können ein quantitatives Scoring sowie die Berücksichtigung der in verschiedenen Segmenten unterschiedlich nachgewiesenen Performancepersistenz sowie bedeutende formelle und regulatorische Elemente (Audit, AIFM-Unterstellung, Valuation-Prinzipien und Guidelines, Governance etc.) helfen, die passenden Private-Debt-Fonds zu selektionieren.

## 2 | Performanceverteilung Public Market Equivalent (PME) für IG- und HY-Benchmark



## Fazit und Ausblick

Unsere Analyse zeigt, dass Private-Debt-Fonds, die in Jahren wirtschaftlicher Kontraktion gelauncht werden (Vintage), keine schlechtere Performance aufweisen als jene, die in einem expansiven ökonomischen Umfeld initiiert worden sind.<sup>5</sup> So betragen die PME (IG) für die Jahre der Ölkrise (1990 und 1991) 1,50 und 1,29, kurz vor und während des Dot-com-Crashes (2001 und 2002) 1,41 und 1,27 sowie während der globalen Finanzkrise (2009) 1,24. Das durchschnittliche PME (IG) für diese Jahre beträgt 1,34 und liegt somit sogar über dem in **ABBILDUNG 1** gezeigten Durchschnitt von 1,18.

Grund hierfür kann die in solchen Phasen vermehrt beobachtete Kreditrationierung sein. So sind Banken in Rezessionsphasen durch eine restriktive Geldpolitik zurückhaltend mit der Kreditvergabe, während die Kapitalmärkte keinen guten Nährboden für Debt-Platzierungen bieten. In diesen Marktphasen können Private-Debt-Fonds durch ihre Flexibilität und hohe Eigenkapitalquote einerseits vorteilhafte Konditionen bei Unternehmensfinanzierungen erreichen. Andererseits sind sie die bevorzugten Abnehmer von Bilanz-Positionen von Banken im Rahmen ihres Deleveragings.<sup>6</sup> Europäische Banken weisen auch heute, rund 10 Jahre nach der globalen Finanzkrise, beängstigende systemische Risiken auf. Der vom V-LAB der New York University berechnete Leverage ist im Vergleich zu den Konkurrenten in Amerika und jeweils für die 10 Institute mit den größten Systemrisiken um den Faktor 3,6x größer.<sup>7</sup> Vor dem Hintergrund der aktuell sehr volatilen Aktienmärkte und des in Europa nach wie vor geschwächten Bankensektors scheinen die kommenden Jahre gute Opportunitäten für Private-Debt-Fonds zu bieten.

## Fußnoten

- 1) Siehe Prequin (2018).
- 2) Barber und Yasuda (2017) sowie Brown et al. (2017) untersuchen die Bewertung nicht realisierter Werte von PE-Fonds. Gemäß Brown et al. (2017) beläuft sich die Überbewertung auf dem nicht liquidierten NAV in Phasen des Fundraisings auf rund 5 %.
- 3) Driessen et al. (2012) schätzen den Marktwert nicht realisierter Werte von PE-Fonds und stellen fest, dass dieser für Fonds, die deutlich über dem durchschnittlichen Liquidationsalter vergleichbarer Fonds liegen, sehr hoher Abschreibungen bedarf. In Anwendung dieser Erkenntnis wenden wir einen Abschreibungssatz von 30 % an. Dieser ist angelehnt an Studien zu den Recovery Rates von Defaulting Debt, die rund 44 % beträgt, sowie eine sehr hohe Default-Wahrscheinlichkeit von 50 %. Letztere ergibt sich aus der Beobachtung, dass Non-Bank Private Debt sehr oft restrukturiert wird und dass diese Restrukturierungen i. d. R. zu deutlichen Laufzeitverlängerungen führen. Der Abschreibungssatz ergibt sich aus  $(1 - 0,44) = E(\text{loss}) \times PD$ . Gerne stehen wir detaillierte Auskünfte zur Berechnung dieser Abschläge zur Verfügung.
- 4) Siehe Kaplan und Schoar (2005) für weiterführende Informationen zur Berechnung des PME. Eine formelle Herleitung des PME findet sich in Sorensen und Jagannathan (2015). Eine praktische Anwendung betreffend die Analyse der Performance von Private-Equity-(PE-)Fonds basierend auf PME findet sich in L'Her et al. (2016).
- 5) Das National Bureau of Economic Research, NBER (vgl. [www.nber.org/cycles.html](http://www.nber.org/cycles.html)) stellt entsprechende Daten zur Bestimmung des ökonomischen Zyklus zur Verfügung.
- 6) Tirole (2006) befasst sich mit dem Thema Kreditrationierung und liefert verschiedene Hinweise auf nützliche weiterführende Literatur. Ebenfalls sei auf die empirische Studie von Acharya et al. (2015) hingewiesen, welche die Probleme der Bankfinanzierung nach der globalen Finanzkrise und die darauf folgende Geldpolitik der EZB beleuchtet.
- 7) Aktuell (4. Januar 2019) weisen die 10 riskantesten europäischen Institute, gemessen an deren Systemrisiken gemäß V-LAB der New York University (NYU), Stern School of Business, ein durchschnittliches Leverage von 45,63x auf, angeführt von BNP Paribas SA, Crédit Agricole SA und der Deutschen Bank AG, um die Top 3 zu nennen. Im Vergleich dazu beträgt das identisch berechnete Leverage amerikanischer Institute 12,52x, angeführt von Citigroup Inc., Goldman Sachs Group Inc. und Bank of America Corp. Für einen detaillierten Vergleich und die Berechnung der Systemrisiken sowie einen Vergleich der Leverage-Faktoren siehe <https://vlab.stern.nyu.edu/analysis/RISK.WORLDFIN-MR.GMES?selectedDate=2019-01-0>

## Literatur

- Acharya, V. V./Eisert, T./Eufinger, C./Hirsch, C. (2015): Whatever it takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy.
- Barber, B. M./Yasuda, A. (2017): Interim fund performance and fundraising in private equity. In: *Journal of Financial Economics* 124 (1), S. 172–194. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.001>
- Brown, G. W./Gredil, O. R./Kaplan, S. N. (2017): Do Private Equity Funds Game Returns? In: *Journal of Financial Economics* (i. E.).
- 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. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47 (3), S. 511–535. <http://doi.org/10.1017/S0022109012000221>
- Kaplan, S. N./Schoar, A. (2005): Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. In: *Journal of Finance* 60 (4), S. 1791–1824. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>
- Korteweg, A. (2018): Risk Adjustment in Private Equity Returns. Abgerufen von <https://ssrn.com/abstract=3293984>
- 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. In: *Financial Analysts Journal* 72 (4), S. 36–48. <http://doi.org/10.2469/faj.v72.n4.1>
- Prequin (2018): *The Future of Alternatives*.
- Sorensen, M./Jagannathan, R. (2015): The Public Market Equivalent and Private Equity Performance. In: *Financial Analysts Journal* 71 (4). <http://doi.org/10.2139/ssrn.2259261>
- Tirole, J. (2006): *The Theory of Corporate Finance*. (Princeton University Press)

QR-Code für diesen Artikel

[www.absolut-report.de/AR01-2019-4](http://www.absolut-report.de/AR01-2019-4)



## Sprechen Sie uns gerne an

---

**PASCAL BÖNI** ist CEO der Remaco und hält einen MBA der University of Rochester, New York, sowie einen MBL der Universität St. Gallen. Er forscht an der Tilburg School of Economics and Management, Universität Tilburg (NL), zum Thema « Private Debt » und berät verschiedene Investoren in dieser Asset Klasse.

**TOMS SILINS** ist CFO bei Remaco und hält einen MSc in Economy and Business der University of Latvia sowie einen MBA der New York University (NYU) und hat die Ausbildung zum Chartered Financial Analyst (CFA) absolviert.

### **REMACO GROUP**

Hirzbodenweg 103, 4020 Basel, Schweiz  
info@remaco.com, www.remaco.com

---

#### Rechtliche Hinweise

©Copyright 2019, Absolut Research GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung, Veränderung und/oder Verbreitung ist nur mit schriftlicher Genehmigung der Absolut Research GmbH gestattet. Die Absolut Research GmbH räumt den Autoren dieses Artikels das Recht ein, die im Artikel präsentierten Inhalte und Ergebnisse in Research-, wissenschaftlichen und kommerziellen Publikationen unter Verweis auf „Remaco – Research, siehe Absolut|report Ausgabe 01|2019 veröffentlichen zu dürfen. Alle Urheberrechte am gesamten Inhalt dieser Research-Note bleiben ausschliesslich und umfassend der Remaco Wealth Management AG (Remaco) vorbehalten. Die Verwendung unserer Erkenntnisse ist nur mit vollständiger Quellenangabe erlaubt. Jede andere Verwendung, insbesondere das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen zu öffentlichem oder kommerziellem Zweck, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Remaco und vollständiger Quellenangabe gestattet.

Kein Angebot: Die in dieser Research-Note publizierten Informationen und Ansichten stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Beanspruchung einer Dienstleistung, zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen dar.

Keine Entscheidungsgrundlage, keine Beratung: Die in dieser Research-Note erwähnten Anlagen sind risikobehaftet und eignen sich nur für qualifizierte, i.d.R. institutionelle Anleger. Diese Research-Note dient nicht der Anlageberatung oder als sonstige Entscheidungsgrundlage und stellt keine Finanz-, Rechts-, Steuer- und/oder anderweitige Empfehlung dar. Sie ersetzt nicht die vor jeder Kaufentscheidung notwendige qualifizierte Beratung, insbesondere auch bezüglich aller damit verbundenen Risiken. Aufgrund dieser Research-Note sollten keine Anlage- oder sonstige Entscheide gefällt werden. Wir weisen Sie darauf hin, dass die Performance in der Vergangenheit nicht notwendigerweise ein Hinweis auf eine zukünftige Performance ist und es wird weder eine ausdrückliche noch stillschweigende Haftung oder Garantie bezüglich künftiger Wertentwicklung übernommen.

Keine Zusicherung: Remaco leistet keine Gewähr und macht keinerlei Zusicherung bezüglich der Korrektheit, Aktualität und Vollständigkeit der in dieser Research-Note enthaltenen Informationen und Ansichten wie auch der mittels Nutzung dieser Research-Note erzielten Ergebnisse. Alle verfügbaren Daten (Finanzmarktdaten, Kursdaten oder sonstige Finanzmarktinformationen) beruhen auf Quellen, die als zuverlässig erachtet und sorgfältig ausgewählt wurden. Meinungsäußerungen, Einschätzungen und Prognosen stammen von deren Autoren und dem jeweiligen Zeitpunkt der Verfassung. Es besteht keine Verpflichtung oder Verantwortung, solche Informationen zu aktualisieren oder zu berichtigen.

Haftungsausschluss: Remaco haftet nicht, auch nicht bei Fahrlässigkeit, für Schäden oder Folgeschäden, die sich aus der Nutzung dieser Research-Note ergeben.

