



PRIVATE DEBT | MAALISKUU 2025

Portfoliorahoitus tarjoaa houkuttelevia mahdollisuuksia kuivuneen likviditeetin seurauksena – taustalla pankkimurros ja jäätyneet yrittäjäkauppamarkkinat



MANDATUM
ASSET MANAGEMENT

TIIVISTELMÄ

Globaalin talouden ollessa myllerryksessä myös Private Debt -lainamarkkina on merkittävässä murroksessa. Erityisesti yksi Private Debt -alaluokka, portfoliorahoitus, on vallannut palstatilaa alan medioissa viimeisten vuosien aikana. Portfoliorahoitus eli pääoman tarjoaminen monipuolisesti eri omaisuuseriä, kuten kulutusluottoja, lentokoneportfolioita, rojalteja ja rahastojen NAVia¹ vastaan, tarjoaa hajautushyötyjä perinteiseen yrityscenttään sijoittaville matalan korrelaation sekä aikaisten kassavirtojen muodossa. Tässä artikkelissa syvenytään kahteen ajankohtaiseen teemaan kyseisessä kentässä – Asset-based -rahoitukseen (ABF²) ja NAV-rahoitukseen – joiden näemme tarjoavan erittäin mielenkiintoista riski-tuottosuhdetta myös tulevaisuudessa. Perinteisen pankkitoiminnan murros ja pääomasijoittajien viivästyneet irtautumiset portfoliolyhtiöistään synnyttävät kysyntää innovatiivisille ratkaisuille, joiden tarjonta ei ole pysynyt kehityksen perässä.

2008 finanssikriisin ja sitä seuranneen Basel III:n käyttöönnoton jälkeen pankeille asetettiin selkeästi tiukemmat pääoma- ja riskivaatimukset, joiden myötä monet lainamuodot tulivat pääomatehottomiksi pankkien näkökulmasta. Pankkitoiminnan supistumisen ensimmäiset aallot nähtiin korkeampien pääoma-vaateiden omaisuuserissä, kuten ongelmalainoissa (NPL) ja velkavetoisessa yritysostolainauksessa (LBO-rahoitus), joista jälkimmäinen on ollut Direct lending -markkinakasvun ajava voima viimeisen 10 vuoden aikana. Nyt nähdään yhä monipuolisempien omaisuuserien, kuten autolainojen ja luottokorttien, ajautuvan pankkisektorin ulkopuolelle. Maantieteellisesti heterogeenisempi Eurooppa on ollut pankkimurroksessa Yhdysvaltoja jäljessä, mutta myös täällä on nähty pankkisektorin lainanannon osuuden pienenemistä 2010-luvulta lähtien. Tässä siirtymässä ketterät Private Debt -toimijat voivat olla kiihdyttäjiä, vaikka niiden nykyinen markkinaosuus onkin vain noin 5 prosenttia⁴ yksityisestä ABF-markkinasta. Markkinan odotetaan kasvavan 8 prosenttia vuodessa ja saavuttavan noin 8 biljoonaa dollarin arvon vuoteen 2027 mennessä, mikä vastaa noin 600 miljardia dollaria vuodessa. Samalla Private Debt -managerit keräsivät kaikkinsa vain 190 miljardia dollaria uutta pääomaa ennätyksellisenä vuonna 2023⁵.

Lisääntyneet geopoliittiset jännitteet ja nopeasti noussut korkoympäristö vuoden 2022 alussa johtivat noin 20 prosentin arvostustasojen laskuun uusissa pääomasijoittajien yritysostoissa huippuvuodesta 2021 vuoteen 2023. Koska pääomasijoittajat pyrkivät saavuttamaan tavoitetuottoja, myyjät ja ostajat ovat olleet kaukana toisistaan. Tästä johtuen private equity -rahastojen irtautumiset olivat lähes kymmenen vuoden alhaisimmalla tasolla vuonna 2023. Kuihtunut yrityskauppa-aktiviteetti on johtanut pienempiin pääomanpalautuksiin pääomarahastossijoittajille ja nousseisiin allokaatioihin epälikvideissä omaisuusluokissa. Likviditeetin vapauttamiseksi rahastosijoittajat ovat etsineet vaihtoehtoisia ratkaisuja, joihin rahasto-osuuksien jälkimarkkinaostajat sekä velkaratkaisujen tarjoajat ovat tarjonneet helpotusta. Tämän lisäksi irtautumisten hidastuessa pääomasijoittajien pitoajat pitenevät, ja täten olemassa olevat salkkuyhtiöt vaativat lisäjoituksia haluttujen IRR-tuottojen saavuttamiseksi. Näiden sijoitusten rahoittamiseksi pääomarahastot, jotka ovat jo kutsuneet pääosan pääomastaan, ovat turvautuneet NAV-rahoitukseen, jossa he nostavat lainaa rahaston pääomaa vastaan. Nämä salkut ovat tyypillisesti hyvin hajautettuja eri sektoreille, sijoitukset ovat kypsässä vaiheessa lähellä irtautumista, maksimivelkaisuus on rajoitettu 20–25 prosenttiin NAVista ja velkojan ja velallisen intressit ovat yhteneväiset, joten noin 10 prosentin tuottoon vaadittu riskitaso on maltillinen.

Kaiken kaikkiaan näemme, että portfoliorahoitus on seuraava merkittävä kasvun ajuri Private Debt -kentässä. Koska kohdemarkkinan kasvu on absoluuttisesti valtavaa, eikä markkinaan kerätä pääomia lähellekään samaa tahtia, emme näe tämän mahdollisuuden kuihtuvan tulevina vuosina. Houkutteleva riski-tuottosuhte yhdistettynä selkeisiin hajautushyötyihin yritysrahoitukseen keskittyneessä Private Debt -allokaatiossa saa meidät suhtautumaan positiivisesti omaisuusluokkaan, jossa mittakaava-edut ja joustava mandaatti mahdollistavat rajalliselle palvelutarjoajien joukolle arvonluonnin yli lyhyen aikavälin syklien.

1) NAV = Net Asset Value eli rahaston oman pääoman arvo. 2) ABF = Asset-based finance eli omaisuuserien arvoon ja vakuuteen perustuva lainoitus. 3) NPL = Non-Performing Loans eli järjestämättömät lainat. 4) Lähde: Oliver Wyman. Private Credit's Golden Moment And The Resurgence Of Banks, 2/2025. 5) Lähde: McKinsey. Global Private Markets Review 2024 | McKinsey.

PORTFOLIORAHOITUSMARKKINAN ESITTELY

1. Miten määrittelemme portfoliorahoituksen?

Portfoliorahoitus viittaa rahoitusratkaisuihin, joita tarjotaan erilaisista omaisuuseristä koostuville portfolioille sen sijaan, että rahoitusta tarjottaisiin suoraan yksittäisille yrityksille.

- Portfoliot koostuvat monipuolisesti eri omaisuuseristä, kuten kulutusluotoista, auto- ja asuntolainoista sekä myyntisaamisista.
- Monia alasegmenttejä ovat perinteisesti palvelleet pankit, mutta tiukentuneet pääomavaateet ovat johtaneet vaihtoehtoisten ratkaisujen kasvaneeseen markkinaosuuteen.
- Transaktiot voivat olla uusia järjestelyjä, olemassa olevien portfolioiden tai tulevan hankevirran ostoa sovitusti.
- Portfolioiden kassavirtaprofiili on tyypillisesti suoria lainoja etupainotteisempi velan lyhennyksistä johtuen.

Suuri, hajautunut ja kasvava kohde-markkina murrosten ajamana

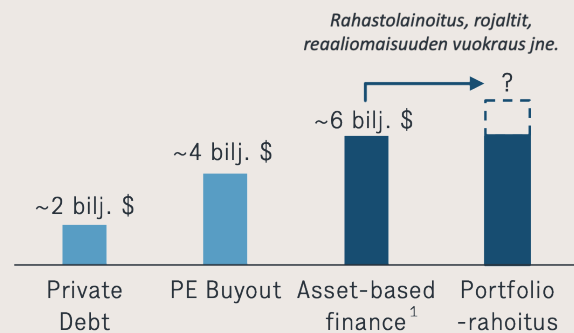
Vaikka vaihtoehtoiset sijoitukset yhdistetään tyypillisesti Private Equity - ja Direct Lending -sijoittamiseen, ei sijoittajan tule unohtaa yhtä suurimmista Private Debt -kohdemarkkinoista – portfoliorahoitusta. Pelkästään perinteiset kuluttaja- ja yritysluotot, kuten luottokortit ja yritysten käyttöpääomarahaus, joiden päälle talous rakentuu, kattavat noin 6 biljoonan dollarin Asset-based -kohdemarkkinan (kuva 2), jota pankit ovat perinteisesti palvelleet.

Pankkisektorin murrosta on ajanut tiukentunut sääntely, joka on heikentänyt pankkien pääomatehokkuutta. Tästä syntyy mahdollisuutta ovat käyttäneet muun muassa Private Debt -rahastot, joista tosin vasta pieni osa on riittävän suuria. Perinteisemmät omaisuuserät ovat saaneet rinnalleen myös innovatiivisia ratkaisuja esimerkiksi immateriaalioikeuksien omistajille ja rahastoille.

Erityisesti rahastojen NAV-rahoitus on saanut suosiota viime vuosina, kun hidastunut yrityskauppa-aktiiviteetti on vaikuttanut negatiivisesti pääoman

2. Kohdemarkkinan kasvu

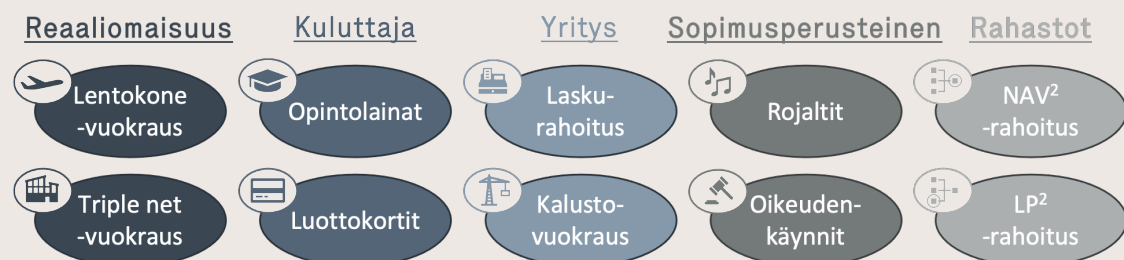
Arviot vaihtoehtoisten omaisuusluokkien kokoluokista 2023, biljoonaa dollaria



Lähde: McKinsey Global Private Markets Review 2024, KKR1

palautuksiin ja pitkittänyt sijoitushorisontteja. Kaiken kaikkiaan ABF-markkinan odotetaan kasvavan noin 8 prosenttia vuodessa vuoteen 2027 asti¹, kun taas esimerkiksi NAV²-rahoituksen odotetaan kasvavan jopa 21 prosenttia vuodessa vuoteen 2030 asti.³

3. Esimerkkejä portfoliorahoituskentästä



Lähde: Mandatum

1) Asset-based finance: Yksityiset kotitalous- ja yrityslainoihin liittyvät rahoitusvarat, jotka ovat peräisin ja joita hallinnoidaan pankkisektorin ulkopuolella globaalisti. Lähde: The Expansion of Asset-Based Finance, 2/2025. 2) NAV = Net Asset Value eli rahaston oman pääoman arvo. LP = Limited Partner eli rahastosijoittaja. 3) 17 Capital. Lähde: NAV finance: Behind the headlines - Alternative Credit Investor, 2/2025.

PANKKITOIMINNAN MURROS NOJAA YKSITYISIIN RAHOITUSVAIHTOEHTOIHIN (1/3)

Taistelu systeemistä riskiä vastaan on heikentänyt pankkien joustavuutta

Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen viranomaiset pyrkivät vähentämään systeemistä pankkiriskiä. Yksi merkittävimmistä uudistuksista, Basel III, toi mukanaan seuraavat muutokset: 1) vähimmäispääomavaateen (CET1¹-suhde) nosto 2 prosentista 4,5 prosenttiin; 2) standardoidut riskipainotettujen saamisten (RWA²) laskentakriteerit, joita vastaan pankin on pidettävä ydinpääomaa; 3) ohjeet omaisuuserien ja velkojen likviditeetin yhteensovittamiseksi. Vaikka Basel III otettiin käyttöön jo 2010, sen lopullinen käyttöönotto tapahtui vasta 2022.

Basel III vaikutti pankkien kykyyn toimia ydintoimintansa ulkopuolella, sillä monet perinteisetkin rahoitusmuodot ovat käyneet niille pääomatehottomiksi oman pääoman tuoton (ROE³) näkökulmasta (kuva 4). Sopeutuakseen pankit ovat vähentäneet taseidensa riskejä vapauttaakseen pääomiaan. Tämä näkyy erityisesti ongelmalainoissa (NPL⁴), jotka vaativat paljon pääomaa korkean riskiprofiilinsa vuoksi. Tämä on johtanut NPL:ien myyntiin pois pankkisektorilta (kuva 5) muun muassa velanperintäyhtiölle, mikä voidaan nähdä ensimmäisenä pankkimurroksen aaltona. Toinen aalto oli pienten ja keskisuurten yritysten LBO⁵ -hankkeiden lainoituksen siirtyminen Direct Lending -rahastoille. Näiden omaisuuserien maturiteetti ei lisäksi sovi yhteen pankkien lyhytaikaisten talletusten kanssa.

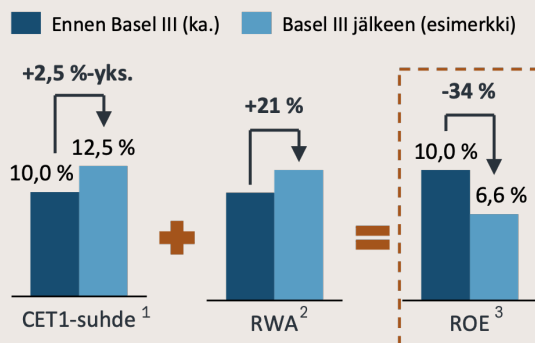
Yhdysvalloissa myös Dodd-Frank Act (2010) vaikeutti lainanantoa kuluttajille ja pienille yrityksille, jotka ovat alueellisten pankkien ydinasiakkaita. Lisääntyneet compliance- ja datavaateet ovat myös osaltaan johtaneet pankkitoiminnan keskittymiseen jättäen joitakin segmenttejä ilman palvelua (kuva 6).

Basel III 'endgame' kiihdyttää murrosta taloudellisen elvytyksen loputtua

Covid-19-pandemia pysäytti tilapäisesti kansantaloudet, mikä johti raha- ja finanssipoliittiseen elvytykseen ja helpotti rahoituksen saatavuutta. Nyt kun elvytys on lakannut, tulevan Basel III endgame:n odotetaan nostavan pankkien pääomavaateita vielä ylimääräiset 19 prosenttia⁶ vuoteen 2028 mennessä. Tämän seurauksena yksityisten rahoitusvaihtoehtojen tarpeen kasvu kiihtyy tulevina vuosina. Yksi ajankohtainen teema on Yhdysvaltojen aluepankkien lainanannon suuri paino liike- ja toimistokiinteistöissä, mikä saattaa aiheuttaa painetta kyseisten pankkien pääomavaateille.

4. Basel III vaikutus pankkeihin

Esimerkki Basel III:n vaikutuksesta ryhmän 1 pankin kannattavuuteen vuonna 2011, %

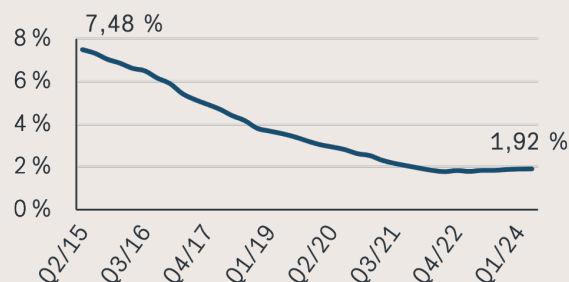


Basel III:n arvioitu vaikutus ydinpääomasuhteeseen (CET1-suhde¹) sekä riskipainotettujen saamisten (RWA²) vuonna 2011 johtaisi 3,4 prosenttiyksikön keskimääräiseen oman pääoman tuoton laskuun (ROE³)

Lähde: ECB, BIS, EBA

5. Eurooppalaisten pankkien NPL-suhde

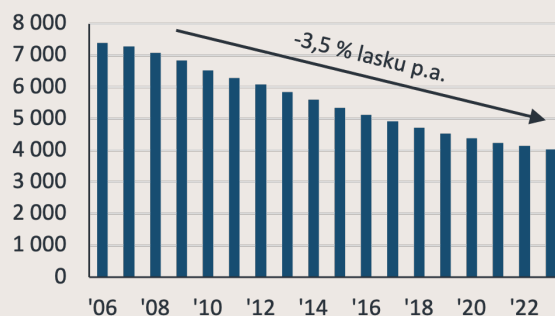
Ongelmalainojen osuus merkittävien eurooppalaisten pankkien taseista, Q2/2015-Q2/2024



Lähde: ECB

6. Yhdysvaltalaisien liikepankkien määrä

Yhdysvaltalaisien liikepankkien määrä, 2006-2023



Lähde: Federal Deposit Insurance Corporation

1) CET1-suhde = Pankin ydinpääoman (Common equity tier 1 capital), joka koostuu osakepääomasta ja kertyneistä voittovaroista, suhde laskennalliseen riskipääomaan. Basel III esitteli 2,5 %-yks. korkeamman vähimmäisvaateen. Ennen Basel III:a keskimääräinen CET1-suhde oli noin 10 %. 2) RWA= Risk-weighted assets eli laskennallinen riskipainotettujen saamisten määrä taseessa. EBA arvioi Basel III:n nostavan keskimääräistä RWA:ta noin 21 %. 3) Oman pääoman tuotto laskettuna nettotuloksesta suhteessa CET1:een. Keskimääräinen ROE oli 10 % vuonna 2011. 4) NPL = Non-Performing Loans eli järjestämättömät lainat. 5) LBO = Leveraged Buyout eli pääomasijoittajan velkavetoinen yritysosto. 6) Goldman Sachs.

PANKKITOIMINNAN MURROS NOJAA YKSITYISIIN RAHOITUSVAIHTOEHTOIHIN (2/3)

Vaihtoehdot pankkisektorille hakevat edelleen muotoaan – etenkin Euroopassa

Teknologian sovellusten edistysaskeleet ja luotettavan datan saatavuus ovat mahdollistaneet yksityisten toimijoiden kyvyn lainottaa monimutkaisia omaisuuseriä ja näin paikata pankkien pienentyntä roolia lainoituksessa.

Eurooppa on selvästi jäljessä pankkitoiminnan murroksessa (kuva 7), kun taas Yhdysvalloissa homogeenisempi toimintaympäristö ja kehittyneet julkiset pääomamarkkinat ovat helpottaneet vaihtoehtoisten rahoituskanavien syntyä. Pankkien merkityksen vähentyminen on kuitenkin alkanut myös Euroopassa, ja nimenomaan ketterät Private Debt -rahastot voivat olla toimiva ratkaisu heterogeeniselle Euroopalle.

Rajattu tarjonta suurta kysyntää vastaan tarjoaa houkuttelevia mahdollisuuksia

Yksityisen ABF-markkinan kasvun odotetaan kiihtyvän 8 prosenttiin seuraavien vuosien aikana (kuva 8). Tämä tarkoittaa noin 600 miljardia dollaria vuodessa, mitä voidaan verrata ennätyselliseen 190 miljardin dollarin Private Debt -varainhankintaan vuonna 2023¹. Lisäksi valtaosa varainkeruusta keskittyy Direct Lending -markkinaan, jossa suurimmat vuosikerrat ovat jo 20 miljardin dollarin kokoluokassa. Private Debt -rahastoilla on nykyisellään arvioitu olevan vain noin 5 prosentin markkinaosuus² tästä kohdemarkkinasta, mikä tarjoaa huomattavaa kasvuvaraa markkinan sisällä.

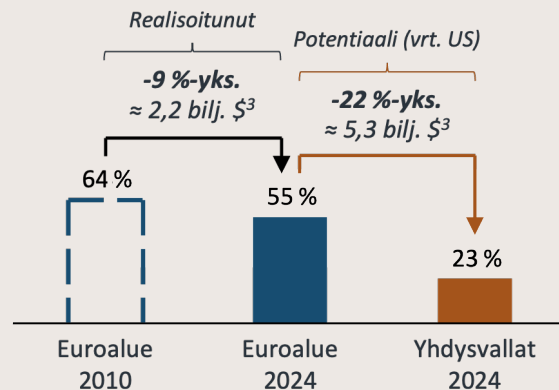
Tuhansia lainoja sisältävien portfolioiden analysointi vaatii merkittäviä pääoma- ja tutkimusresursseja. Kun markkina on nuori ja kasvava, nämä ominaisuudet ovat vielä kohtalaisen harvinaisia ja rajoittavat mahdollisten rahoittajien määrää. Täten kysynnän ja tarjonnan suhta on nyt houkutteleva valikoiduille rahastoille. Näemme markkinoilla selkeästi kaksinumeroisia tuottolukuja samalla, kun sijoitusten vakuudet ja hajautus rajoittavat luottotappioriskejä.

Etupainotteinen kassavirtaprofiili on ainutlaatuinen Private Debt -kentässä

Houkuttelevan riski-tuottosuhteen lisäksi ABF⁵-lainat sisältävät usein sopimusperusteisesti etupainotteisen kassavirtaprofiilin (kuva 9), mikä sekä vähentää sijoituksen riskiä että mahdollistaa vakaat ja ennustettavat pääomanpalautukset rahastosi-joittajille myös epävarmempina aikoina. Tämä tarjoaa osaltaan arvokasta hajautushyötyä Private Debt -sijoittajille.

7. Pankkien osuus lainanannosta

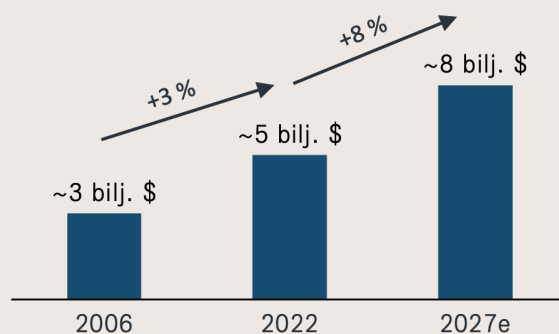
Pankkien osuus yksityisen pankkisektorin lainanannosta euroalueella ja Yhdysvalloissa vuosina 2010 and 2024



Lähde: Bank for International Settlements (BIS)

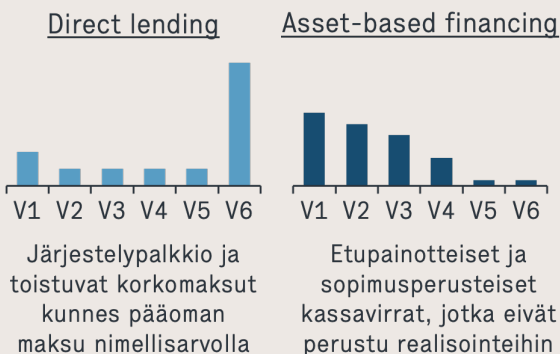
8. Yksityisen ABF-kohdemarkkinan kasvu

Yksityiset kotitalous- ja yrityslainoihin liittyvät rahoitusvarat pankkisektorin ulkopuolella, 2006–2027e, biljoonaa dollaria



Lähde: KKR⁴

9. Direct Lending- ja ABF-markkinan erilaiset kassavirtaprofiilit



1) Lähde: McKinsey, Global Private Markets Review 2024 | McKinsey. 2) Lähde: Oliver Wyman, Private Credit's Golden Moment And The Resurgence Of Banks, 2/2025. 3) Summa laskettu pankkien yksityiselle sektorille myöntämien lainojen osuuden muutoksena kerrottuna Euroopan yksityisen sektorin nykyisellä kokonaisvelalla. 4) Lähde: KKR, The Expansion of Asset-Based Finance, 2/2025. 5) ABF = Asset-based finance eli omaisuuserien arvoon ja vakuuteen perustuva lainoitus.

PANKKITOIMINNAN MURROS NOJAA YKSITYISIIN RAHOITUSVAIHTOEHTOIHIN (3/3)

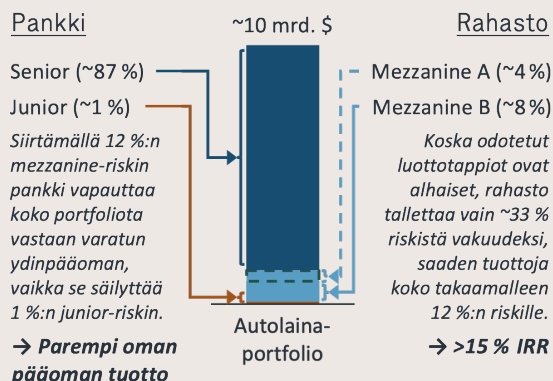
Esimerkki 1: Win-win-tilanne pankin siirtäessä osan autolainaportfolionsa riskeistä

Taseen tehokkuus on pankkitoiminnan ydintä, joten pankkien taseiden hallintaa ohjaa yhä enemmän sääntelyyn mukautuminen. Tällä sivulla käydään läpi esimerkki Yhdysvaltain kuluttajien autolainamarkkinoilta niin sanotusta "Significant Risk Transfer" -transaktiosta (SRT), jossa pankin taseesta siirretään osa riskistä sijoittajille, jotta pankki saa vapautettua ydinpääomaansa.

Kyseisessä SRT:ssä pankki siirsi 12 %:n mezzanine-riskin noin 10 miljardin dollarin autoluottoportfolios- ta sijoittajalle (kuva 12). Kaupalla pankki vapautti portfolion laskennallisia riskisaamisia vastaan pidetyn ylimääräisen ydinpääoman, vaikka se pitikin ensimmäisen prosentin tappiot itsellään. Tällä tavoin pankki paransi oman pääoman tuottoaan.

Portfolion korkean laadun ja pankin pitämän noin prosentin ensitappion myötä sijoittajan on pidettävä vakuutena vain noin 33 prosenttia takaamastaan mezzanine-riskistä (eli 4 prosenttia portfoliosta) samalla, kun se saa tuottoja koko riskistä. Tämä voi johtaa jopa yli 15 prosentin tuottoon (IRR). Tuoton vastapainoksi sijoittajan odotetut luottotappiot ovat hyvin matalat, sillä jopa finanssikriisin skenaariossa odotetut korkotuotot kattavat luottotappiot kaksin kerroin (kuva 11). Kaiken kaikkiaan tämä win-win-tilanne tarjosi houkuttelevan riski-tuottosuhteen ABF-rahaston sijoittajille.

10. Pankin ja ABF-rahaston motiivit



11. Mallinnettu riskipuskuri

Tappioiden kattamisaste = korkotuotot / luottotappiot



12. Luottoriskin siirto (Significant Risk Transfer) käytännössä



1) Viittaa Yhdysvalloissa käytettyyn kuluttajien henkilökohtaiseen luottoriskiluokitteluun, FICO:on.

JÄÄTYNYT YRITYSKAUPPAMARKKINA HYÖDYTTÄÄ LIKVIDITEETIN TARJOAJIA (1/3)

Noussut pääoman kustannus ja epävarmuus ovat painaneet LBO¹-arvostustasoja

Geopoliittisten jännitteiden ja kiihtyvän inflaation seurauksena korot nousivat negatiivisista selvästi positiivisiksi vuonna 2022. Esimerkiksi Saksan 10 vuoden valtionlainan korko nousi 3,0 prosenttiin, joka on korkein taso sitten vuoden 2011. Epävarmuus ja nousseet pääomakustannukset johtivat S&P 500 -indeksin 25 prosentin laskuun vuoden 2022 ensimmäisten yhdeksän kuukauden aikana. Vaikka muutos ei ollut yhtä nopea listaamattomissa osakkeissa, myös uusien LBO¹:iden arvostustasot laskivat 21 prosenttia vuosina 2021–2023.

Vaikka markkinakorot ovat jo hieman laskeneet, uusien LBO¹:iden tulisi edelleen olla arvostettu vähintään 9 prosenttia alle 2021 tason saavuttaakseen saman tuottotavoitteen (kuva 14). Lisäksi tämä ei huomioi mahdollisesti korkeampia tuottotavoitteita uusille LBO¹:ille, jotta niiden riskipreemiot yli peruskoron pysyisivät entisellään. Lisäksi kansataloudet kasvuluvut ja optimismi ovat huomattavasti vuotta 2021 heikompia ja vaikuttavat negatiivisesti yhtiöiden kasvunäkymiin.

PE-irtautumiset lähes 10 vuoden pohjissa varainkeruun vetäessä edelleen globaalisti

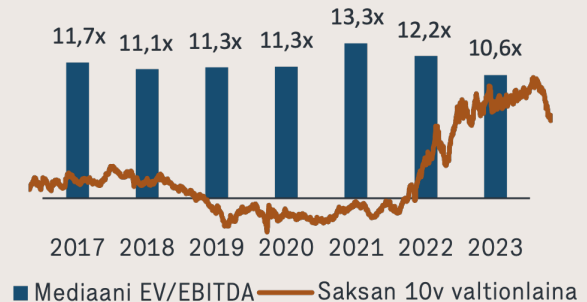
Jos oletetaan vain korkovaikutukseen perustuen, että uudet LBO:t tehdään 12,1x EV/EBITDA kertomella loppuvuonna 2024, tarkoittaisi se sitä, että vuonna 2021 ennätysarvostuksiin ostetut LBO:t saataisiin myytyä seuraavalle Private Equity -rahas-tolle vain 13,5 prosentin vuosituotolla suhteessa 17 prosentin tavoitteeseen (kuva 14). Kun samalla BKT:n kasvu on ollut hitaampaa kuin odotettiin vuonna 2021³, eikä etenäkään Euroopan kasvunäkymä ole edelleenkään vahva, voidaan helposti arvioida 8,0 prosentin vuosituotot 2021 LBO:ille olettaen 2,5 prosenttia odotettua matalampi EBITDA-kasvu.

Vaikka tilanne ei olekaan yhtä heikko kuin 2023, tämä luo edelleen kuilun myyjien ja ostajien välille. Osin tästä johtuen Private Equity -irtautumiset ovat lähes alhaisimmilla tasoilla kymmeneen vuoteen (kuva 15). Tilanne voi jatkua vielä jonkin aikaa, sillä vuoden 2021 ”kuuman markkinan” yritysostojen irtautumiset eivät ole vielä olleet ajankohtaisia.

Samalla Private Equity -varainkeruu kasvoi 146 prosenttia vuosina 2014–2021, minkä jälkeen taso on pysynyt vakaana haastavasta markkinasta huolimatta. Tämä luo painetta pääoman palautuksille, sillä PE-allokaatiot kasvavat nopeammin kuin sijoittajat ovat odottaneet.

13. LBO-arvostustasot ja riskitön korkotaso

Globaalien LBO¹:iden mediaani EV/EBITDA².
Saksan 10-vuotisen valtionlainan korko,
1/2017–12/2023

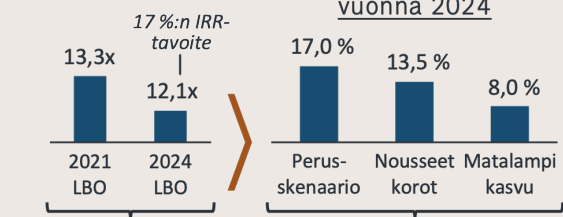


Lähde: Pitchbook Global M&A Report, Bloomberg

14. Korkojen vaikutus PE-tuottotasoihin

Uusi LBO EV/EBITDA

Vuoden 2021 LBO:n IRR vuonna 2024



Noin 1,2x EV/EBITDA:n lasku vaadittu 17% IRR:in (pelkkä korkovaikutus)

3,5 %-yks. lasku mikäli vain korkovaikutus. 9 %-yks. lasku jos myös matalampi EBITDA-kasvu. (BKT:n kasvu alle odotusten)³

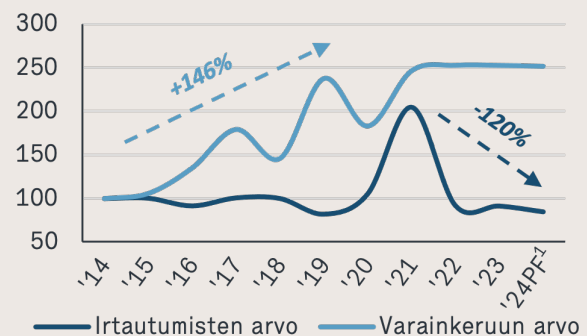
Perusskenaarion oletukset:

- EBITDA-kasvu: 6,5 %
- Nettovelka / EBITDA: 5,5x
- Korko (2021): 4,5 % marginaali
- Korko (2024): 4,5 % marginaali+
- 11/2024 Euribor-odotukset
- Perusskenaarion IRR: 17 %
- Kassakonversio: 70 %
- Velan järjestelypalkkio: 1.5%

Lähde: MAM, PitchbookGlobal M&A Report

15. PE-irtautumiset ja varainkeruu

Euroopan ja Yhdysvaltojen PE-irtautumisten ja varainkeruun indeksoitu arvo, 2014–2024PF⁴
2014=100

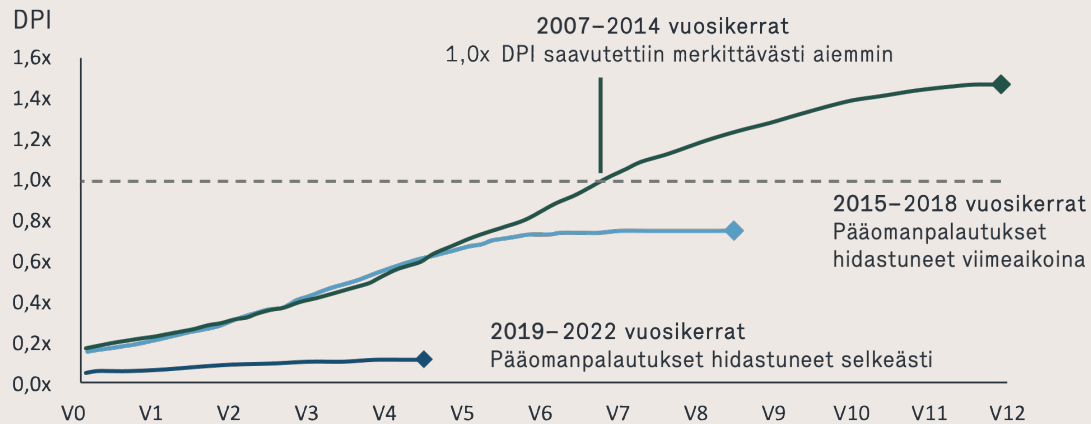


Lähde: Pitchbook Global M&A Report

1) LBO = Leveraged Buyout eli pääomasijoittajan velkavetoinen yritysosto. 2) EV/EBITDA = velaton yritysarvo jaettuna käyttökatteella. 3) Yhdysvaltojen BKT:n kasvuoletus vuosille 22'–23' oli 3,4 % p.a. vs. 2,2 % p.a. realisoitunut kasvu. Lähde: Federal Reserve Bank of Atlanta. 4) 2024 pro forma on laskettu käyttäen vuoden 2024 vuosipuoliskon lukuja kaksinkertaisena.

JÄÄTYNYT YRITYSKAUPPAMARKKINA HYÖDYTTÄÄ LIKVIDITEETIN TARJOAJIA (2/3)

16. Pääomanpalautukset suhteessa sijoitettuun pääomaan ("DPI"): Private Equity



Lähde: Financial Times (Preqin)²

Hidas M&A-markkina aiheuttaa painetta rahastojen pääomienpalautuksille

Private Equity -rahastojen irtautumisten puute on johtanut heikentyneisiin pääomanpalautuksiin viimeisimmissä vuosikerroissa, mikä näkyy hitaamassa DPI¹ -kehityksessä (kuva 16). Lisäksi vuosien 2015–2018 rahastot eivät ole saavuttaneet 1,0x DPI seitsemässä vuodessa aikaisempien rahastojen tapaan. Tämä ei ole vain Private Equityn ongelma, vaan kehitys on universaali epälikvideille omaisuusluokille. Täten sijoittajat ovat etsineet ratkaisuja jatkaakseen sijoittamista ja varmistaakseen likviditeetin.

Irtautumisten vähäisyys pakottaa tukemaan yhtiötä yli kutsuttavan pääoman

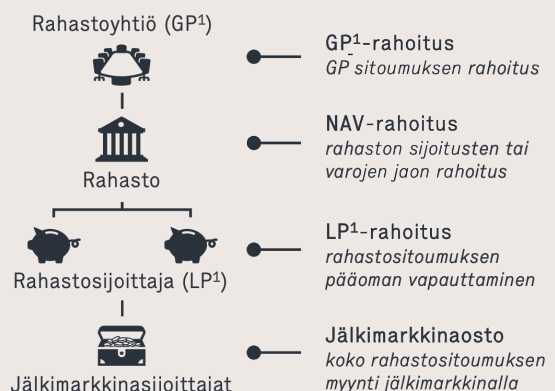
Koska irtautumisia ei tapahdu, PE-rahastojen on tuettava nykyisten salkkuyhtiöidensä kasvua saavuttaakseen IRR-tavoitteensa ja halutut valuaatiot. Jos kutsuttava pääoma on jo sijoitettu, jatkosijoitukset voidaan rahoittaa esimerkiksi NAV-lainalla (ks. Esimerkki 2 seuraavalla sivulla).

Rahastorahoitus voidaan järjestää usealla tasolla ja useaan tarkoitukseen

Vaikka rahastorahoitus ja sen monet muodot eivät olekaan tämän syklin keksintöjä, kysynnän nopea kasvu tällaisille ratkaisuille on ollut ajankohtainen aihe vuoden 2022 jälkeen. Rahoitusta voidaan tarjota niin rahastoyhtiölle, rahastolle kuin rahastosijoittajille (kuva 17). Ensinnäkin rahastoyhtiö (GP¹) voi ottaa lainaa esimerkiksi hallinnointipalkkiovirtaansa

vastaan rahoittaakseen suurempia sitoumuksia omiin rahastoihinsa, mikä on yleensä rahastosijoittajille positiivinen signaali, tai parantaakseen pääomansa tuottoa. Toiseksi niin kutsuttu NAV¹-lainaus tehdään rahastotasolla joko uusien sijoitusten rahoittamiseksi tai joskus pääomanpalautusten rahoittamiseksi. NAV-lainauksessa rahasto antaa lainan vakuudeksi rahaston omistukset. Kolmanneksi likviditeetin tarpeessa rahastosijoittajat (LP¹) voivat vapauttaa pääomiaan suljetuista rahastoista lainarahalla. Tämä toimii vaihtoehtona rahasto-osuuden myynnille jälkimarkkinaostajalle, mutta nyt sijoittaja säilyttää nousupotentiaalin. Toisaalta jälkimarkkinat voivat auttaa rahasto-omistusten likvidoinnissa ja koko pääoman vapauttamisessa.

17. Rahastorahoituksen eri tasot



1) DPI = Distribution to paid-in capital eli pääomanpalautukset suhteessa sijoitettuun pääomaan. LP = Limited Partner eli rahastosijoittaja. GP = General Partner eli rahastoa hallinnoiva yhtiö. NAV = Net Asset Value eli rahasto-osuuden arvo 2) Lähde: 'Buyout executives say distributions are "magic word" after exit slowdown, 4/2024.

Esimerkki 2: Yhden rahaston NAV¹ -lainaus

Private Debt -kentässä yksi puhuttaneimmista aiheista on viime vuosina ollut on NAV¹-lainaus. Vielä vuonna 2020 kohdemarkkinan arvioitiin olevan vain noin 100 miljardin dollarin suuruinen, mutta irtautumisen vähäisyys ja heikot pääomanpalautukset ovat sysänneet markkinan kasvuun. Markkinan nähdään kasvavan jopa 21 prosenttia vuodessa ja saavut-tavan 700 miljardin dollarin koon vuoteen 2030 mennessä.²

Yksittäisen pääomarahaston NAV¹-lainauksessa rahoituksen vakuutena toimii kohderahaston pääoma (kuva 19). Tätä pääomaa vastaan rahasto nostaa tyypillisesti noin 15 prosenttia lainaa, mikä tarkoittaa, että lainanantajalla on edelleen 85 prosentin puskuri tappioita vastaan. Lainaa käytetään sijoitusten tai palautusten rahoittamiseen, mikä auttaa saavuttamaan rahaston tavoitetuoton ja parantaa DPI¹:tä. Lainaehdoissa vastapuolet ovat sopineet enimmäisluototusasteesta, joka on usein noin 20–25 prosenttia.

NAV-rahoitus tarjoaa sijoittajille selkeitä hajautushyötyjä yritysriskistä huolimatta

Suorien yrityslainojen ja NAV-lainojen välillä on selkeitä eroja yhteisestä yritysriskistä huolimatta (kuva 18). Ensinnäkin rahastorahoitus hajauttaa riskejä portfolioiden, ei vain yksittäisten yritysten, kesken. Koska portfolioit ovat hajautettuja eri toimialoille, salkun sisäinen korrelaatio on suhteellisen alhainen.

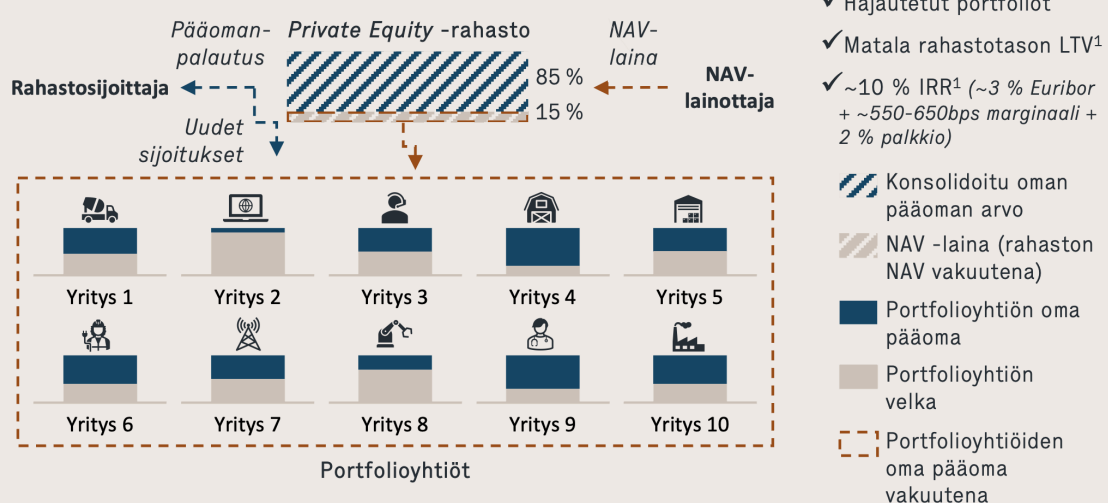
18. Merkittävät erot Direct Lending- ja NAV-lainastrategioiden välillä

Merkittävät ominaisuudet	Direct Lending -strategia	NAV -lainastrategia
Hajautus	Yritystasolla	Portfoliotasolla
Sijoitushetki	Sijoitusvaihe	Arvonluontivaihe
Kovenantit	Yritystasolla	Portfoliotasolla (esim. LTV ¹)
Vastapuolten kannustimet	Yksittäinen maksuhäiriö ei riski brändille	Portfolion maksuhäiriö on riski brändille

Vaikka taustalla olevat yritykset ovat pääomasijoittajille tyypillisesti kohtalaisen velkaantuneita, on epätodennäköistä, että rahaston NAV laskisi 85 prosenttia ja aiheuttaisi tappiota lainanantajalle. Tämän riskin vastapainona tuotot ovat houkuttelevia, noin 10 prosenttia, koostuen tyypillisesti pohjakorosta, noin 550–650 korkopisteen marginaalista ja kahden prosentin järjestelypalkkiosta.

Lisäksi kohderahastot ovat yleensä arvonluontivaiheessa, joten omistukset voidaan arvostaa kypsässä vaiheessa. Irtautumiset ovat myös paljon lähempänä tulevaisuudessa, mikä tarjoaa etupainotteisemman kassavirtaprofiilin. Lopuksi NAV-lainottajan ja PE-sijoitusyhtiön kannustimet ovat hyvin linjassa, sillä yhden portfolioyhtiön laiminlyönti ei aiheuta riskiä koko rahastotoiminnalle, kun taas koko rahaston velan laiminlyönti todennäköisesti lopettaa PE-yhtiön liiketoiminnan.

19. Havainnollistava NAV-lainaesimerkki



1) NAV = Net Asset Value eli rahaston oman pääoman arvo. DPI = Distribution to paid-in capital eli pääomanpalautukset suhteessa sijoitettuun pääomaan. IRR = Internal Rate of Return eli sijoituksen vuosittainen tuotto. 2) 17 Capital (Alternative Credit Investor). Lähde: NAV finance: Behind the headlines - Alternative Credit Investor, 2/2025.

YHTEENVETO

Private Debt -lainamarkkinalla on viime aikoina suuresti puhuttanut portfoliorahoituksen osa-alueet, Asset-based finance ja rahastorahoitus, jotka tarjoavat lainasijoittajille hajautushyötyjä muun muassa matalamman korrelaation ja etupainotteisten kassavirtojen muodossa. Pankkisääntelyn kiihdyttämä pankkitoiminnan supistuminen on luonut kysyntää yhä monipuolisemmin erilaisille yksityisille rahoitusratkaisuille kyseinen kohdemarkkinan ollessa kooltaan selkeästi nykyistä Private Debt -markkinaa suurempi. Samalla yrityskaupamarkkinan hiljaisuus ja heikot Private Equity -rahastojen pääomanpalautukset ovat nostaneet kysyntää erilaisille rahastorahoitusmuodoille, kuten NAV-lainoille. Koska kumpikin markkina on kasvanut nopeammin kuin mitä varoja ja kyvykkyys on kerätty, näemme portfoliorahoituksen tarjoavan houkuttelevaa tuotto-riskisuhdetta sijoittajille. Mandatumin AM Private Debt -ohjelma ammattimaisille sijoittajille allokoii varoja kattavasti läpi Private Debt -markkinan ja näemme, että portfoliorahoitus on tällä hetkellä yksi ohjelmamme mielenkiintoisimmista teemoista. Arvioimme kuitenkin, että portfoliorahoituskentässä on erityisen tärkeää sijoittaa laajoihin mandaatteihin, joilla on kyvykkyudet löytää houkuttelevia sijoitusmahdollisuuksia eri markkinaympäristöissä.

Mandatum Asset Management

Mandatum Asset Management (MAM) osa Mandatum-konsernia, merkittävää finanssipalvelujen tarjoajaa, joka yhdistää rahan ja hengen erikoisosaamisen. Mandatum tarjoaa palveluita institutionaalisille ja varainhoito-asiakkaille sekä yritys- ja henkilöasiakkaille. Mandatumin liiketoiminnan menestyksen keskiössä ovat osaava henkilöstö, vahva brändi ja onnistuminen sijoitustoiminnassa.

MAM tarjoaa täyden valtakirjan ja konsultoivaa omaisuudenhoitoa institutionaalisille ja muille ammattimaisille sijoittajille sekä hallinnoi erilaisia sijoitustuotteita ydinalueinaan korko-, vaihtoehto- ja osakeratkaisut.

KIRJOITTAJAT



MATIAS HAURU

Director | Head of Private Debt
matias.hauru@mandatumam.com



AKSELI RIKKA

Analyst | Private Debt
akseli.rikka@mandatumam.com



MANDATUM
ASSET MANAGEMENT

Mandatum Asset Management Ltd
Bulevardi 56, P.O Box 1221,
FI-00101 Helsinki, FINLAND

www.mandatumam.com

VASTUUVARAUMA

Tämä markkinointimateriaali ja sen tiedot on annettu informaatiotarkoituksessa, eikä niitä tule ymmärtää sijoitussuositukseksi tai suositukseksi sijoittaa tai osallistua mihinkään kaupankäyntiin tai sijoitukseen tai ostaa tai myydä osakkeita tai muita sijoitusinstrumentteja. Kaikki tiedot, näkemykset ja ennusteet ovat materiaalin laatimishetken mukaisia ja perustuvat Mandatum Asset Management Oy:n ja Mandatum -konsernin ("Mandatum") näkemyksiin ja arvioihin. Tiedot eivät ole tarkkoja ja voivat muuttua ilman Mandatumin erillistä ilmoitusta.

Materiaalissa esitellyt sijoitukset eivät välttämättä sovi kaikille sijoittajille. Sijoittajien tulee tehdä sijoituspäätökset itsenäisesti perustuen omiin sijoitustavoitteisiinsa ja taloudelliseen riskinkantokykyynsä ja konsultoida tarvittaessa omia sijoitus-, juridisia- ja veroneuvonantajia.

Sijoittaminen sisältää riskejä. Sijoituskohteiden arvo voi nousta tai laskea. Sijoituskohteiden aikaisempi kehitys ei kuvaa niiden kehitystä tulevaisuudessa. Mikäli sijoituskohteet sisältävät muita kuin sijoittajan perusvaluutan sijoituksia, valuuttakurssien muutokset vaikuttavat sijoituskohteen arvonkehitykseen.

Tämä dokumentti on laadittu Mandatumin luotettavaksi arvioimien lähteiden pohjalta, mutta Mandatum ei taakaa tietojen oikeellisuutta tai täydellisyyttä eikä vastaa tietojen käytöstä mahdollisesti aiheutuvista suorista tai epäsuorista vahingoista, kuluista tai menetyksistä. Mandatum varaa oikeuden muuttaa esitettyjä tietoja.