

## Sijoituskohteena Private Debt

Lievonen Okko

Opinnäytetyö  
Liiketalouden koulutusohjelma  
Tradenomi

2020

Tradenomi  
Liiketalouden koulutus

---

<b>Tekijä</b>	Okko Lievonen	<b>Vuosi</b>	2020
<b>Ohjaaja(t)</b>	Jorma Mölläri		
<b>Toimeksiantaja</b>	Työllä ei ole toimeksiantajaa		
<b>Työn nimi</b>	Sijoituskohteena Private Debt		
<b>Sivu- ja liitesivumäärä</b>	35 + 3		

---

Tässä opinnäytetyössä tutustutaan Private Dehtiin ja tutkitaan sitä, kuinka se eroaa perinteisistä julkisesti tarjolla olevista korkosijoituksista eli joukkovelkakirjoista. Opinnäytetyö pyrkii vastaamaan siihen, kuinka Private Dehtiin sijoitetaan, eli millainen tuotto ja riskikorjattu tuotto kohteella on verrattuna korkean riski joukkovelkakirjoihin eli High Yield lainoihin.

Private Dehtiin tutustuminen on työelämälähtöisesti tärkeää, sillä sen kysyntä on kasvanut Yhdysvalloissa ja Euroopassa merkittävästi finanssikriisin jälkeen, kun pankit tiukensivat lainaehdoja. Tiukentuneet lainaehdot kohdistuivat etenkin pienien ja keskisuurten yritysten lainanottokykyyn, mikä mahdollisti pankkien ulkopuolisten toimijoiden toimia lainan tarjoajina. Private Debt kuuluu vaihtoehtoisten sijoitusten omaisuusluokkaan, joka nousi sijoittajien suosioon, kun perinteisistä korkosijoituksista ei ole saanut riittävän korkeaa tuottoa.

Opinnäytetyön aineistona olen hyödyntänyt tieteellisiä artikkeleja ja aihekirjallisuutta. Työn tutkimusosassa on hyödynnetty indeksien tarjoamaa dataa vuosilta 2005-2019. Tutkimusmenetelmänä on käytetty määrällistä eli kvantitatiivista menetelmää.

Tutkimuksessa selvisi, että Private Debt tarjoaa sijoittajille korkeampaa tuottoa matalammalla riskillä kuin vertailukohteena oleva High Yield laina. Sijoittajan tulee kuitenkin ottaa huomioon kohteiden likviditeetti, sillä Private Dehtiin kaltaisissa lainoissa kohteesta irtautuminen voi olla haastavaa.

Avainsanat  
sijoittaminen

Korkosijoittaminen, Private Debt, Vaihtoehtoinen korko-

Bachelor of Business Administration

---

<b>Author</b>	Okko Lievonen	<b>Year</b>	2020
<b>Supervisor</b>	Jorma Mölläri		
<b>Commissioned by</b>	This thesis doesn't have a Commissioner		
<b>Subject of thesis</b>	Private Debt as an investment		
<b>Number of pages</b>	35 + 3		

---

This thesis introduces and examines Private Debt, on how it differs from publicly available fixed income investments ie. Bonds. This thesis aims to answer questions like, how can you invest in Private Debt, what kind of return and risk-adjusted returns compared to publicly available high-risk Bonds ie. High Yield-Bonds.

Getting to know Private Debt is work-oriented as demand for it has increased in U.S and Europe since the financial crisis as the banks tightened their lending conditions. The tightening of loan conditions particularly targeted the small and middle-sized enterprises. This allowed non-bank operators to act as loan providers. Private Debt is part of the alternative investment asset class, which rose in popularity among investors when traditional fixed income investments haven't received a sufficiently high returns.

I have used scientific article and literature for this thesis and for the research part I have utilized the data provided by the indices from 2005-2019. The research method I am using is the quantitative method. This method is use when examine large numerical data.

The study found that Private Debt offers investor higher return at a lower risk as a reference to High Yield-Bonds. However, the investor must take to account the liquidity of the asset class, as in loans as Private Debt exiting the asset class might be challenging.

Key words

Private Debt, Bond, Alternative credit

## SISÄLLYS

1	JOHDANTO .....	6
1.1.	Tutkimuksen lähtökohta.....	7
1.2.	Opinnäytetyön tavoitteet ja tutkimusongelma.....	7
1.3.	Sanasto ja termit.....	8
2	KORKOSIJOITTAMINEN .....	10
2.1	Joukkovelkakirjalainan määritelmä.....	10
2.2	Yritysten joukkovelkakirja .....	10
2.3	Nollakuponkilaina, indeksisidonnaiset joukkovelkakirjalainat.....	11
2.4	Lainaehdot ja Kovenantit.....	11
2.5	Luottoluokitus .....	12
2.6	Joukkovelkakirjojen riskit.....	13
2.6.1	Luottoriski .....	13
2.6.2	Korkoriski.....	13
2.6.3	Likviditeettiriski .....	14
2.7	Joukkovelkakirjan hinnoittelu ja arvonmäärittely .....	14
3	PRIVATE DEBT.....	16
3.1	Mitä Private Debt on?.....	16
3.2	Private Debtin nousu .....	16
3.3	Yleisimmät strategiat.....	17
3.3.1	(Senior) Direct Lending .....	18
3.3.2	Mezzanine .....	18
3.3.3	Distressed debt .....	19
3.4	Sijoittaminen Private Debtiin .....	20
3.4.1	Riski ja tuotto.....	20
3.4.2	Likviditeetti.....	21
4	AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄ.....	23
4.1	Tutkimuksen kohteen rajaus .....	23
4.2	Tutkimuksen toteutus .....	23
4.3	Indeksien valinta.....	24
5	TULOKSET.....	25
5.1	Private Debtin vertailu High Yield-Bondiin .....	25

Bachelor of Business Administration

---

5.2 Riskikorjattu tuotto.....	28
5.3 Johtopäätökset.....	28
6 POHDINTA.....	30
LÄHTEET.....	32
LIITTEET.....	36

## 1 JOHDANTO

Sijoittaminen on resurssien jakamista. Yleisesti ottaen rahan muodossa, minkä tarkoituksena on tuottaa voittoa. (Investopedia 2020.) Sijoittaminen on monivaiheinen prosessi mikä alkaa sijoittajan lähtötilanteen tunnistamisesta ja etenee aina sijoitusten onnistumisen arviointiin. Onnistunut sijoitustoiminta edellyttää ennen kaikkea oman lähtökohtansa tunnistamista, sekä riskinsietokykyä. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 3.)

Sijoittaminen on yleistynyt Suomessa merkittävästi tämän vuosituhannen alussa suomalaisten kotitalouksien vaurastumisen myötä, eikä omistusasunto ole enää ainoa varallisuuden muoto. Varallisuutta siirtyy myös perintönä uusille sukupolville ja kotitalouksien vaurastumisen myötä myös sijoittamiseen kohdistunut mielenkiinto on kasvanut. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 1, 5.)

Tässä tutkimuksessa tutkin Private Debtia omaisuusluokkana ja sen välisiä eroja ja hyötyjä perinteiseen korkosijoittamiseen sijoittajan näkökulmasta. Private Debt on pörssin ulkopuolella tarjolla oleva lainamuoto, jota käyttävät erityisesti yksityisessä omistuksessa olevat pienet ja keskisuuret yritykset. Tämä toimii yhtenä rahoituksen muotona, jotta yritykset voivat laajentaa omaa toimintaansa. Private Debtin kysyntä on kasvanut ammattisijoittajien keskuudessa, sillä ne tarjoavat parempaa tuottoa kuin perinteiset korkosijoitukset. Keskuspankkien rahapoliittiset elvytystoimet ovat tuoneet ”turvalliset” valtionlainojen tuottotason ennätyskellisen alhaiselle tasolle, mikä on saanut sijoittajat etsimään korkeamman tuottotason kohteita. (sijoittaja 2016.) Kysyntä on ollut korkealla tasolla myös Alternative Credit ousilin (ACC) tekemän tutkimuksen mukaan. Tutkimuksessa ennustettiin, että Private Debt-rahastot saavuttaisivat yhden triljoonan dollarin AUM:in vuoteen 2020 mennessä. (Prestigefund 2017.)

Opinnäytetyö etenee johdannon jälkeen tutkimuskohdan ensimmäiseen vaiheeseen, jossa kerron tarkemmin julkisen kaupankäynnin korkoinstrumentista eli toisin sanoen joukkovelkakirjoista. Joukkovelkakirjoista esittelen näiden ominaisuudet, luottoluokitukset ja riskit. Tämän jälkeen siirryn päätutkimuskohtaan, mikä on

yksityisen kaupankäynnin korkoinstrumentti eli Private Debt. Tässä osiossa esitelen Private Debtin omaisuusluokkana, sen yleisimmät sijoitusstrategiat ja riskit. Lopussa vertailen ja analysoin Private Debtin ja joukkovelkakirjojen eroja ja mahdollisuuksia.

### 1.1. Tutkimuksen lähtökohta

Mielenkiinto vaihtoehtoiseen korkosijoittamiseen eli Private Debtiin heräsi työharjoitteluni aikana, kun pääsin tutustumaan tähän minulle uuteen omaisuusluokkaan ja sen tarjoamiin mahdollisuuksiin. Tutkiessani asiaa tarkemmin huomasin, ettei Private Debtistä oltu itsestään vielä tehty opinnäytetyötä, vaikka aiheesta oltiin kirjoitettu opinnäytetyössä, jossa keskityttiin vaihtoehtoisiin sijoituskohteisiin. Aiheen valinta valikoitui tämän perusteella.

### 1.2. Opinnäytetyön tavoitteet ja tutkimusongelma

Opinnäytetyön tavoitteena on esitellä ja saada lukijalle tarkempi ymmärrys siitä mitä Private Debt on ja kuinka se eroaa perinteisestä korkosijoittamisesta. Aihe on työelämälähtöisyyden kannalta tärkeä, sillä Private Debtin kysyntä on kasvanut merkittävästi viimeisen kymmenen vuoden aikana.

Päättökysymysongelma on: miten Private Debt eroaa perinteisestä korkosijoittamisesta ja mitä hyötyä siitä on sijoittajan näkökulmasta?

Alaongelmia ovat:

- 1) Mitä Private Debt on?
- 2) Miten Private Debtiin voi sijoittaa?
- 3) Miksi sijoittaa Private Debtiin?

Opinnäytetyön tutkimuskohteena on vertailla kahta, Yhdysvaltalaista indeksiä. Toinen indekseistä keskittyy Private Debtiin, kun taas toinen keskittyy High Yield joukkovelkakirjoihin. Lähdeaineistona olen hyödyntänyt aiheesta kirjoitettuja tie-

teellisiä artikkeleja, sekä aihekirjallisuutta. Tutkimuksen lähtökohtana on, että lukija ymmärtää perusasiat sijoittamisesta, joten sitä ei avata tässä tutkimuksessa tarkemmin. Tämä on tehty sillä perusteella, että sijoittamisen perusasioiden avaaminen ei mielestäni toisi työlle lisäarvoa. Opinnäytetyössä on kuitenkin avattu sijoittamista joukkovelkakirjoihin, jotta lukija ymmärtää kokonaisuuden.

### 1.3. Sanasto ja termit

Tässä kohtaa avataan tarkemmin sanastoa ja termejä, jotka tulevat opinnäytetyössä myöhemmin vastaan. Private Debtin liittyä paljon englannin kielisiä sanoja, jotka eivät ole itsestään selviä.

Par: Tarkoittaa nimellisarvoa. Jos joukkovelkakirja käy kauppaa Parilla se merkitään luvulla 100. Joukkovelkakirjat voivat käydä kauppaa nimellisarvon ala- tai yläpuolella. (Investopedia 2020c.)

Default rate: Maksukyvyttömyysaste on kaikkien luotonantajien tai rahoituslaitosten myöntämien lainojen korko, jonka lainanottaja jättää maksamatta ja julkaitaan maksukyvyttömäksi. Yksittäinen laina ilmoitetaan maksukyvyttömäksi, jos maksuja ei suoriteta pidemmän ajanjakson ajan alkuperäisen lainasopimuksen mukaisesti. (CFI 2020a.)

Volatiliteetti: (engl. volatility) on tilastollinen riskimitta, rahoitusinstrumentin tuoton keskihajonnasta annetulla aikahorisontilla. Tavallisesti luku lasketaan päivätuottojen keskihajonnasta ja ilmoitetaan prosentteina vuodessa (Investopedia 2020d.)

Likviditeettipreemio: (engl. liquidity premium) Likviditeettipreemio on sijoittajan vaatima palkkio, arvopaperille, jota ei voida helposti muuntaa käteiseksi. (Investopedia 2020b.)

Sharpen luku: (engl. Sharpe Ratio) Käytetään yleisesti sijoituksen suorituskyvyn ittaamiseen mukauttamalla riskiä. Mitä korkeampi suhde, sitä suurempi sijoitetun pääoman tuotto suhteessa riskin määrään. CFI 2020b.)



Likviditeetti: (engl. liquidity) Likviditeetillä tarkoitetaan, sitä kuinka helosti omaisuuserän tai arvopaperin voidaan muuntaa käteiseksi vaikuttamatta sen markkinahintaan. (Investopedia, 2020a.)

## 2 KORKOSIJOITTAMINEN

### 2.1 Joukkovelkakirjalainan määritelmä

Joukkovelkakirjat (engl. Bond) ovat valtion, kuntien tai yritysten liikkeelle lasketuja velkakirjoja, joiden laina-aika on vuosi tai enemmän. Joukkolainat ovat siis velkasitoumuksia lainan ostajan ja liikkeellelaskijan välillä. Liikkeellelaskija eli lainanottaja ilmoittaa lainaehdoistaan, kun laina on valmis merkittäväksi. Lainan oleellinen tieto on laina-ajan kesto eli maturiteetti, korkomaksu, jota kutsutaan kupongiksi, sekä kuponkikoron maksuajasta ja miten laina maksetaan takaisin. Yleisimpiä vaihtoehtoja lainan lyhentämiseen ovat vuosittainen lyhennys (tasalyhennys) tai kertasuorituksena laina-ajan päättymisen jälkeen (bullet-lainat). (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 67, 69.)

Joukkovelkakirjat ovat jälkimarkkinakelpoisia ja kaupankäynti tapahtuu pörssissä tai sen ulkopuolella. Jälkimarkkinakelpoisuudella tarkoitetaan sitä, että lainalla voi käydä kauppaa osakesijoitusten tapaisesti, lainaa voi siis ostaa ja myydä sen laina-ajan aikana. (Knupfer & Puttonen 2016, 89.)

### 2.2 Yritysten joukkovelkakirja

Samalla tavalla kuten valtiot ja kunnat, yritykset keräävät rahoituksensa joukkovelkakirjojen avulla. Rahoituksen avulla yritykset voivat muun muassa uusua laitteitaan, rahoittaa olemassa olevia tutkimuksia tai laajentaa liiketoimintaansa. Joukkovelkakirjoja käytetään yrityksissä yhtenä rahoituksen muotona, sillä se on halvempaa kuin pankkilainaaminen, eikä vaikuta yrityksen omistusrakenteeseen toisin kuin rahoituksen hakeminen osakeannin avulla. Sijoittajan näkökulmasta yrityksen joukkovelkakirjat ovat riskittömiä ja tuottavat tasaista tuottoa, jos sen pitää juoksuajan loppuun asti. (Niskanen & Niskanen 2007, 100, SEC 2013.)

Yrityksen joukkolainat voidaan luokitella vakuudellisiin (engl. secured) ja vakuudettomiin (engl. un-secured) lainoihin. Vakuudelliset lainat sisältävät jotain kiin-

teää omaisuutta, joka takaa lainan takaisinmaksun sijoittajalle konkurssin sattuessa. Kun taas vakuudeton laina ei sisällä vakuudellista panttia, mutta sisältää yleisen vaatimuksen yrityksen varoista ja kassavirrasta. (SEC 2013.)

### 2.3 Nollakuponkilaina, indeksisidonnaiset joukkovelkakirjalainat

Muita joukkovelkalainan tyyppisiä on muun muassa nollakuponkilainat, jotka ei nimensä mukaisesti maksa kuponkia laina-aikana. Tuottomahdollisuus perustuu osto- ja myyntihinnan väliseen erotukseen jälkimarkkinoilla tarkoittaen sitä, että nollakuponkilainat ostetaan jälkimarkkinoilta alle nimellisarvon, mutta niistä maksetaan lainan nimellisarvo laina-ajan päättyessä. Indeksisidonnaisissa joukkolainoissa tuotto on sidoksissa indeksin kehitykseen tietyllä aikavälillä. Indeksisidonnaiset joukkolainat ovat usein pääomaturvattuja, mutta vain jos sen pitää laina-ajan päättymiseen asti. Jos lainan myy ennen eräpäivää, myyntihinta määräytyy myyntihetken markkinahinnan perusteella. Pääomaturva ei myöskään ulotu merkinnän yhteydessä maksettuun nimellisarvoa korkeampaan hintaan tai merkintäpalkkioon, vain ainoastaan nimellisarvoon. (Niskanen & Niskanen 2007, 106; Pörssisäätiö 2018, 14; vero 2020.)

### 2.4 Lainaehdot ja Kovenantit

Kuten aikaisemmin todettiin, joukkolainan liikkeellelaskija määrittelee lainaehdot myyntiesitteessä lainalle. Tämä sisältää esimerkiksi lainan juoksuajan, kuponnikoron suuruuden ja kupongin maksuajan sekä lainan maksuajan. Kuponkikorot ovat lainoissa usein kiinteitä, mutta ne on myös mahdollista sitoa viitekorkoon tai inflaatioon. Vaihtuvakorkoisessa lainassa korkotasolle voidaan määritellä mini- ja maksimitaso. Myyntiesitteessä ilmoitetaan myös lainan valuutta, jotta sijoittaja on tietoinen valuuttariskistä. Lisäksi jos lainalle ollaan ilmoitettu luottoluokitus, se tulee esitellä myös. (Pörssisäätiö 2018, 10.)

Näiden ehtojen lisäksi, lainan liikkeellelaskija voi lisätä lisäehtoja, jotka ovat nimeltään kovenantteja. Kovenantit pyrkivät suojaamaan lainanantajan asemaa esimerkiksi se estää lainamäärän lisäämisen ilman lainanantajan lupaa tai velvoittaa lainanottajan pitämään luottoluokituksen tietyllä tasolla, muulloin laina erääntyisi heti. Osassa lainoista lainanottaja voi lunastaa lainan takaisin kesken laina-ajan, jolloin lainaa kutsutaan (eng. callable bond). Nämä ovat lainanottajan etuja, minkä vuoksi sijoittajat vaativat korkeampaa kuponkia tai tuotto-odotusta lainalle. (Pörssisäätiö 2018, 11.)

## 2.5 Luottoluokitus

Luottoluokitus on arvio yrityksen, kunnan tai valtion liikkeelle laskemasta velan luottoriskistä. Tunnetuimmat luottoluokituslaitokset kuten Moody's, Standard and Poors ja Fitch rating, arvioivat yrityksen tai valtioiden luotonmaksukykyä. Luottoluokituslaitokset arvioivat yrityksen tai valtion taloudellista tilannetta ja luottoriskin todennäköisyyttä. Luokitus annetaan tämän perusteella. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2019, 72; Investopedia 2020e.)

Taulukko 1. Moody's luottoluokitukset (Moody's 2020)

Moody's luottoluokitus	
<b>Aaa</b>	Korkeinta laatua
<b>Aa</b>	Korkea laatuinen
<b>A</b>	Ylempi keskitaso
<b>Baa</b>	Keskitaso laatu
<b>Ba</b>	Alempi keskitaso
<b>B</b>	Spekulatiivinen
<b>Caa</b>	Erittäin korkea luottoriski
<b>Ca</b>	Erittäin spekulatiivinen
<b>C</b>	Alinta laatua

Taulukossa 1 esittelen Yhdysvaltalaisen luottoluokituslaitoksen Moody's luokitus-taulukon, korkeimmasta mahdollisesta luokituksesta Aaa, matalimpaan C luokitukseen. Luottoluokitus vaikuttaa lainan hintaan. Mitä korkeampi luottoluokitus on, sitä vähemmän korkoa yritys tai valtio joutuu maksamaan luotonantajalle. Yrityslainat ollaan jaoteltu kahteen eri luokkaan luottoluokituksen mukaan. Vakavaraisimpia (Aaa-Baa) kutsutaan investment grade bondeiksi, ja korkean riskin

(Ba-C) yrityslainoja kutsutaan High Yield- tai Junk bondeiksi. (Investopedia 2020.)

## 2.6 Joukkovelkakirjojen riskit

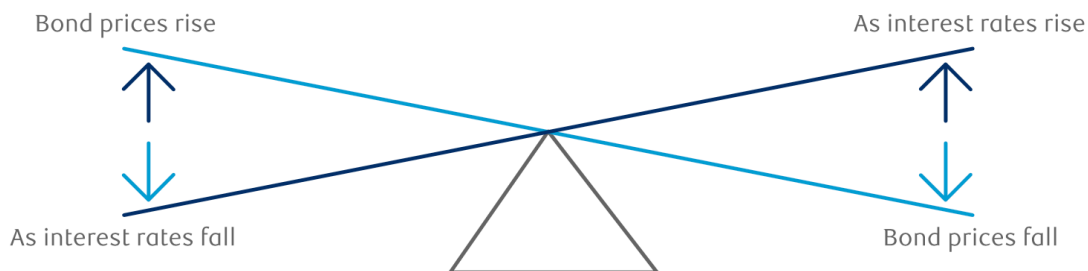
Korkosijoittamisen hyötyjä on velkainstrumentin säännöllinen kupongin maksu, eli kassavirta on ennustettavissa. Tämän lisäksi joukkolainat kantavat yleisesti ottaen pienempää riskiä kuin esimerkiksi osakkeet. Kuitenkin, kuten kaikkeen sijoittamiseen, myös velkakirjoilla on myös omat riskinsä. Seuraavaksi luettelen yleisimmät korkosijoittajan riskit.

### 2.6.1 Luottoriski

Epävarmuus lainan takaisin maksusta on joukkolainoissa suurin riski, ja tätä kutsutaan luottoriskiksi. Tämä tarkoittaa sitä, että lainanottaja ei välttämättä selviydy taloudellisista velvoitteistaan, jolloin lainan takaisinmaksu ja kuponki voi jäädä maksamatta. Mitä korkeampi luottoriskin todennäköisyys sitä korkeampaa korkoa luotonottaja joutuu maksamaan. Tästä syystä kannattaa selvittää kuka on lainan liikkeellelaskija, onko lainalla mahdollisesti takausta ja missä asemassa joukkolaina on, jos yritys menee mahdollisesti selvitystilaan tai konkurssiin. (Pörssisäätiö 2018, 13.)

### 2.6.2 Korkoriski

Yleisin riski joukkovelkakirjoissa on korkoriski. Tämä johtuu siitä, että joukkolainat toimivat käänteisesti korkotasoon nähden, tarkoittaen sitä, että jos korkotaso nousee, niin joukkovelkakirjan hinta laskee. Toisaalta jos korkotaso puolestaan laskee, joukkovelkakirjan hinta nousee (Kuvio 1). Mitä pidempään tulevaisuuteen laina on voimassa, sitä kovemmin vaikutukset tuntuvat. Korkotason nousu on siis epäedullinen asia velkakirjan omistajalle, mutta positiivinen asia uutta sijoitusta tekeväälle, sillä hän saa sijoitukselleen paremman koron. Tämä ei ole kuitenkaan huolen aihe, jos tarkoituksena on pitää laina maturiteettiin asti. (Danske Bank 2012.)



Kuvio 1. Koron vaikutus joukkovelkakirjaan (Global Asset Management, 2019)

Inflaatiolla on myös vaikutus velkakirjan korkorisktiin. Sijoittajat haluavat korkeampaa tuottoa korkosijoitukselleen, jos inflaatio-odotukset kasvavat. Jos inflaatio-odotukset ovat laskussa, niin se tarkoittaa korkotason laskua, joka puolestaan tarkoittaa arvon nousua korkosijoituksille kuten joukkovelkakirjoille. (Danske Bank, 2012; Investopedia 2020e.)

### 2.6.3 Likviditeettiriski

Likviditeettiriskillä tarkoitetaan sitä, että omaisuusluokka on vaikea muuttaa rahaksi nopealla aikataululla, ja joukkovelkakirja on tässä hyvä esimerkki. Vaikka valtion lainoissa on melkein aina valmiit markkinat, niin yritysten velkakirjoilla voi olla kapeat markkinat. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kyseiselle lainalle ei löydy ostajaa.

### 2.7 Joukkovelkakirjan hinnoittelu ja arvonmäärittely

Yrityslainat kantavat yleisesti ottaen valtionlainoja korkeampaa riskiä. Tämä johtuu lainan takaisinmaksun epävarmuudesta. Joukkolainan hinnoittelussa luottolukitus on keskeisessä osassa, johtuen riskilisästä, jota lainan liikkeellelaskija joutuu maksamaan lainan antajalle. Riskilisä on siis marginaali, jota lainan liikkeellelaskija joutuu maksamaan verrattuna riskittömään korkosijoitukseen. Tämän lisäksi joukkolainan hinnoittelussa otetaan huomioon yrityksen tulos ja taseen kunto, millainen maine velan maksusta on, taloudellinen epävarmuus, yhtiön koko ja rahoituksen saatavuus. (Danske Bank 2012.)

Kuviossa 2. on esitelty laskelma tavallisesta kiinteäkorkoisesta joukkovelkakirjasta. Kyseisessä tapauksessa kassavirta tiedetään, sillä se muodostuu kuponnikorosta ja lainan takaisinmaksusta. Markkinat määrittelevät kuitenkin lainan tuottovaatimuksen, joka merkitään  $r$ .

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{MV}{(1+r)^n}$$

missä

$P_0$  = joukkovelkakirjan kassavirtojen nykyarvo eli lainan hinta

$C_t$  = vuoden  $t$  kuponnikorko, euroa

$MV$  = joukkovelkakirjalainan nimellisarvo

$r$  = markkinoiden tuottovaatimus.

## Kuvio 2. Kiinteäkorkoisen joukkovelkakirjan arvon määrittely

Joukkovelkakirjoissa nimellisarvo (eng. par) hinnoitellaan prosenteilla. Tällöin ei ole merkitystä onko laina 1000 euron vai 2000 euron suuruinen. Lainasta käytetään prosenttia, jotta saadaan selville sen myyntihinta. Jos laina käy kauppaa 100 % niin se on pitänyt nimellisarvonsa, kun taas jos sama laina käy kauppaa 105 % on sen arvo noussut, jolloin lainaa kutsutaan premium bondiksi. Tilanteessa, jossa laina käy kauppaa esimerkiksi 95 % lainan arvo on laskenut, jolloin käytetään nimitystä discount bond. Näillä arvon vaihteluilla ei ole sijoittajan kannalta kuitenkaan merkitystä, jos lainaa ei myydä kesken juoksuajan. (Pörssisäätiö 2018, 11; Niskanen & Niskanen 2007, 107, 109.)

### 3 PRIVATE DEBT

#### 3.1 Mitä Private Debt on?

Private Debt eli vaihtoehtoisella korkosijoittamisella tarkoitetaan lainaa, joka on yksityisomistuksessa olevan yrityksen hallussa olevaa tai myönnettyä velkaa. Tällaista lainamuotoa esiintyy monissa muodoissa, mutta yleisemmin sillä tarkoitetaan pankkien ulkopuolisia toimijoita, jotka antavat lainoja yksityisille yrityksille. (Pichmook 2019.) Toisin kuin perinteiset korkosijoitukset, Private Debtillä ei käydä kauppaa järjestetyssä pörssissä ja ne ovat näin ollen ”osta ja pidä” strategialla olevia sijoituskohteita. Yksityisillä lainamarkkinoilla sijoittajat lainaavat varoja lainan ottajille esimerkiksi yritykselle, tytäryhtiölle tai erityisyhtiölle, rahoittamaan käynnissä olevia projekteja. Näin ollen Private Debtä käytetään tyypillisesti yrityksen kasvun rahoittamiseksi, käyttöpääoman tarjoamiseen tai infrastruktuuriin tai kiinteistökehityksen rahoittamiseen (Unpri 2019.)

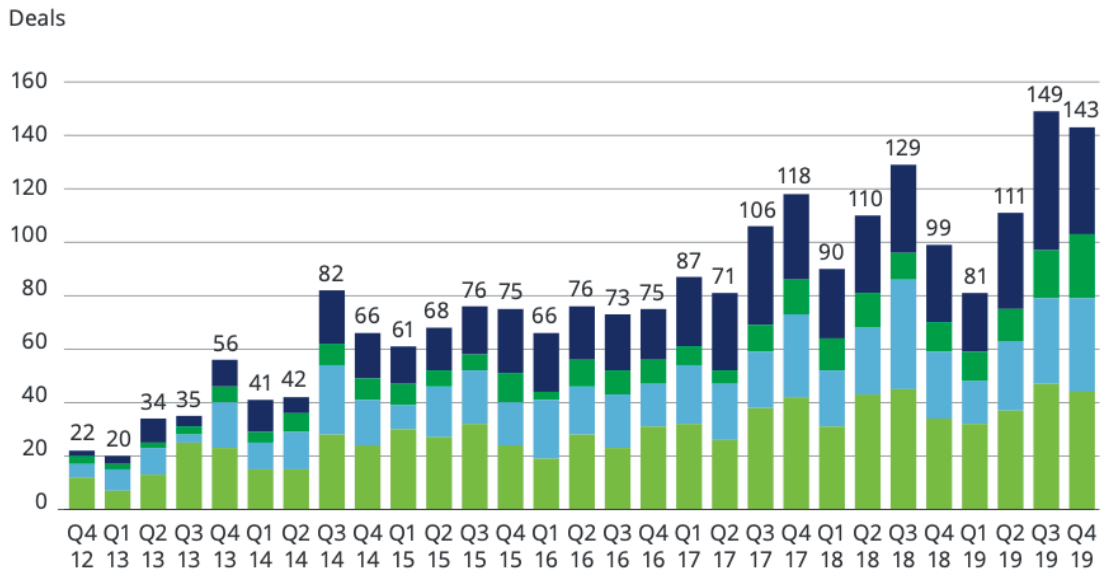
#### 3.2 Private Debtin nousu

Perinteisesti suora yrityslainaaminen oli liikepankkien välistä toimintaa, mutta globaalin finanssikriisin seurauksena pankkien pääomavaatimukset kasvoivat ja regulaatiot tiukentuivat yrityslainojen kohdalla. Talouden elpymisen myötä varsinkin pienet ja keskisuuret yritykset alkoivat hakea rahoitusta kasvua varten. Tämä mahdollisti pankkien ulkopuolisten toimijoiden, kuten institutionaalisten sijoittajien, vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen kaltaisten toimijoiden toimia velan rahoittajina. Nämä uudet lainanantajat mahdollistivat pienille ja keskisuurille yrityksille uuden lainaamismuodon, jossa oli suotuisammat lainaehdot ja paremmat neuvottelumahdollisuudet kuin pankkilainoissa. Lainaajat olivat kiinnostuneita korkeammista tuotoista, jotka nousevat jopa 12 % verrattuna perinteisiin lainakohteisiin, jotka pyörivät 2-3 % alueella. (Nesbitt, Bock, & Cheng 2019, 3, 5; ACC 2018, 5.)

Private Debtin-rahoitushankkeiden määrä on viimeisen kymmen vuoden aikana kasvanut merkittävästi erityisesti Euroopassa noudattaen samanlaista mallia kuin Yhdysvalloissa. Yhdysvalloissa yksityiset velkamarkkinat ovat olleet jo pidemmän



aikaa vähemmän riippuvaisia pankeista kuin Euroopassa. (Nesbitt, Bock & Cheng 2019, 167.)



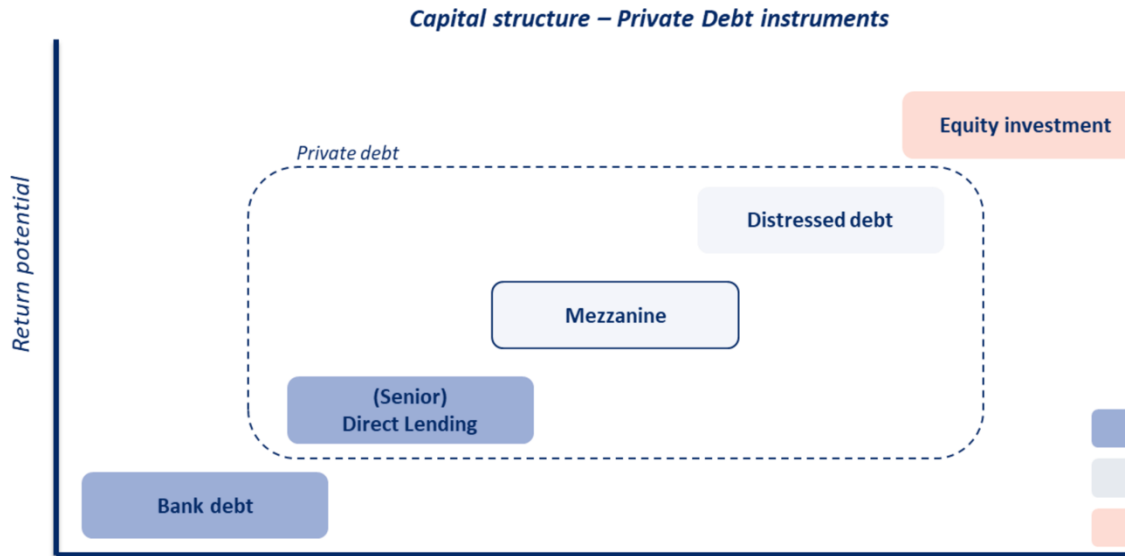
Kuvio 2. Tehdyt lainasopimukset Euroopassa (Deloitte 2019)

Deloitteen tekemästä tutkimuksesta (Kuvio 2.) huomaa Private Debtin kysynnän kasvaneen huomattavasti Euroopassa ja Britanniassa vuodesta 2012 vuoteen 2019. Vuoden 2012 Q4 aikana Private Debt sopimuksia tehtiin 22 kappaletta. Vertailun vuoksi esimerkiksi vuoden 2019 Q4 sopimuksia tehtiin 143 kappaletta. (Deloitte 2019, 10.)

Yritysten kasvava rahoituksen tarve on kasvattanut kysyntää kyseiselle omaisuusluokalle, minkä seurauksena lainaajat ovat tarjonneet rahoitusta myös isomille instituutioille ja infrastruktuuri projekteihin perinteisten pk-yritysten sijaan. Private Debtin monimuotoisuuden kasvu tarkoittaa sitä, ettei pelkästään isot instituutiot toimi ainoina rahoittajina, vaan toiminta laajenee instituutioiden ulkopuolelle kuten family officeihin. (ACC 2018, 5.)

### 3.3 Yleisimmät strategiat

Private Debtistä on monta eri strategiaa ja muotoa. Kuviossa 3. esittelen kuitenkin kolme yleisintä Private debt strategiaa alkaen vasemmalta, turvallisesta lainamuodosta, edeten korkeariskisimpään. Kuviossa on esitetty kunkin strategian tuottopotentiaali.



Kuvio 3. Yleisimmät Private Debt strategiat (Pride Capital Partners 2019)

### 3.3.1 (Senior) Direct Lending

Suoralainaaminen (eng. direct lending tai senior loan) on Private Debtin ”turvallisimpia” muotoja ja ne ovat vakuutettuja lainoja. Lainan vakuutena on tyypillisesti yrityksen omaisuus, kuten esimerkiksi kiinteistö. Toisin sanoen, jos yritys menisi konkurssiin, niin Senior Loanin omistajille maksetaan velka ensimmäisten joukossa. Senior Loan on siis hyvässä asemassa koskien lainan takaisinmaksua. Lainatyyppiltään Senior Loan on investment graden eli (Bbb) luottoluokituksen alapuolella, mutta vähemmän riskisempi kuin High Yiled lainat, sillä Senior loan sisältää vakuuden. (the Balance 2020a.)

### 3.3.2 Mezzanine

Välirahoitus (eng. Mezzanine) on rahoitusmuoto, joka on seniorlainan ja yrityksen oman pääoman välillä. Konkurssin sattuessa Mezzanine laina on heikommassa asemassa kuin pankkilainat tai seniorlainat, mutta vahvemmassa asemassa mitä osakkeen omistajat. Tämä johtuu siitä, että useimmat Mezzanine lainat ovat perusmuodoltaan pääomalainoja, mikä mahdollistaa yrityksen osakkeiden oston esimerkiksi optioiden avulla, jos lainan ottaja ei kykene maksamaan sovittua ku-

ponkikorkoa. Mazzenin lainojen tuotto koostuu kupongista, rojalteista, laina takaisin maksusta sekä optioiden kautta saadusta pääomasta. (Silbernagel & Vaitkunas 2012, 2-4.)

### 3.3.3 Distressed debt

Distressed debt (ahdingossa oleva velkakirja) on riskialttein ja monimutkaisin kohde kaikista yllä mainituista lainoista. Vaikka tälle lainalle ei ole vakiintunutta määritelmää, ahdingossa olevalla velkakirjalla tarkoitetaan lainaa, mikä kohdistuu yritykseen tai valtioon, joka on taloudellisessa ahdingossa tai on ajautumassa konkurssiin. Suurin osa näistä arvopapereista luokitellaan investment grade luokituksen alapuolelle. Maksukyvyttömyyden todennäköisyyden takia luottoluokitus on todennäköisesti C luokkaa, jos kohteita on luokiteltu. (Strumeyer & Swammy, 2017 296-297.)

On hyvin subjektiivista, luokitellaanko yritys ja sen arvopaperit ahdingossa olevaksi. Jos velan liikkeellelaskija ei maksa lainan korkoa, pääomaa tai se pyytää lainanlykkäystä, siirtyy laina ahdistuneen velan piiriin. Kyseiset arvopaperit käyvät kauppaa usein merkittäväällä alennuksella par:ia (nimellisarvoa) kohden. Alennus voi olla jopa senttejä yhtä euroa kohden. (Strumeyer & Swammy, 2017 298.)

Sijoittajat pyrkivät hyötymään velkakirjan liikkeellelaskijan ahdingosta. Jos velkasijoittaja uskoo siihen, että vaikeuksissa oleva lainan liikkeellelaskija voi kestää taloudellisen stressin, osakepääoman ostaminen voi olla parempi vaihtoehto. Ta

pauksessa, jossa velkasijoittaja uskoo liikkeellelaskijan konkurssin olevan todennäköisempi, velkakirjaan sijoittaminen voi olla parempi vaihtoehto. Vaikka velkasijoittaja ei konkurssitilanteessa välttämättä saa sijoitettua pääomaa takaisin, niin velkakirjan pitäjä on paremmassa asemassa kuin osakkeenomistajat. (Strumeyer & Swammy, 2017 299.)

### 3.4 Sijoittaminen Private Dehtiin

Sijoittamien Private Dehtiin tapahtuu usein rahastojen kautta, joita tarjoavat sijoitusyhtiöt ja varainhoitoyhtiöt, kuten Black Rock, Amundi, Bain Capital jne. (DeLoitte 2019, 37.) Tämä mahdollistaa sijoittajalle lisää hajautusmahdollisuuksia perinteisten sijoituskohteiden lisäksi. Valtaosa rahastoista ovat suljettuja rahastoja (eng. closed-end funds), vaikka avoimia rahastoja (open-end fund) on myös tarjolla. (ACC 2017, 26, 27.)

#### 3.4.1 Riski ja tuotto

Private Debt kuuluu omaisuusluokkana vaihtoehtoiisiin sijoituskohteisiin (eng. Alternative Investments) ja niiden riskit ovat melko lailla samoja kuten esimerkiksi listatuilla korkosijoituksilla eli joukkovelkakirjoilla. Vaihtoehtoisilla sijoituksilla tarkoitetaan sijoituksilla, jotka eivät kuulu perinteisiin omaisuusluokkiin kuten pörssi osakkeisiin, joukkovelkakirjoihin tai käteiseen. Vaihtoehtoiset sijoituskohteet voivat olla esimerkiksi reaaliomaisuutta kuten kiinteistöt, metsä tai infrastruktuurisijoitukset tai sitten pääomasijoituksia, kuten Private Equity tai jopa hyödykkeitä kuten metallit (kulta, hopea, platina) ja maataloustuotteet (maissi, sokeri, vehnä ja kahvipavut). (Baker & Filbeck 2013, 3, 4.)

Vaihtoehtoisissa sijoituskohteissa on omalaatuisia ominaisuuksia, mutta tietyt ominaisuudet yhdistävät niitä. Näitä ovat muun muassa; kohteiden monimutkaisuus, kohteet voivat olla epälikvidejä sijoituskohteita, kohteiden osto tai myynti on kalliimpaa kuin osakkeissa ja joukkovelkakirjoissa, arvoa on vaikea määritellä sekä dataa historiallisesta riski- ja tuottokehityksestä voi olla rajoitetusti. Tästä syystä kohteet eivät sovellu kaikille, eikä kaikkia kohteita tarjota kuin ainoastaan kokeneille sijoittajille. (Baker & Filbeck 2013, 4, 5.)

Rahastokohtaisiin riskeihin kuuluu tyypillisesti avoimuuden puute, etenkin ennakoanalyysin helpottamiseksi, epälikviditeettisyys (tästä lisää ks. alla) sekä markkinoiden tehottomuus. Avoimuuden puute tulee esille siinä, että vaihtoehtoisten

sijoituskohteiden arvoa ei arvosteta päivittäin, vaan kvartaaleittain, joten pelkääntään päivittäisestä volatiliiteetin puutteesta perustuu näennäinen riski kohteen todellisesta arvosta. (the Hedge Fund Journal 2016.)

Private Debtissä tuotto perustuu kuponkiin ja kohteiden arvon nousuun. Private Debt ei korreloidu perinteisten korkosijoitusten kanssa. Tästä syystä Private Debt ei altistu markkinoilla tapahtuviin korkomuutoksiin samalla tavalla, kuin joukko-velkakirjoihin. Aktiivinen salkun hoito tuo myös lisäetua, sillä jokainen sopimus on räätälöity lainaajan ja velan ottajan kanssa yksityisesti, mikä mahdollistaa uudelleen neuvottelumahdollisuuksia tilanteessa, jossa lainanottajan liiketoiminta on vaikeuksissa. Tämä sama ei päde julkisiin korkosijoituksiin. Julkisissa korkosijoituksissa lainan liikkeellelaskija laskee velkakirjan markkinoille, joita sijoittajat ostavat. Jos liiketoiminta alkaa kärsimään, lainan liikkeellelaskijalla voi olla vaikeuksia neuvotella sopimuksia uudelleen, sillä lainaajia on monia. (Ninepoint 2017, 14.)

### 3.4.2 Likviditeetti

Vaihtoehtoiset korkosijoitukset ovat yleisesti epälikvidejä sijoituskohteita. Tämä johtuu siitä, että vaihtoehtoiset sijoituskohteet kuten Private Debt ovat monimutkaisempia omaisuusluokkia eikä niitä voi myydä yhdellä napin painalluksella, kuten perinteisiä osakkeita tai korkoinstrumentteja. Tästä syystä rahastot ovat valtaosin suljettuja rahastoja (eng. closed-end fund), joissa on kiinteä maturiteetti (eng. fixed maturity plan). Tämä tarkoittaa sitä, että rahastonhoitaja kerää tietyn määrän varoja rahastoon, minkä jälkeen rahasto sulkeutuu uusilta merkinnöiltä. Kiinteissä maturiteettisissa rahastoissa on luck in period, mikä tarkoittaa sitä, että sijoittaja ei voi ostaa tai myydä rahasto-osuuksia, milloin haluaa. Näissä rahastoissa on kuitenkin tietyt ajanjaksot, jolloin sijoittaja voi sijoittaa tai vetäytyä kohteesta. (Blackrock; ACC 2017, 26, 27.)

Koska vaihtoehtoiset korkosijoitukset eivät ole likvidejä kohteita, sijoittajille tarjotaan likviditeettipemiota, joiden tarkoituksena on houkutella sijoittajat sijoittamaan

epälikvidiin kohteeseen. Esimerkiksi sijoittaja, voi odottaa korkeampaa tuottoa sijoittaessaan Private Debt rahastoon, verraten perinteiseen korkorahastoon, sillä Private Debt rahastoa ei voida myydä milloin haluaa. (Mandatum Life 2019.)

## 4 AINEISTO JA TUTKIMUSMENETELMÄ

### 4.1 Tutkimuksen kohteen rajaus

Opinnäytetyön tarkoituksena on vertailla Yhdysvaltojen Private Debtä julkisesti tarjolla oleviin korkean riskin joukkovelkakirjoihin eli High Yield -bondeihin. Tutkimus ottaa kantaa siihen, kuinka Private Debt eroaa perinteisestä korkosijoittamisesta. Aihe on rajattu korkeariskisiin joukkovelkakirjoihin (high yield), investment grade lainojen sijasta. Rajauksessa otettiin huomioon se, että Investment Grade joukkolainoissa on pienemmät riskit ja korkeammat luottoluokitukset, jolloin tutkimuksesta ei tulisi täysin pätevä, kun vertaa riskin vaikutusta tuottoon.

### 4.2 Tutkimuksen toteutus

Tutkimuksessa käytetään kvantitatiivista analysointimenetelmää. Kvantitatiivisessa eli tilastollisessa tutkimuksessa hyödynnetään numeroita erilaisten matemaattisten toimenpiteiden avulla. Tilastollisessa tutkimuksessa tutkijan on tärkeä ymmärtää matemaattisten toimenpiteiden jälkeen saatu tulos ja selostaa ne lukijalle helposti ymmärrettävällä tavalla. Vaikka nykypäivänä tutkijan ei usein tarvitse laskea tutkimuksen otantaa itse, täytyy hänen ymmärtää koneiden antamat luvut ja muodostaa johtopäätökset saadusta tiedosta. Kvantitatiivisessa tutkimuksessa otanta on tärkeässä roolissa tutkimustulosten tulkinnan ja yleistämisen kannalta. Aineisto on kerätty numeraalisessa muodossa ja tutkimuksen tuloksia havainnollistetaan taulukoiden ja kuvioiden avulla, johon lukija voi tukeutua lukiessaan tutkimusta. (Valli R. 2015, 7, 11.) Tutkimuksen taulukot ja laskelmat ovat tehty hyödyntämällä Microsoft Office Exceliä.

Tutkimus toteutetaan yksinkertaisella Spread analyysillä, jossa verrataan kahden eri joukkovelkakirjan tuottoeroa eli Yield Spreadiä. Spread on kahden joukkovelkakirjan erotus esimerkiksi joukkovelkakirja A, joka on tuottanut 6 % ja joukkovelkakirja B, joka on tuottanut 5 %. Tällöin näiden kahden joukkovelkakirjan spread on 1 % tai 100 pistettä. (the balance 2020.) Spread analyysissä tärkeät tunnusluvut ovat indeksien tuottoerot, joita verrataan kvantitatiivisesti keskenään historiallisiin arvoihin. Tämän jälkeen lasketaan riskikorjattu tuotto Sharpen luvulla. Sharpen luku kertoo sijoittajalle, kuinka paljon riskittömälle sijoitukselle on saatu

lisätuottoa, kun sen suhteuttaa tuoton volatilitettiin. Aineiston keräämisessä kasattiin indeksien tuottajien saaduista historiallisista tuotoista, jotka olivat kuukausi ja kvartaali muodoissa. Arvot ovat kerätty vuosilta 2005-2019. Tämän jälkeen tieto kasattiin yhteen, jolloin saatiin kohteiden vuotuiset tuotot. Näistä laskettiin keskiarvot ja keskihajonnat Excelin avulla. Näiden tietojen valossa saadaan tarvittavat luvut, jotta Sharpen luku saadaan laskettua.

#### 4.3 Indeksien valinta

Tutkimusta varten valitsin Cliffwater Direct Lending Indeksini (CDLI), joka on painotettu Yhdysvaltojen keskimarkkinoiden suoriin lainoihin. Indeksi on perustettu vuonna 2015, mutta aineisto on kerätty vuodesta 2004 SEC:n arkistoista. Institutionaaliset sijoittajat käyttävät kyseistä indeksiä ymmärtääkseen paremmin omaisuusluokan ominaisuudet ja vertailemaan salkun johtajien suorituskykyä. Indeksi koostuu 70,6 % senior lainoista, 17,9 % subordinated debt eli Mezzanine lainoista, 6,7 % pääomasta ja 5,1 % muista lainoista. Indeksini arvo päivitetään kvartaaleittain. (Liite 1)

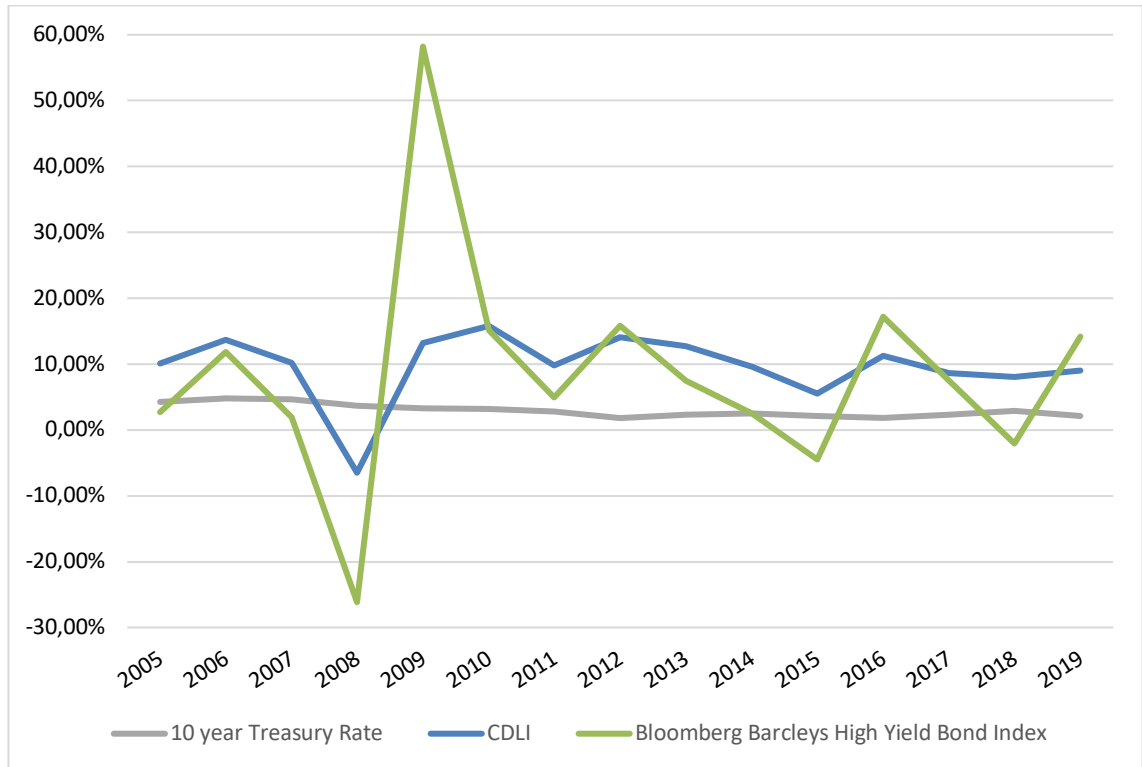
Toinen valitsemani indeksi on US Corporate High Yield Index, joka sijoittaa Yhdysvaltalaisiin korkean riskin joukkovelkakirjoihin. Indeksi on perustettu 1986 ja keskittyy ainoastaan Yhdysvaltojen korkeariskisiin joukkovelkakirjoihin. Perustuen Moody's, Fitch ja S&P tekemiin arviointeihin, indeksi sisältää velkakirjoja, joiden luottoluokitus on Ba1/BB+/BB+ tai alle. Joukkovelkakirjan erääntymiseen on oltava vähintään yksi vuosi. Joukkovelkakirjan haltialle täytyy maksaa kiinteä kuponki ja sen nimellisarvon täytyy olla minimissään 150 miljoonaa dollaria. Arvopaperit, jotka eivät täytä indeksini ehtoja, poistetaan indeksistä seuraavan kuukauden aikana. Indeksini markkina-arvo muutokset tasapainotetaan kuukauden lopussa. (Liite 2)

Tyypillisesti Yhdysvalloissa Treasury korkoa pidetään riskittöminä, joten valitsin tutkimuksen riskittömäksi koroksi 10-Year U.S Treasury Yieldin. Kymmen vuotista Treasury Yieldiä käytetään esimerkiksi silloin, kun pankit arvioivat asuntolainoihin koron.



## 5 TULOKSET

### 5.1 Private Debtin vertailu High Yield-Bondiin



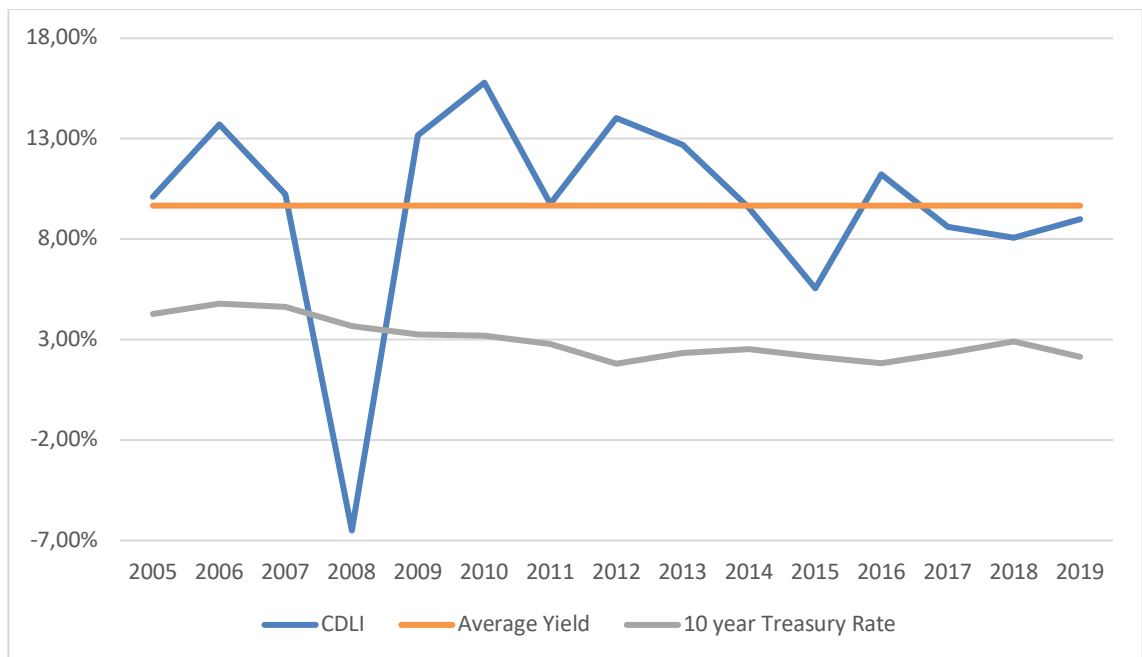
Viivakaavio 1. Cliffwater Direct Lending, Bloomberg Barclay US Corporate High Yield Indeksi ja 10 Year Treasury Yield 2005-2019

Viivakaavio 1. esittää tutkimukseen valitun Yhdysvaltojen Private Debtin (CDLI), sekä Yhdysvaltojen High Yield -omaisuusluokan suhdetta riskittömään korkoon vuosilta 2005 ja 2019. X-akseli esittää kaavion vuodet ja Y-akseliin on kasattu jokaista vuoden korkotuotto.

Tutkimuskauden varhaisaikana Private Debt tarjosi sijoittajille noin 10 % tuottoa pääomalle. Vuoden 2008 globaali finanssikriisi laski indeksin vuotuisen tuoton -6,5 %, mutta palautui nopeasti ja vuonna 2010 tuotot kävivät korkeimmillaan 15,79 %. Seuraava merkittävä lasku tapahtui vuonna 2015 kun vuotuinen tuotto jäi 5,54 % minkä jälkeen tuottotaso nousi jälleen kerran ja on sittemmin pysynyt 8-9 % välillä.

High Yield -indeksi on puolestaan kokenut kovempaa heiluntaa. Vuonna 2005 tutkimuskauden alusta tuotto oli 2,74 %, joka nousi seuraavana vuonna 11,87 %. Vuonna 2008 tuotto oli -26,15 % ja seuraavana vuonna tuotto nousi jyrkästi 58,21 %. Korkeaa nousua seurasi kahden vuoden aikana raju pudotus ja vuonna 2011 tuotto oli 4,98 %. Tämän jälkeen heilunta on jatkunut melko vahvana. Tuotot kävivät -4,46 % ja 17,14 % välillä.

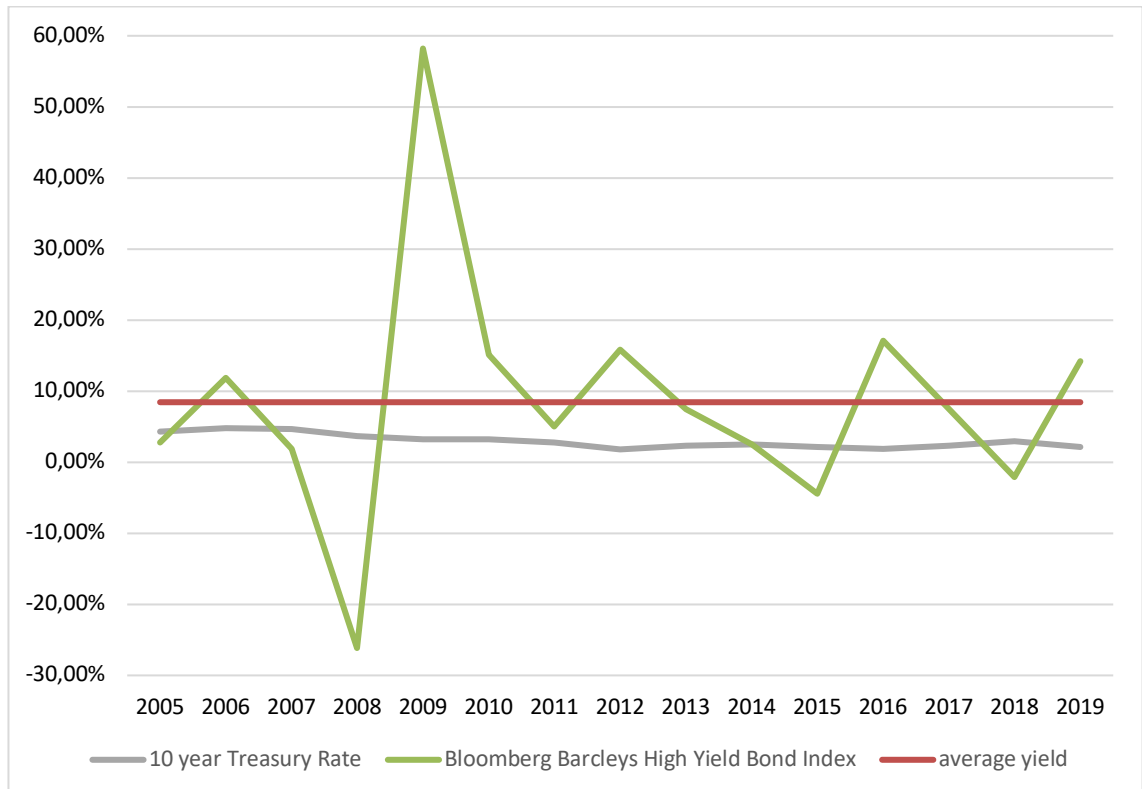
Riskittömän koron kehitys ei vastaa samanlaista kehitystä kuin High Yield tai Private Debt. Kehitys on melko lailla samankaltaista, sillä vuonna 2005 riskitön korko tarjoaa sijoittajilleen 4,29 % tuottoa ja laskee vuonna 2008 3,67 prosenttiin. Ero näkyy vuonna 2009 kun High Yield ja Private Debt kokevat arvon nousun, niin riskittömän koron tuotto laskee 3,26 prosenttiin. Lasku jatkuu vuoteen 2012 jolloin tuotto käy matalimmallaan 1,80 %. Tämän jälkeen tuottotaso on 2-3 % välillä.



Viivakuviot 2. Private Debtin tuoton keskiarvo

Viivakuviot 2 oranssilla viivalla on havainnollistettu Private Debtin tuoton keskiarvo, joka on 9,67 %. 10 vuoden valtiolainan vuotuinen tuottokeskiarvo on 2,98 %, jolloin spreadin keskiarvo on 6,69 % tai 669 pistettä. Vaikka korkeariskisempi sijoitus tuottaa keskiarvon mukaan yli 6 % vuotuista tuottoa verrattuna riskittömään sijoitukseen, niin kuviosta on huomattavissa spreadin kaventumista. Kun

katsoo kuvion sinistä kaaviota, mikä kuvastaa Private Debtia ja vertaa sitä harmaaseen kaavioon, joka puolestaan kuvaa 10 vuoden valtion koron vuotuista tuottotasoa voi havaita, että spread on hiljalleen kaventumassa. Vuonna 2007 Private Debtin ja valtion koron spread oli noin 7 % luokkaa ja vuonna 2009-2013 aikana 9-12 % välillä. Tuottojen lasku alkoi vuonna 2014 minkä seurauksena spread oli 2014-2019 6,36 % luokkaa. (Liite 3)



Viivakuvio 3. High Yieldin keskiarvo

Samalla tavalla kuin Viivakuvio 2, Viivakuvio 3 punainen suora viiva kuvastaa tuoton keskiarvoa, joka on High Yieldillä 8,44 %. Toisin kuin Private Debtin kohdalla, High Yieldin spreadin trendiä on kuviosta vaikeampi analysoida, johtuen sen vahvasta heilunnasta, mikä on vienyt vuotuisen tuoton negatiiviseksi vuosina 2008, 2015 ja 2018. Trendi on sahapintainen ja jokaista nousua on seurannut lasku, mikä tarkoittaa sitä, että High Yield markkinat ovat alltiita markkinoilla tapahtuviin muutoksiin ja tästä syystä ne ovat volatiliisia. Kovasta heilunnasta huolimatta, kun ottaa huomioon tuottotason tutkimuskauden alusta, saadaan spreadin keskiarvoksi 5,47 %. (Liite 4.)

## 5.2 Riskikorjattu tuotto

Spread analyysin lisäksi verrataan HY-lainojen ja PD lainojen riskikorjattua tuottoa Sharpe Ratiolla. Sharpen luvun laskemisessa olen ottanut indeksien vuotuisat tuotot ja laskenut niiden keskiarvot. Private Debtin laskukaavassa 9,71 % on tuottojen keskiarvo vuosista 2005-2019 ja sama koskee riskitöntä korkoa, jonka keskiarvo oli 2,98 %. Nämä jaetaan Private Debtin keskihajonnalla (standard deviation) 5,21 %. Sama laskukaava toistetaan High Yieldille. (Liite 3,4)

Private debt

$$(9,71-2,98) / 5,21 = 1,29$$

High Yield

$$(8,44-2,98) / 17,52 = 0,31$$

Laskelmista selviää, että Private Debtin Sharpe Ratio on 1,29 ja High Yieldillä 0,31. Korkeampi Sharpen luku kertoo kohteen ”paremmuudesta”, joka on laskelman perusteella Private Debt. Keskihajonta kuvaa laskelmissa volatilitteettia eli riskiä, mikä on High Yieldillä 17,52 ja PD:llä 5,21. Sijoittajille olennaista on, jos sijoituskohteessa on korkea riski, niin tuotto on myös korkeampi. Laskelmasta selviää, että Private Debtissä on hyödynnetty riskiä paremmin mitä High Yieldissä sillä laskelmasta saatu luku on korkeampi.

## 5.3 Johtopäätökset

Tuloksista voi päätellä, että Private Debt tarjoaa sijoittajille korkeampaa ja tasaisempaa tuottoa kuin vertailukohteenä oleva julkisen korkean riskin joukkovelkakirjat. Tutkimuksessa selvisi, että vertailukohteenä oleva High Yield lainaindeksi kantaa korkeampaa riskiä ja ovat alttiimpia markkinaheilahduksille kuin vertailukohteenä oleva Private Debt. Tutkimuksessa selvisi myös, että korkea riski ei

myöskään tarjoa sijoittajille korkeampaa tuottoa. Kun riskikorjattu tuotto laskettiin, voi siitä huomata, että High Yield lainat kantavat korkeaa riskiä, mutta tuottotaso on riskiin nähden melko vaatimaton. Tämän huomaa kun asiaa vertaa vertaa Private Debtin, jossa keskiverto tuotto oli hieman korkeampi, mutta riski oli merkittävästi matalammalla tasolla.

Vaikka Cliffwater Direct Lending indeksissä oli havaittavissa laskua historialliseen tuottotasoon nähden, Private Debt on tarjonnut indeksin mukaan sijoittajilleen reilun 6 % lisätuottoa riskittömän sijoituskohteen lisäksi kautta ajan, ottaen huomioon muutamat tapaukset, jolloin spread jäi alle 6 %. Tämä kertoo sijoittajille sen, että tuottotaso on pysynyt suhteellisen vakaana.

Kuten Private Debt, High Yield on myös tarjonnut sijoittajilleen hyvää tuottoa perustuen historialliseen keskiarvoon, joka oli reilu 5 % lisätuotto riskittömän kohteen lisäksi. Mutta toisin kuin Private Debtissä, tuotto ei ollut High Yield lainoissa tasaista, vaan tuotto perustui korkeisiin heilahduksiin ja tuotto jäi vuositasolla suurimmaksi osaksi alle keskiarvon. Taulukosta (Liite 4) huomaa, että tuotto jäi 9/15 alle keskiarvon, verrattuna (Liite 3) taulukkoon, jossa Private Debtin tuotto jäi vuositasolla 6/15 alle keskiarvon.

## 6 POHDINTA

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena oli tuoda helposti ymmärrettävään muotoon, kuinka Private Debt eroaa perinteisestä korkosijoittamisesta eli joukkovelkakirjoista. Materiaalia voi hyödyntää, jos haluaa tutustua vaihtoehtoiseen korkosijoittamiseen ja tutkimus antaa perus ymmärryksen siitä, millainen Private Debt on omaisuusluokkana. Tutkimuksessa myös verrattiin ja analysoitiin Private Debtin tuottoa ja riskikorjattua tuottoa korkean riskin joukkovelkakirjoihin. Opinnäytetyössä tuotiin selkeästi esille, kuinka Private Debt sai alkunsa, kuinka se on kehittynyt vuosien varrella ja miten siihen pääsee käsiksi.

Opinnäytetyön laadun varmistukseksi tietoa kerättiin useista kirjallisuuslähteistä, sekä alan artikkeleista. Tutkimusosan tieto perustui historialliseen dataan, jotka valittiin luotettavilta indeksien tuottajilta. Opinnäytetyön riskikorjatun tuoton laskemisessa täytyy kuitenkin ottaa huomioon, että Sharpen luku ei ota huomioon kaikkea riskiä kuten esimerkiksi Default ratea, (joka huomioi lainat, jotka ovat maksukyvyttömiä), vaan keskittyy kohteiden volatiliteettiin. Sharpen luku on kuitenkin laajasti käytetty laskumenetelmä, kun lasketaan riskikorjattua tuottoa ja se soveltui hyvin myös tähän opinnäytetyöhön. Toinen asia mikä pitää ottaa huomioon on se, että Private Debt on vielä melko nuori omaisuusluokka ja se ei ole kokenut talouden matalasuhdanteita, joten sijoittajat eivät tiedä kuinka se pärjää, kun talous niin sanotusti ”seisoo”. Sijoittajan täytyy ottaa myös huomioon likviditeetti tarpeensa. Private Debt ei sovellu sijoittajille, jotka tarvitsevat helposti ja nopeasti vapautuvaa pääomaa sillä kohteet ovat buy and hold kaltaisia, joten sijoittajien on varauduttava olemaan kohteessa kiinni useita vuosia. Tämän takia Private Debt sopii hyvin osaksi portfolion hajauttamista varten, perinteisten korkosijoitusten lisäksi.

Jatkotutkimuksena olisi syytä syventyä siihen kuinka paljon Private Debtä hyödynnetään Suomalaisissa yrityksissä liiketoiminnan kasvattamisessa tai tutkia syvemmin Private Debtin Default Ratea, jotta sijoittaja saisi tarkemman käsityksen lainojen maksukyvyttömyysasteesta. Tämä oli tieto mikä ei tullut vastaan, kun tein opinnäytetyötä ja se voisi antaa tarkemman tiedon kokonaisuutta ajatellen.

Opinnäytetyön tekeminen oli opettava ja laaja kokonaisuus, joka toi omanlaisia haasteita koko prosessin aikana. Aiheen löytäminen oli haastava, sillä halusin tutkia aihetta, joka olisi mielenkiintoinen ja auttaisi minua tulevaa työuraa ajatellen. Aihe valikoitui harjoittelun aikana, kun tutustuin Private Debtin ja halusin ymmärtää syvemmin ja paremmin tätä omaisuusluokkaa. Vaikka rajaus oli vain vaihtoehtoisessa korkosijoittamisessa ja perinteisessä korkosijoittamisessa, ja laajuus olisi ollut hyvin mittava Private Debtin eri alaluokkien takia, joten rajasin aihetta yleisimpiin Private Debt strategioihin ja käsittelin asiaa yleisellä tasolla, sillä velkamarkkinat ovat todella laaja kokonaisuus ja halusin edetä työssä loogisesti ja ymmärrettävästi. Haastavinta oli kuitenkin se, että materiaali oli Private Debtissä lähestulkoon ainoastaan englannin kielellä, mikä vaati puolestaan pitkää perehtyneisyyttä sanastoon, ja materiaalin läpikäymiseen. Luotettavan aineiston etsiminen toi myös haasteita, sillä useat varainhoitotalot tarjosivat tietoa markkinointimielessä, jolloin niiden haittapuolet ja todelliset riskit eivät olleet näkyvästi esillä.

Kaiken kaikkiaan opinnäytetyön tekeminen oli opettava ja antoisa kokemus. Pääsin tutustumaan itseäni kiinnostavaan aiheeseen ja tekemää laajaa tutkimustyötä, jota en ole itse omatoimisesti tehnyt aikaisemmin. Jos aloittaisin opinnäytetyön uudestaan, niin jaksottaisin sen tekemistä paremmin. Valitettavaa oli, että varsinkin opinnäytetyön alkuvaiheissa en ollut jaksottanut työtä tai merkinnyt kalenteriin niin sanottuja ”työpäiviä”, jolloin olisin sitoutunut tekemään kirjoitustyötä. Tämän seurauksena oli katkonainen työskentely, jolloin aikaa kului asioiden kertaamiseen. Yhtenä suurena kompastuskivenä oli myös henkilökohtainen kriittisyyteni työtä kohtaan. Monesti aikaa kului ainoastaan sen pohdintaan, onko esimerkiksi jokin lähdeaineisto tarpeeksi hyvä ja kattava, ja tuonko asiat esille tarpeeksi kattavasti ja johdonmukaisesti. Koin saavani opinnäytetyön ohjaajaltani tähän hyvin tukea, mikä puolestaan auttoi taas pääsemään tutkimuksessa eteenpäin.

## LÄHTEET

Alternative Credit Council 2017. The role of private debt in supporting economic growth. Viitattu 12.9.2020 <https://www.prestigefunds.com/wp-content/uploads/AIMA-Alternative-Credit-Council-Research-Q4-2017.pdf>

Beker, H. K. & Filbeck, G. 2013. Alternative Investments: Instruments, Performance, Benchmarks and Strategies. Hoboken, New Jersey. John Wiley & Sons, Inc.

BlackRock.com <https://www.blackrock.com/americas-offshore/resources/education/alternative-investments-education-center/what-are-alternative-investments#alternative-investments>

Bloomberg Barclays Indices 2020. US Corporate High Yield Index. <https://assets.bwbx.io/documents/users/iqjWHBFdfxIU/rSbjXhPAtpBl/v0>

CFI 2020a. Default Rate. Viitattu 25.11.2020 <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/credit/default-rate/>

CFI 2020b. What is the Sharpen Ratio. Viitattu 25.11.2020 <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/sharpe-ratio-definition-formula/>

Considering the Alternatives 2016. Research Issue 111. The Hedge Fund Journal <https://thehedgefundjournal.com/considering-the-alternatives/>

Danske Bank 2012. Joukkolainat. Viitattu 21.9.2020 <https://www.danske-bank.fi/flash/epages/webbank/joukkolainat-11-2012/fullpdf/fullpdf.pdf>

Deloitte 2020. Deloitte Alternative Lenders Deal Tracker Spring 2020. Viitattu 5.10.2020 <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-aldt-spring-2020.pdf?nc=1>



Huuskonen H. Sijoittaja.fi. Omaisuusluokkaesittelyssä yksityiset lainat ("private debt") perinteisten korkosijoitusten vaihtoehtona. Viitattu 7.9.2020 <https://www.sijoittaja.fi/43642/ei-listatut-omaisuusluokat-esittelyssa-yksityiset-lainat-private-debt/>

Investopedia 2020a. Liquidity. Viitattu. 25.11.2020 <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidity.asp>

Investopedia 2020b. Liquidity Premium. Viitattu 25.11.2020 <https://www.investopedia.com/terms/l/liquiditypremium.asp>

Investopedia 2020c. At Par. Viitattu 25.11.2020 <https://www.investopedia.com/terms/a/at-par.asp>

Investopedia 2020d. Volatility Defenition. Viitattu 25.11.2020 <https://www.investopedia.com/terms/v/volatility.asp>

investopedia 2020e. What are the riskis of investing in bonds. Viitattu 24.9.2020 <https://www.investopedia.com/ask/answers/05/bondrisks.asp>

Kallunki, J-P. Martikainen, M & Niemelä, J. 2019. Ammattinainen Sijoittaminen. 8., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent.

Knupfer, S. & Puttonen, V. 2016. Moderni rahoitus. 7., uudistettu painos. Helsinki: Alma Talent.

Król, J. Gardner, C. & Fiertz S. 2018. Alternative Credit Council 2018. Financing the Economic Growth. Deuchert LLP

Oksanen A. Mandatumlife.fi Altit valuivat valtavirtaan. Viitattu 15.10. 2020 <https://www.mandatumlife.fi/life-magazine/2019/altit-valuivat-valtavirtaan>

Nesbitt, L. S., Bock, J. & Cheng, R. 2019. Private Debt: Opportunities in Corporate Direct Lending. Hoboken, New Jersey. John Wiley & Sons, Inc.

Ninepoint 2017. Private Debt Reference Guide. Viitattu 17.10.2020  
<https://www.ninepoint.com/media/615623/ninepoint-private-debt-guide-2018.pdf>

Niskanen, J. & Niskanen, M. 2007. Yritysrahoitus. 5., uudistettu painos. Helsinki: Edita Publishing Oy.

Pitchbook: What is private debt. Viitattu 8.8.2020 <https://pitchbook.com/blog/what-is-private-debt>

Strumeyer, G. & Swamy, S. 2017. The Capital Markets: Evolution of the Financial Ecosystem. Hoboken, New Jersey. John Wiley & Sons, Inc.

Moodys 2020. Rating Symbols and Definitions. Viitattu 21.9.2020  
<https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodysRatingsAttachments/MoodysRatingSymbolsandDefinitions.pdf>

Pörssisäätiö 2018. Korke-opas. Viitattu 24.9.2020 [https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2011/12/korko\\_opas\\_2018\\_www.porssisaatio.fi\\_.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2011/12/korko_opas_2018_www.porssisaatio.fi_.pdf)

The Balance 2020a. All About Senior Loans. Viitattu 1.10.2020  
<https://www.thebalance.com/what-are-senior-loans-417109>

The Balance 2020b. What Every Investor Should Know About Yield Spreads. Viitattu 26.11.2020 <https://www.thebalance.com/what-is-a-yield-spread-417077>

Unpri 2019. Spotlight on Responsible Investment in Private Debt. Luettu 5.10.2020. <https://www.unpri.org/download?ac=5982>

SEC 2013. What Are Corporate Bonds? Viitattu. 8.10.2020  
[https://www.sec.gov/files/ib\\_corporatebonds.pdf](https://www.sec.gov/files/ib_corporatebonds.pdf)

Silbernagel, C & Vaitkunas, D. 2017. Bond Capital: Mezzanine Finance. Viitattu 6.10.2020  
<http://www.wallstpsychologist.com/ko/wp-content/uploads/2014/10/12-Spring-Mezzanine-Finance-Bond-Capital.pdf>

Valli, R. 2015. Johdatus tilastolliseen tutkimukseen 2., Uudistettu painos. Jyväskylä. PS-kustannus

Vero.fi 2020. Joukkovelkakirjojen verotuksesta tuloverolain mukaan. Viitattu 28.10.2020 <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-haku-sivu/48339/joukkovelkakirjalainojen-verotuksesta-tuloverolain-mukaan/>

## LIITTEET

## Liite 1 The Cliffwater Direct Lending Index

Overview	The Cliffwater Direct Lending Index ("CDLI") seeks to measure the unlevered, gross of fees performance of U.S. middle market corporate loans, as represented by the underlying assets of Business Development Companies ("BDCs"), including both exchange-traded and unlisted BDCs, subject to certain Eligibility Criteria. The CDLI is an asset-weighted index that is calculated on a quarterly basis using financial statements and other information contained in the U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") filings of all eligible BDCs.
Valuation Dates	Calendar quarter-end
Weighting Methodology	Asset-weighted
Index Reconstitution	<p>Quarterly based on the Eligibility Criteria</p> <p>The CDLI will be reconstituted typically within 75 calendar days, but no later than 90 calendar days, following the current Valuation Date.</p> <p>If a BDC meets the eligibility criteria, but has not filed its report on Form 10-K or 10-Q with the SEC at the time the index is reconstituted, asset information from its report will be included in the index at the time of the next reconstitution.</p>
Eligibility Criteria	<p>All assets held by BDCs that meet the following criteria:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Regulated by the SEC as a BDC under the Investment Company Act of 1940</li> <li>• Substantial majority (approximately 75%) of reported total assets are represented by direct loans made to corporate borrowers, as categorized by each BDC and subject to Cliffwater's discretion and</li> <li>• File SEC form 10-Q (or 10-K, as applicable) within 75 (or 90) calendar days following the current Valuation Date.</li> </ul>
Index Returns and Components	<p>Total Return</p> <p>Income Return</p> <p>Net Realized Gain / Loss</p> <p>Net Unrealized Gain / Loss</p>
Availability	Index returns generally will be published 75 days after calendar quarter-end.
Launch Date	September 30, 2015
Base Date	September 30, 2004
Base Value	1000

## Liite 2 Bloomberg Barclay US Corporate High Yield Indeks

Bloomberg Barclays Indices

A Bloomberg Professional service offering

**US Corporate High Yield Index**

The Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Bond Index measures the USD-denominated, high yield, fixed-rate corporate bond market. Securities are classified as high yield if the middle rating of Moody's, Fitch and S&P is Ba1/BB+/BB+ or below. Bonds from issuers with an emerging markets country of risk, based on the indices' EM country definition, are excluded. The US Corporate High Yield Index is a component of the US Universal and Global High Yield Indices. The index was created in 1986, with history backfilled to July 1, 1983.

## Liite 3 CDLI, Private Debt

<b>Vuodet</b>	<b>CDLI</b>	<b>10 year Treasury Rate</b>	<b>Spread</b>
2005	10,10 %	4,29 %	5,81 %
2006	13,70 %	4,79 %	8,91 %
2007	10,23 %	4,63 %	5,60 %
2008	-6,50 %	3,67 %	-10,17 %
2009	13,18 %	3,26 %	9,92 %
2010	15,79 %	3,21 %	12,58 %
2011	9,75 %	2,79 %	6,96 %
2012	14,03 %	1,80 %	12,23 %
2013	12,68 %	2,35 %	10,33 %
2014	9,57 %	2,54 %	7,03 %
2015	5,54 %	2,14 %	3,40 %
2016	11,24 %	1,84 %	9,40 %
2017	8,62 %	2,33 %	6,29 %
2018	8,07 %	2,91 %	5,16 %
2019	9,00 %	2,14 %	6,86 %
Mean	9,71 %	2,98 %	6,69 %
stand. Dev	5,21 %	0,98 %	5,35 %

## Liite 4 Bloomberg High Yield Indeks

	<b>Bloomberg Barclays</b>		
<b>Vuodet</b>	<b>High Yield Bond Index</b>	<b>10 year Treasury Rate</b>	<b>Spread</b>
2005	2,74 %	4,29 %	-1,55 %
2006	11,87 %	4,79 %	7,08 %
2007	1,88 %	4,63 %	-2,75 %
2008	-26,15 %	3,67 %	-29,82 %
2009	58,21 %	3,26 %	54,95 %
2010	15,11 %	3,21 %	11,90 %
2011	4,98 %	2,79 %	2,19 %
2012	15,81 %	1,80 %	14,01 %
2013	7,46 %	2,35 %	5,11 %
2014	2,46 %	2,54 %	-0,08 %
2015	-4,46 %	2,14 %	-6,60 %
2016	17,14 %	1,84 %	15,30 %
2017	7,50 %	2,33 %	5,17 %
2018	-2,08 %	2,91 %	-4,99 %
2019	14,20 %	2,14 %	12,06 %
Mean	8,44 %	2,98 %	5,47 %
stand. Dev	17,52 %	0,98 %	17,66 %