

Secondo trimestre 2023

Private credit e private equity: i fattori decisionali per i mercati di oggi



A cura di **Randy Schwimmer**
Co-Head of Senior Lending,
Churchill Asset Management



e **Jason Strife**
Head of Junior Capital and Private Equity
Solutions, Churchill Asset Management

Il settore del private capital ha registrato un'impennata di popolarità tra gli investitori che cercano stabilità a fronte della volatilità dei mercati pubblici, dei timori di recessione e dei recenti shock del settore bancario. Il private capital non solo offre un potenziale di rendimento più elevato, ma può rappresentare un'integrazione positiva del portafoglio poiché amplia la diversificazione riducendo

anche il rischio. Nell'attuale contesto economico, molti investitori prediligono gestori prudenti, con un track record comprovato, una massa critica in gestione e portafogli diversificati, che li aiutino a raggiungere i loro obiettivi di investimento. La confluenza di tassi d'interesse più elevati e incertezza economica generalizzata possono generare interessanti opportunità di investimento nel private capital; tuttavia, è fondamentale affidarsi a gestori esperti che rimangano vigili, selettivi e adottino un approccio bilanciato e diversificato.

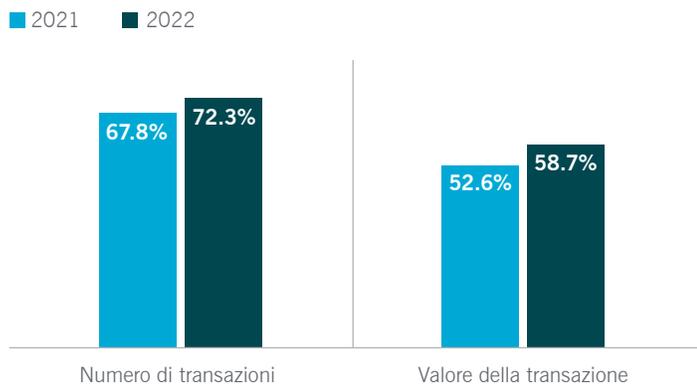
Per dare uno sguardo dietro le quinte di un mercato dinamico, i due team di investimento di Churchill – Senior Lending e Private Equity Solutions & Junior Capital (PEJC) – condividono le priorità di oggi dal punto di vista della sottoscrizione, illustrando i tre motivi principali alla base della decisione di completare o meno un'operazione, dato il contesto attuale.

I TRE MOTIVI PRINCIPALI PER CUI OGGI COMPLETIAMO UNA TRANSAZIONE

1. Già in portafoglio

In un mercato volatile, le aziende migliori e più sane spesso giocano d'attacco e cercano di crescere attraverso fusioni e acquisizioni. I gestori di private capital con ampi portafogli esistenti e mandati flessibili sono ben posizionati per beneficiare di questa tendenza. Fino al primo trimestre 2023, i finanziamenti aggiuntivi all'interno del portafoglio esistente di Churchill hanno registrato un'impennata significativa, rappresentando il 60% del volume dei prestiti senior e il 20% del capitale investito dalla sua strategia di coinvestimento azionario. Prevediamo che, sulla scia dell'andamento del 2022, quando le operazioni di add-on rappresentavano oltre il 70% di tutte le operazioni di private equity del middle market statunitense¹, questa attività di add-on proseguirà

Add-Ons dell'attività di private equity del middle market statunitense



1. Fonte dei dati: Rapporto annuale di Pitchbook 2022 sul mercato del PE medio negli Stati Uniti

positivamente anche nel 2023.

Gli add-on non solo forniscono una fonte diversificata di flussi di transazioni, ma offrono anche un enorme vantaggio informativo. Un investitore esistente ha un posto in prima fila per quanto riguarda le performance storiche, oltre ad avere accesso diretto alle conversazioni e alle decisioni a livello di consiglio di amministrazione. L'esperienza diretta dell'investitore consente di comprendere meglio i rischi aziendali e di prendere decisioni più informate. In qualità di gestore con 46 miliardi di dollari² di

capitale privato e di oltre 450 società in portafoglio, Churchill continua a beneficiare dei vantaggi dei finanziamenti aggiuntivi nel mercato attuale.

2. Relazioni con i top sponsor

Gli investitori devono adattarsi a un nuovo paradigma dopo oltre dieci anni di favorevoli condizioni di mercato. Nel contesto odierno, collaborare con società di private equity di alto livello è più importante che mai. Quelle con team di investimento forti, strategie di creazione di valore comprovate e reti differenziate di partner operativi e potenziali dirigenti hanno la capacità di ottenere risultati positivi indipendentemente dalle condizioni economiche generali. Inoltre, la collaborazione con un gran numero di sponsor di alto livello può fornire agli investitori una prospettiva più ampia sul flusso di operazioni, favorendo una maggiore selettività. La capacità di individuare e di accedere alle società di private equity con cui collaborare si basa su anni di costruzione di relazioni, cementate dall'economia di scala e da una presenza di lunga data sul mercato.

3. Meno sensibile al ciclo

Da diversi anni molti investitori posizionano i loro portafogli in previsione di una flessione, indirizzandosi verso gli asset non ciclici. Ma cosa significa essere "non ciclici" nel mondo di oggi? Gli ultimi cinque anni hanno dimostrato che la performance durante una crescita negativa del PIL non è l'unico fattore da considerare per valutare la capacità di resistenza delle aziende. La pandemia, l'inflazione e l'aumento dei tassi d'interesse sono tutti fattori potenzialmente in grado di compromettere la redditività e la crescita. Gli investitori dovrebbero puntare a collaborare con aziende che hanno successo in qualsiasi contesto macroeconomico. Churchill cerca di individuare le aziende i cui prodotti e servizi a) non sono discrezionali, b) vengono acquistati su base ricorrente e c) rappresentano una piccola percentuale della struttura dei costi complessivi dei clienti, ma hanno un elevato costo di fallimento.

“

Gli add-on non solo forniscono una fonte diversificata di flussi di transazioni, ma offrono anche un enorme vantaggio informativo.

Secondo la nostra esperienza, le società che dimostrano di possedere una combinazione di questi tre fattori hanno maggiori probabilità di fornire una protezione contro il rischio di ribasso in diverse condizioni di mercato.

I 3 PRINCIPALI MOTIVI PER CUI OGGI RINUNCIAMO AD UN'OPERAZIONE

1. Mancanza di un flusso di cassa sostenuto

Sebbene la generazione di flussi di cassa sia sempre stata una misura cruciale nella valutazione delle opportunità di investimento nuove ed esistenti, il recente (e rapido) aumento dei tassi di interesse ha portato a una ricalibrazione verso profili di leva finanziaria più conservativi.

Le aziende sono ora soggette a flussi di cassa in uscita significativamente più elevati a causa dei maggiori oneri per interessi. Una componente importante e dinamica delle previsioni incorpora le ipotesi relative alle curve SOFR attuali e prospettiche, e il modo in cui le variazioni dei tassi sottostanti influenzeranno i cuscinetti di copertura dei costi per gli interessi in vari scenari aziendali.

I livelli di leva finanziaria a parità di condizioni sono diminuiti per consentire alle aziende di coprire adeguatamente l'aumento degli oneri finanziari complessivi.

Inoltre, la qualità dell'EBITDA di una società è di vitale importanza. Per i coinvestitori azionari è fondamentale verificare le rettifiche dell'EBITDA per verificare se gli utili sono veramente sostenibili, in modo da ottenere una convinzione sulle metriche dell'EBITDA in uscita. Allo stesso modo, i finanziatori più sofisticati stanno confermando che l'EBITDA finanziabile serve davvero come proxy del flusso di cassa. In definitiva, gli utili giocheranno un ruolo ancora più importante dei tassi di interesse nell'influenzare la capacità di una società di pagare gli interessi sul debito. Infine, stiamo esaminando le società con piani di capex più aggressivi, che potrebbero ostacolare la capacità di una società di coprire gli oneri fissi. Cerchiamo di capire quanto velocemente la spesa in capex si trasformi in ricavi e quanto la società sia in grado di ridurre la spesa in caso di uno scenario negativo.

2. Insufficiente allineamento degli azionisti

Un maggiore allineamento a livello di equity tra gli sponsor di private equity e i team di gestione fornisce in genere ai finanziatori e ai coinvestitori una notevole rassicurazione sul fatto che il partner sponsor continuerà a sostenere la società in portafoglio in caso di venti contrari specifici o macroeconomici. Abbiamo persino riscontrato che un maggiore apporto di capitale (da parte degli sponsor e del management) al momento dell'avvio dell'operazione è direttamente correlato all'entità del sostegno fornito nei momenti di difficoltà. Inoltre, un investimento in cash equity fornisce una vera valutazione di mercato e un loan-to-value per un particolare asset, invece di calcolare un valore d'impresa implicito. Mentre continuiamo a valutare gli scenari negativi, riteniamo che le società con livelli sufficienti di allineamento tra sponsor e team di gestione avranno una maggiore capacità di resistere ai potenziali venti contrari. Se non vediamo un sufficiente allineamento degli interessi degli azionisti, ne prendiamo atto e lasciamo perdere l'opportunità.

3. Mancanza di incorporazione dei fattori ESG

Sebbene gli investitori di credito e i coinvestitori abbiano storicamente avuto meno influenza sulla governance rispetto alle loro controparti di private equity, l'afflusso di capitali in questa asset class ha permesso ai costituenti di queste strategie di attuare un cambiamento positivo, eliminando le imprese che non sono all'avanguardia dal punto di vista dell'investimento responsabile. In sostanza, ciò significa non solo applicare una lente ambientale, sociale e di governance ("ESG") ai modelli di business ad alto rischio, ma anche identificare (e sostenere) le imprese che hanno l'opportunità di apportare cambiamenti positivi alla società. Il nostro quadro di due diligence ESG, sviluppato in collaborazione con Nuveen, è uno strumento importante che utilizziamo per filtrare le nuove opportunità, e lo abbiamo usato per rifiutare selettivamente le opportunità con politiche aziendali discutibili o con ambienti di lavoro che mancano di diversità o inclusione. In genere abbiamo riscontrato che le aziende che si trovano



Cerchiamo di capire quanto velocemente la spesa in capex si trasformi in ricavi e quanto la società sia in grado di ridurre la spesa in caso di uno scenario negativo.

in prima linea nello spettro ESG, integrate da nuovi partner di private equity con l'obiettivo di promuovere l'innovazione per incoraggiare pratiche più sostenibili, si posizionano meglio per navigare un panorama di mercato in continua evoluzione.

CONSIDERAZIONI SUL RISCHIO-RENDIMENTO TRA LE STRATEGIE

I nostri team di investimento in equity co-investment e senior lending condividono un approccio e una filosofia di investimento simili, che si concentrano sulla protezione dai ribassi e sulla conservazione del patrimonio.

Tuttavia, le nostre strategie di private capital hanno una serie di obiettivi di rischio-rendimento che possono portare i nostri team a dare priorità a caratteristiche di investimento sottostanti diverse. Tra il co-investimento e il senior lending, le differenze emergono nella dipendenza dalla crescita per ottenere risultati d'investimento positivi. Sebbene un'azienda in crescita rappresenti un bel cuscinetto per un prestatore senior, non modifica il profilo di rendimento di un prestito senior e le aspettative di crescita non hanno un impatto significativo sulla sottoscrizione.

D'altro canto, la crescita è la linfa vitale di un investimento azionario e un prerequisito per l'impiego del capitale. In assenza di percorsi chiari di crescita degli utili, il nostro team di coinvestimento non si impegnerà in un investimento.

CONCLUSIONI

Nel mondo di oggi, volatilità e incertezza sono dietro ogni angolo. Per chi cerca una partnership con gestori di private capital, è più importante che mai scegliere con saggezza. I professionisti di Churchill vantano decenni di esperienza nell'investimento di quasi 50 miliardi di dollari di capitale attraverso molteplici strategie. Che si tratti di prestiti senior, capitale junior, co-investimenti azionari o opportunità secondarie, siamo fortemente concentrati sui temi che contano nel tentativo di offrire rendimenti di alto livello anno dopo anno.

Per ulteriori informazioni, visitare il sito nuveen.com.

Note

¹ Pitchbook 2022 Rapporto annuale sul mercato del PE Middle statunitense.

² Reflects il capitale impegnato al 1° gennaio 2023. L'importo del "capitale privato investito" sopra indicato comprende gli investimenti in credito privato e private equity effettuati, originati o impegnati da Churchill Asset Management LLC e dalle sue affiliate, inclusa TIAA, dal 2011 (per quanto riguarda la piattaforma Private Equity e Junior Capital) e dal 2015 (per quanto riguarda la piattaforma Senior Lending). Gli investimenti includono investimenti impegnati che alla fine potrebbero non essere stati interamente utilizzati o finanziati.

Questo materiale non è da intendersi come una raccomandazione o un consiglio d'investimento, non costituisce una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia d'investimento e non è fornito a titolo fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifiche di un particolare investitore e non suggeriscono alcuna linea d'azione specifica. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e in consultazione con i suoi professionisti finanziari. I punti di vista e le opinioni espresse sono solo a scopo informativo e educativo alla data di produzione/scrittura e possono cambiare senza preavviso in qualsiasi momento in base a numerosi fattori, come le condizioni di mercato o di altro tipo, gli sviluppi legali e normativi, ulteriori rischi e incertezze e potrebbero non realizzarsi. Questo materiale può contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica. Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e la composizione proposta o prevista del portafoglio. Eventuali modifiche alle ipotesi formulate nella preparazione di questo materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo. **I risultati passati non predicano né garantiscono i risultati futuri.** L'investimento comporta dei rischi; la perdita del capitale è possibile.

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non vi è alcuna dichiarazione o garanzia circa l'accuratezza, l'affidabilità o la completezza attuali, né alcuna responsabilità per le decisioni basate su tali informazioni e non si deve fare affidamento su di esse come tali. Per le definizioni dei termini e le descrizioni degli indici, si prega di accedere al glossario su nuveen.com. **Non è possibile investire direttamente in un indice.**

Informazioni importanti sul rischio

L'investimento comporta un rischio; è possibile una perdita del capitale. I titoli di debito o a reddito fisso sono soggetti al rischio di mercato, al rischio di credito, al rischio di tasso d'interesse, al rischio di call, al rischio di derivati, al rischio di transazione dollar roll e al rischio di reddito. Quando i tassi d'interesse aumentano, i prezzi delle obbligazioni scendono. I titoli di debito di qualità inferiore all'investment grade o ad alto rendimento sono soggetti al rischio di liquidità e a un maggiore rischio di credito.

Gli investimenti all'estero comportano ulteriori rischi, tra cui le fluttuazioni valutarie, l'instabilità politica ed economica, la mancanza di liquidità e i diversi standard legali e contabili. Gli investimenti in debito privato, compresi i prestiti a leva, i prestiti del mercato medio e il debito mezzanino, sono soggetti a vari fattori di rischio, tra cui il rischio di credito, il rischio di liquidità e il rischio di tasso d'interesse.

Queste informazioni rappresentano l'opinione di Nuveen, LLC e dei suoi specialisti in investimenti e non intendono essere una previsione di eventi futuri o una garanzia di risultati futuri.

Le informazioni sono state ottenute da fonti terze che riteniamo affidabili, ma non ne garantiamo l'accuratezza o la completezza. Non vi è alcuna garanzia che un investimento fornisca una performance positiva in qualsiasi periodo di tempo.

Nuveen, LLC fornisce servizi di consulenza sugli investimenti attraverso i suoi specialisti. Churchill Asset Management è un consulente d'investimento registrato e un'affiliate di Nuveen, LLC.

Queste informazioni non costituiscono ricerca sugli investimenti secondo la definizione della MiFID.