

Dicembre 2023

Investire in CLO come allocazione complementare al private equity

Himani Trivedi

Amministratore delegato,
Responsabile del credito strutturato

Loren Sageser

Amministratore delegato,
Esperto in prodotti di credito alternativi

Paul Roth

Amministratore delegato,
Gestore del portafoglio clienti CLO

PUNTI SALIENTI

- Venti contrari soffiano sul private equity
- Un confronto tra CLO e private equity
- I benefici di un'allocazione in CLO



Un contesto di **tassi di interesse alti per un periodo prolungato** probabilmente orienterà i rendimenti a favore dei detentori di debito e costituirà un potenziale vantaggio per gli investimenti in CLO.

I fondi di private equity tradizionali, portafogli di aziende private acquisite da aziende specializzate, o “sponsor”, sono un'allocazione fondamentale per molti investitori professionali. Questi fondi rappresentano una parte significativa degli investimenti alternativi di fondi pensione, fondazioni, family office e altri investitori sofisticati e con un orizzonte di lungo termine.

Gli investitori di private equity sono attratti da questa asset class soprattutto per i rendimenti storicamente elevati, pari o superiori al 15%. Il private equity tende inoltre a essere molto meno volatile rispetto al mercato azionario, a causa della minore liquidità e dell'orizzonte generalmente più a lungo termine degli sponsor. Un recente sondaggio di Nuveen ha rilevato che circa il 55% degli investitori istituzionali prevede di aumentare l'esposizione al private equity nei prossimi due anni.¹

I VENTI CONTRARI CHE SOFFIANO SUL PRIVATE EQUITY

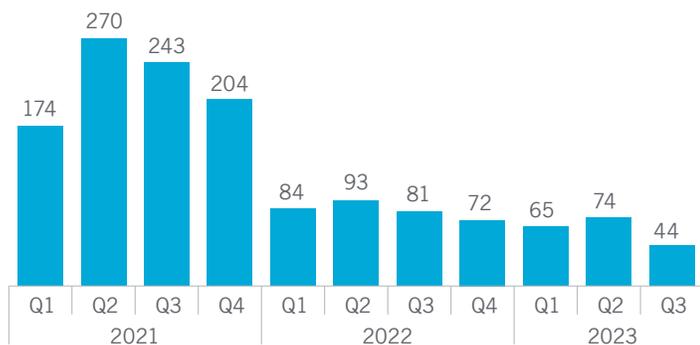
Nell'attuale contesto di mercato, nonostante i numerosi vantaggi storicamente offerti, il private equity sta affrontando diverse sfide.

La sfida più significativa per i rendimenti del private equity nel mercato attuale è rappresentata da un contesto di tassi di interesse significativamente più elevati per un periodo di tempo prolungato e da condizioni finanziarie più rigide che determinano un forte aumento dei costi di finanziamento per le aziende. Mentre le banche centrali chiudono il sipario sull'era del credito a basso costo, il panorama degli investimenti tende definitivamente a favore i finanziatori.

Un altro problema che gli sponsor di private equity devono affrontare è l'incertezza generale sui mercati dei capitali. Gli sponsor tradizionali di private equity spesso acquistano società quotate in borsa con l'obiettivo di apportare modifiche strategiche al business (come acquisizioni o spin-off) e di reintrodurre successivamente queste società nei mercati azionari pubblici tramite IPO. Purtroppo, di recente le condizioni del mercato dell'IPO sono state imprevedibili e hanno frenato le ambizioni degli sponsor di private equity che cercano di uscire dai loro investimenti attraverso la quotazione sui mercati pubblici (Figura 1). Anche se le condizioni di mercato consentono il successo dell'IPO di una società privata, le oscillazioni potenzialmente negative del mercato possono attenuare i vantaggi per gli investitori di private equity.

Queste condizioni di mercato rendono molto più difficile per gli sponsor di private equity trovare opportunità in grado di raggiungere il tasso minimo di rendimento, portando a un forte calo delle attività

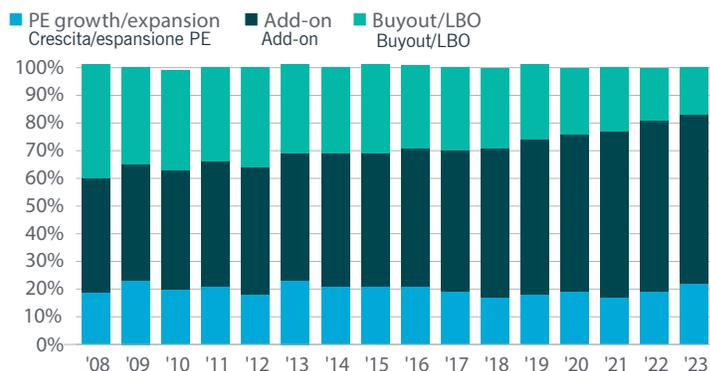
Figura 1: Le uscite di private equity sono rallentate (miliardi di dollari)



Fonte: PitchBook al 30 settembre 2023.

di operazioni di leveraged buyout (LBO) (Figura 2). Al contrario, gli sponsor di private equity sembrano concentrarsi maggiormente sulle transazioni esistenti nel loro portafoglio, impiegando capitale sotto forma di add-on e transazioni simili. A parità di condizioni, l'aumento del capitale per ogni operazione può portare a rendimenti inferiori quando questi investimenti raggiungono la fase di uscita.

Figura 2: Le LBO rappresentano ora una parte minore dell'attività di private equity



Fonte: PitchBook al 21 luglio 2023.

Molti osservatori di mercato indicano anche elevati livelli di "dry powder" del private equity, ossia di capitale raccolto ma non ancora investito, che rappresenta un'altra sfida per i rendimenti del private equity (Figura 3). In effetti, il livello di dry powder del private equity supera attualmente il livello di private debt (che viene tipicamente utilizzato per finanziare le operazioni di take-private degli sponsor del private equity).² Molti osservatori del mercato ritengono che vi sia un'offerta eccessiva di capitale di private equity a caccia di un numero limitato di operazioni interessanti, mentre l'offerta di capitale di private debt disponibile per finanziare tali operazioni è relativamente inferiore. Ciò determina un controllo relativamente maggiore nelle mani dei finanziatori, dando loro un maggiore potere negoziale per ottenere rendimenti a spese degli investitori in private equity.

Figura 3: I recenti rendimenti PE sono stati ostacolati da diversi venti contrari

IRR trimestrali (%)



Fonte: PitchBook al 30 giugno 2023. Il secondo trimestre 2023 include i rendimenti preliminari.

UN CONFRONTO TRA AZIONI CLO E PRIVATE EQUITY

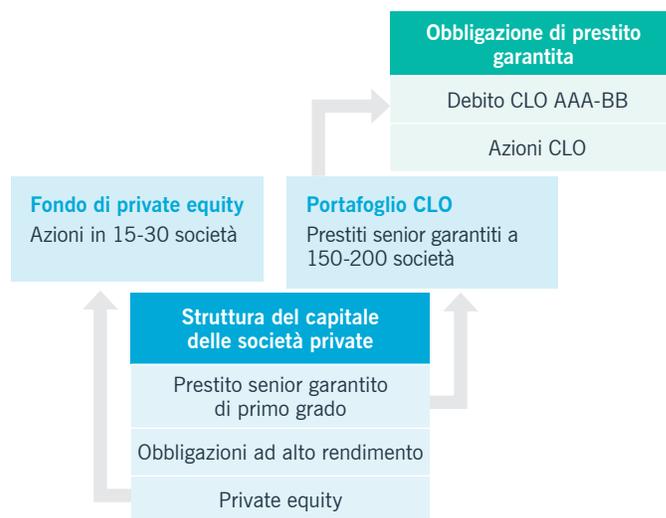
A prima vista, la tranche azionaria di un prestito obbligazionario collateralizzato (“CLO”) sembra avere poco in comune con un fondo di private equity (Figura 4). Un CLO è un portafoglio altamente diversificato di strumenti di debito, mentre un fondo di private equity consiste in investimenti in azioni di società private. I rendimenti dei CLO sono determinati principalmente dal pagamento continuo di cedole derivanti dalle obbligazioni di queste società, mentre i rendimenti dei fondi PE sono legati alla performance delle azioni delle società, il che porta a risultati di rendimento nettamente diversi per questi veicoli.

Tuttavia, l’esperienza di rendimento di un investitore CLO varia a seconda della sua posizione nella struttura del CLO. Gli investitori che detengono le tranche con rating più elevato di un CLO ottengono un reddito costante, basato su cedole, per tutta la durata del CLO, mentre il capitale viene rimborsato quando il CLO si avvicina alla scadenza. Gli investitori che detengono le tranche ‘equity’ con rating più basso di un CLO ottengono pagamenti di cedole trimestrali meno prevedibili, ma generalmente molto più elevate, e possono anche beneficiare di opportunità di rendimento totale del portafoglio associato comunque ad un maggiore profilo di rischio.

L’opportunità di rendimento degli investitori in Equity CLO è determinata dalla leva finanziaria incorporata nella struttura del capitale di un CLO, che amplifica i rendimenti (o le perdite). Questo effetto leva è alla base

di una somiglianza chiave condivisa da Equity CLO e private equity: entrambi gli investimenti utilizzano la leva per aumentare i rendimenti, che sono in ultima analisi legati alla performance delle aziende. Nel caso degli investimenti di private equity, la leva finanziaria proviene dal capitale di debito, tipicamente a tasso variabile, generalmente acquisito da portafogli di CLO. Nel caso di Equity CLO, la leva finanziaria proviene dalle tranche di debito CLO con rating che finanziano l’acquisto del portafoglio di debito a tasso variabile.

Figura 4: Sfruttamento dei rendimenti delle aziende private utilizzando diverse parti della struttura del capitale



Solo a scopo illustrativo.

Da questa prospettiva, i CLO ricreano molte delle caratteristiche di rischio e rendimento del private equity. Il “beta” sotteso a questi due investimenti, ossia la performance delle società private, è di fatto equivalente, con diverse modalità di leva finanziaria applicate per trasformare questa performance in risultati di rendimento comparabili.

Esperienza di rendimenti

Nonostante questa somiglianza, i CLO presentano un’importante distinzione che modifica radicalmente l’esperienza di rendimento per gli investitori: i rendimenti sono determinati da strumenti di debito, anziché da azioni. I CLO beneficiano del flusso di cassa generato dai pagamenti delle cedole di questi strumenti di debito, il che generalmente porta a un profilo di rendimento più front-end rispetto all’investimento in private equity. Inoltre, le garanzie sottostanti ai portafogli CLO sono altamente diversificate e quasi

interamente garantite da titoli senior, il che fornisce un'importante misura di protezione in caso di inadempienza. Per questo motivo, i modelli standard di Equity CLO di solito prevedono un tasso di insolvenza annuo costante del 6% con un tasso di recupero del 64% per raggiungere il punto di pareggio.³ Di contro, quando una società in portafoglio è insolvente, i tassi di recupero per il private equity sono generalmente pari a zero. Questo è un motivo fondamentale per cui oltre il 95% delle tranche di Equity CLO ha generato tassi di rendimento (IRR) positivi quando detenute dall'inizio alla scadenza.⁴

Differenze di liquidità

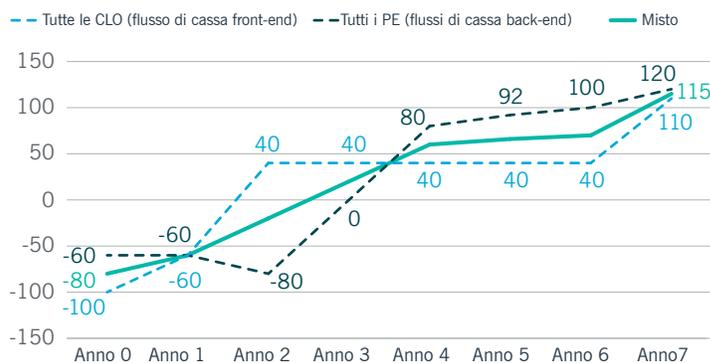
Esiste un'altra distinzione importante che differenzia Equity CLO dal private equity. Sebbene un gestore di private equity possa aggiungere valore direttamente alle società in portafoglio, le partecipazioni in queste società sono generalmente altamente illiquide. Nei casi in cui la tesi dell'investimento non si realizza, il gestore di private equity ha opzioni limitate per cedere l'investimento (spesso la ristrutturazione è l'unica opzione possibile). Ma anche gli investimenti di private equity con buoni risultati richiedono condizioni di mercato favorevoli al momento dell'uscita, sotto forma di una forte propensione alle fusioni e acquisizioni o di un solido contesto di IPO.

I portafogli CLO, invece, sono tipicamente costituiti da strumenti di debito relativamente liquidi che possono essere venduti su mercati secondari attivi. I CLO non sono mai venduti forzatamente; le caratteristiche dei CLO consentono ai gestori di attendere il momento opportuno per negoziare le posizioni che hanno subito un deterioramento del credito o che hanno raggiunto il valore target. Questo vantaggio è particolarmente critico quando importanti cambiamenti macroeconomici, come pandemie, sconvolgimenti geopolitici o drastici cambiamenti nei tassi di interesse, richiedono un significativo riposizionamento del portafoglio. Come ulteriore vantaggio, i gestori di CLO non dipendono dall'imprevedibilità dei mercati dei capitali nella ricerca di opportunità. Anche se i mercati delle nuove emissioni si fermano completamente, i gestori di CLO possono rivolgersi ai mercati secondari per trovare opportunità di investimento, spesso con sconti sostanziali rispetto al prezzo delle operazioni sul mercato delle nuove emissioni.

IL CASO DI AGGIUNTA DI AZIONI CLO A UN'ALLOCAZIONE DI ALTERNATIVI

I vantaggi relativi degli Equity CLO non sminuiscono i numerosi attributi positivi del private equity, che ha ottenuto risultati impressionanti in diversi cicli economici ed è stato un importante motore di rendimento per gli investitori istituzionali. I bravi gestori di private equity possono attingere a molte leve per aggiungere valore alle società in portafoglio. Il private equity offre inoltre un margine di rialzo significativamente maggiore rispetto all'Equity CLO, in quanto la performance dei CLO è in ultima analisi legata a strumenti di debito che hanno un margine di rialzo limitato. In un contesto di portafoglio, vi sono argomenti convincenti a favore dell'utilizzo di Equity CLO come complemento al private equity. Sebbene entrambi gli investimenti traggano il loro valore dall'esposizione alle società, i fattori di rendimento fondamentalmente diversi degli strumenti di debito rispetto a quelli di capitale consentono all'investitore di sfruttare due motori di alfa. Il rendimento front-end, orientato ai flussi di cassa, degli Equity CLO si abbina bene con il rialzo back-end, a rendimento totale, del private equity, creando potenzialmente un profilo di rendimento misto più omogeneo all'interno di un'allocazione di alternativi (Figura 5).

Figura 5: La combinazione dei flussi di cassa da azioni CLO e private equity può offrire un'esperienza di rendimento più fluida



Solo a scopo illustrativo per mostrare l'impatto della combinazione di flussi di cassa front-end con flussi di cassa back-end.

Differenze di ciclo di mercato tra rendimenti azionari CLO e private equity

La performance degli equity CLO e del private equity è spesso molto diversa a seconda del contesto di mercato, con risultati di rendimento nettamente diversi a seconda del ciclo economico (espansione o contrazione), dei tassi di interesse (bassi o alti) e dell'umore dei mercati. Riteniamo che l'aumento dei tassi di interesse e un'eventuale imminente recessione possano portare a una sovra performance degli equity CLO rispetto ai rispettivi fondi di Private equity, poiché i gestori CLO possono approfittare della volatilità dei mercati, mentre i gestori PE possono avere difficoltà a monetizzare i loro investimenti. Le annate di equity CLO precedenti alla crisi finanziaria globale (ad esempio, dal 2004 al 2009) hanno registrato una performance superiore alle annate di Private Equity

dello stesso periodo, principalmente per questi motivi.⁵ In prospettiva, vediamo molte analogie tra il contesto attuale e quello precedente alla crisi finanziaria e riteniamo che gli Equity CLO possano di nuovo fornire rendimenti superiori al private equity. Ciò ha senso logico data l'incidenza di costi di finanziamento più elevati sulle società in portafoglio in ambienti di tassi di interesse elevati.

Un contesto di tassi d'interesse più alti e più a lungo termine potrebbe far pendere i rendimenti a favore dei detentori di debito e costituire un potenziale vantaggio per le attuali emissioni di CLO. Indipendentemente dalle prospettive macroeconomica di un investitore, i vantaggi dei flussi di cassa guidati dai CLO sono evidenti: un robusto flusso cedolare fornisce liquidità e la flessibilità necessaria per modificare i portafogli in base alle condizioni che cambiano nel tempo.

CONCLUSIONI

Riteniamo che gli investimenti in CLO possano apportare numerosi vantaggi

a un portafoglio diversificato. L'aggiunta di investimenti in CLO come complemento all'allocazione in private equity merita di essere presa in considerazione. Nel complesso, questa asset class unica offre vantaggi agli investitori istituzionali alla ricerca di un maggiore potenziale di diversificazione, liquidità e risultati storicamente favorevoli in ambienti di tassi di interesse più alti.

Per ulteriori informazioni, visitare [nuveen.com](https://www.nuveen.com).

Note conclusive

Fonti

- 1 Nuveen Equilibrium: Sondaggio globale sugli investitori istituzionali 2023
- 2 Prequin al 31 dicembre 2021
- 3 La media su 24 anni è stata del 64,3%. Fonte: JP Morgan Default Monitor al 01 novembre 2023
- 4 Dati azionari CLO di BofA Securities Research al 30 settembre 2023.
- 5 Pitchbook al 31 Marzo 2023

Questo materiale non intende costituire una raccomandazione o una consulenza in materia di investimenti, non costituisce una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia d'investimento e non viene fornito a titolo fiduciario. Le informazioni fornite non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifiche di un investitore particolare, né suggeriscono una specifica linea d'azione. Le decisioni di investimento devono essere prese in base agli obiettivi e alle circostanze dell'investitore e in consultazione con i suoi professionisti finanziari. Le opinioni e i pareri espressi sono a scopo informativo ed educativo solo a partire dalla data di produzione/scrittura e possono variare in qualsiasi momento senza preavviso in base a numerosi fattori, quali condizioni di mercato o di altro tipo, sviluppi legali e normativi, rischi e incertezze aggiuntivi e potrebbero non realizzarsi. Questo materiale potrebbe contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica. Tali informazioni possono includere, tra le altre cose, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e la composizione del portafoglio proposta o prevista. Eventuali modifiche alle ipotesi che potrebbero essere state fatte nella preparazione di questo materiale potrebbero avere un impatto materiale sulle informazioni qui presentate a titolo di esempio. Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non sussistono dichiarazioni o garanzie circa l'attuale accuratezza, affidabilità, completezza o responsabilità per decisioni basate su tali informazioni e non si deve fare affidamento su di esse.

CFA® e Chartered Financial Analyst® sono marchi registrati di proprietà del CFA Institute.

Una parola sul rischio

Tutti gli investimenti comportano un certo grado di rischio, compresa la perdita di capitale, e non vi è alcuna garanzia che un investimento offra una performance positiva in qualsiasi periodo di tempo. Qualsiasi investimento in obbligazioni di prestito garantite o altri veicoli strutturati comporta rischi significativi non associati ad alternative di investimento più convenzionali. I portafogli qui descritti sono dinamici e possono cambiare nel tempo. L'uso degli strumenti e delle tecniche del processo di investimento qui descritti non garantisce il successo dell'investimento o una performance positiva.

Le presenti informazioni non costituiscono ricerca in materia di investimenti secondo la definizione della MiFID.

Nuveen Asset Management, LLC è un consulente d'investimento registrato e un'affiliata di Nuveen, LLC.

NON ASSICURATO FDIC | NESSUNA GARANZIA BANCARIA | POTREBBE PERDERE VALORE

nuveen

A TIAA Company