

Giugno 2024

Non tutto il credito privato è uguale: cosa prendere in considerazione in un contesto incerto



Randy Schwimmer

Co-responsabile Senior Lending,
Churchill Asset Management

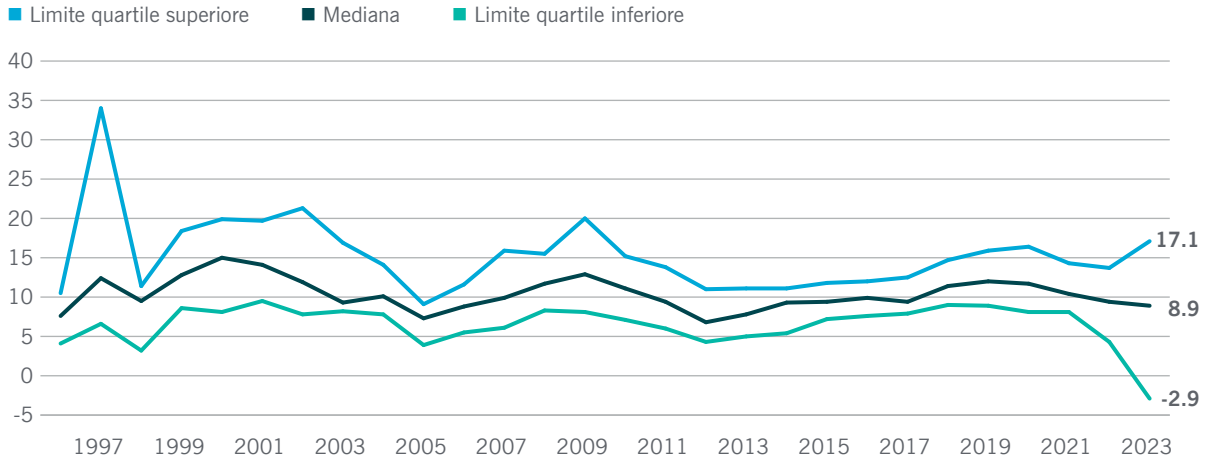
Il credito privato continua a conquistare quote sui mercati dei capitali, anche se permangono dei dubbi sul fatto che questa situazione possa continuare. Nell'attuale contesto di mercato, i media e alcuni istituti di ricerca stanno sollevando preoccupazioni sui rischi che potrebbe comportare un periodo prolungato di tassi d'interesse elevati. Le valutazioni del credito privato sono sostenibili, oppure crolleranno e contagheranno anche il sistema finanziario, determinando un'altra crisi finanziaria?

Pur riconoscendo i rischi in questo contesto, riteniamo che non tutto il credito privato sia uguale. L'esperienza dei gestori del credito privato evidenzia una differenza sostanziale a livello di ricavi (grafico 1) e, alla luce dell'incertezza economica, è necessario un approccio disciplinato per la selezione dei beneficiari dei prestiti, così da generare valore per gli investitori.

Investire sul middle market tradizionale può fornire, a nostro avviso, un valore relativo migliore e ricavi adeguati al rischio rispetto ad altre aree. Tale segmento di mercato offre, di norma, finanziamenti strutturati in modo conservativo, di dimensioni adeguate, e con una leva finanziaria modesta. Inoltre, sono presenti maggiori contributi da parte degli equity sponsor, protezioni più rigide per i finanziatori (covenant) e prezzi migliori (spread creditizi). Concentrarsi su operazioni sostenute da sponsor nel private equity potrebbe anche fornire un vantaggio in termini di sourcing, grazie a relazioni solide e approcci orientati alle soluzioni.

Figura 1: Nette differenze nei ricavi del credito privato

Tasso di rendimento interno netto (in %)



La performance passata non costituisce una garanzia per i risultati futuri.
Fonte dei dati: Prequin, - Focus regionale sul Nordamerica, al 31 dic. 2023

A nostro avviso, gli investitori dovrebbero cercare di individuare gestori del credito privato in grado di fornire processi d'investimento trasparenti e strutturati, con competenze in specifici segmenti di mercato, così da offrire opportunità e ricavi, dall'inizio del processo di deal-making fino alla conclusione di un prestito.

ORIGINATION: ABBINARE OPPORTUNITÀ E PARAMETRI DI RISCHIO CONVENUTI

I team preposti all'origination incaricati di individuare nuove opportunità correlate al credito devono sincronizzare le operazioni coi parametri di rischio concordati. Riteniamo che l'origination abbia tre componenti chiave: la competenza dei gestori nei segmenti di mercato, le modalità con cui i gestori collaborano e il modo in cui un gestore si avvicina alle condizioni delle operazioni. Tali approcci forniranno agli investitori indicatori tempestivi sul modo in cui i gestori identificano le opportunità e influenzano le condizioni delle operazioni, per poter soddisfare al meglio le esigenze degli investitori.

I gestori con una vasta esperienza, soprattutto da prima della crisi finanziaria del 2008, hanno acquisito un'ampia conoscenza dei portafogli, che li aiuta a navigare tra l'incertezza dei tassi e del contesto economico. In tutto questo rientra l'impiego di sofisticati sistemi di analisi dei portafogli volti a individuare gli indicatori chiave di performance (KPI) per settori e beneficiari dei prestiti selezionati.

Le piattaforme di best practice assumono decisioni informate in tempo reale, sulla base delle tendenze e della performance delle società in portafoglio. I gestori capaci di offrire agli investitori competenze in specifici segmenti di mercato dovrebbero disporre delle conoscenze necessarie per identificare opportunità di qualità a beneficio degli investitori.

I prestatori diretti che si concentrano sul middle market, come Churchill, conoscono il profilo dei beneficiari del prestito. Sebbene le condizioni varino a seconda della propensione del gestore e della sua tolleranza al rischio, vi sono dei punti fermi tra i prestatori. Pacchetti di prezzi, leva e covenant offerti decisamente al di fuori di questi parametri vengono intesi come errate interpretazione dei mercati o segni di disperazione.

Un gestore in grado d'interpretare questi indicatori e di raffrontarli coi movimenti medi dei beneficiari dei prestiti sul middle market è in una posizione migliore per proporre agli investitori opportunità di qualità, facendo leva sulla rispettiva esperienza per cogliere la differenza tra condizioni interessanti e segnali d'allarme.

I gestori del credito privato non dispongono in genere di un modello specializzato, ma i sottoscrittori possono avere una profonda esperienza pratica in settori specifici, il che li rende un patrimonio inestimabile. Gli investitori godranno di un servizio migliore quando i gestori identificano le differenze tra i KPI settoriali e collaborano con chi offre competenze settoriali specifiche, sia che si tratti di un sottoscrittore o di un'attività sostenuta da uno sponsor nel private equity.

Nell'ambito di queste tipologie di operazioni, i gestori possono sfruttare l'esperienza e le competenze che le società di private equity vantano in settori specializzati. Tutto questo vale soprattutto per i settori non ciclici, come la sanità, la tecnologia e i servizi alle imprese.

Al fine di massimizzare i potenziali ricavi per gli investitori, i gestori del credito privato dovrebbero esercitare delle pressioni al fine di rendere le condizioni del prestito, fin nelle prime fasi, quanto più attraenti possibili dal punto di vista dell'investitore. Ciò potrebbe includere la negoziazione del prezzo di un prestito, della sua struttura e dell'allocatione accessibile dalla prospettiva del prestito. Le opportunità presentate agli investitori varieranno in termini di qualità, dimensioni e rischio. Tuttavia, i gestori che sono responsabili o co-responsabili delle operazioni, piuttosto che delegare o adottare un approccio passivo in relazione alle fasi iniziali di un'operazione, possono collaborare per influenzarne le condizioni. Tutto questo per soddisfare al meglio gli interessi degli investitori.

SOTTOSCRIZIONE: MAGGIORE VALORE GRAZIE ALLA LEADERSHIP

Investire nel credito privato comporta un rischio intrinseco. Gli investitori si espongono a beneficiari dei prestiti che, per molte ragioni, potrebbero non essere in grado di adempiere agli obblighi connessi al prestito stesso. Ridurre al minimo il default è il risultato di un'attenta valutazione dei beneficiari dei prestiti, al fine di assicurarsi che la loro quota di mercato, i rispettivi servizi e il loro modello commerciale consentano alle attività di durare nel tempo.

La solidità dei beneficiari dei prestiti viene valutata in vari modi. I gestori dovrebbero considerare se i modelli di business dei potenziali beneficiari, ad esempio, sono facilmente replicabili. In tal caso, la quota di mercato di un beneficiario dei prestiti potrebbe ridursi rapidamente, se e quando i concorrenti dovessero affacciarsi sulla scena. Capire quanto sia difficile per i concorrenti guadagnare terreno rispetto al modello di business del beneficiario dei prestiti e in che misura i clienti facciano affidamento sull'attività di un potenziale beneficiario dei prestiti fornirà ai gestori un'idea più precisa di come si comporterà l'attività del beneficiario dei prestiti in diversi contesti macroeconomici.

Un altro fattore che aiuterà a comprendere un potenziale beneficiario dei prestiti è la sua dipendenza

dai flussi dei ricavi e dalle basi di clienti. I modelli di business in grado di dimostrare la diversificazione di entrambi saranno considerati più favorevoli rispetto alle attività che si basano su un singolo servizio o tipologia di consumatore.

Tuttavia, questo minuzioso esame di un'attività consentirà ai gestori di arrivare fino a un certo punto. Per presentare agli investitori opportunità diversificate e di qualità, è fondamentale che i gestori siano in grado d'identificare il modo in cui un settore opera rispetto a un altro.

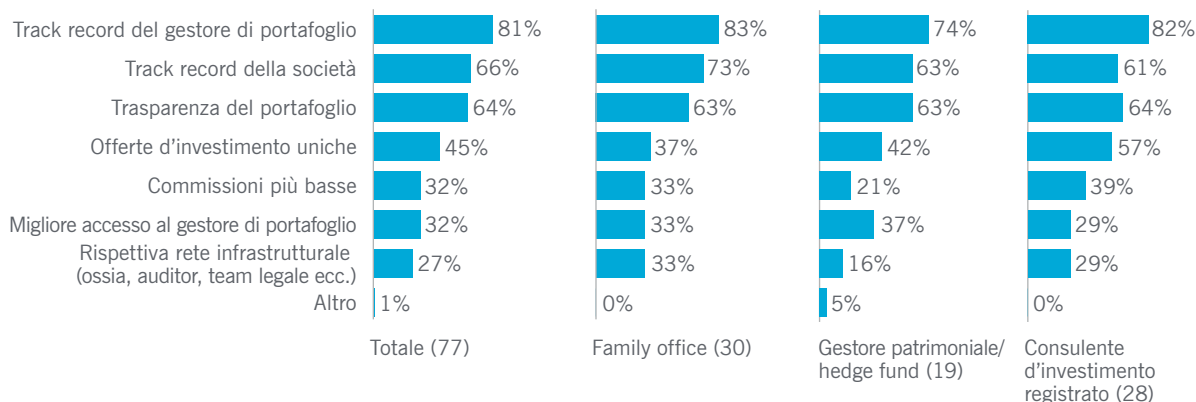
A tal fine, è fondamentale capire come i KPI differiscano tra i vari settori. Le società focalizzate sul software-as-a-service, ad esempio, tengono traccia dei parametri mensili di fidelizzazione dei clienti. I produttori monitorano lo sfruttamento della capacità degli impianti. I fornitori di componenti per la rete elettrica guardano alle tendenze mensili dei portafogli ordini. I diversi settori misurano il successo in modi diversi e i gestori devono essere in grado di comprendere tali differenze al fine di valutare un potenziale beneficiario di prestiti.

Non esiste un approccio unico al credito privato. I beneficiari dei prestiti varieranno molto in termini di attività, ricavi, concorrenza, settore e indicatori di performance. Avvalersi di un gestore in grado di esaminare un potenziale beneficiario dei prestiti sotto vari punti di vista, tenendo conto delle caratteristiche uniche del successo in un settore rispetto a un altro, implicherà per gli investitori avere maggiori possibilità di godere di opportunità diverse. Opportunità che sono state esaminate in modo approfondito al fine di testare la capacità di un potenziale beneficiario di prestiti di rimborsare quest'ultimi.

GESTIONE DEI RISCHI: DIVERSIFICARE I BENEFICIARI DEI PRESTITI E LIMITARE L'ESPOSIZIONE AI RISCHI

La gestione del rischio è una priorità costante, già prima di ogni potenziale operazione, e che prosegue dopo l'erogazione di un prestito. Riteniamo che i migliori portafogli nel credito privato fungano come una sorta di cuscinetto per gli investitori, quando la volatilità sui mercati influisce negativamente sulle attività liquide. Siamo inoltre consapevoli che gli investitori beneficiano al massimo di un portafoglio ben diversificato, costituito da vari beneficiari dei prestiti, capaci di superare ragionevolmente bene le tempeste dei tassi o economiche e di sostenere ricavi costanti per gli investitori.

Figura 2: il maturity wall fornisce una significativa pipeline per il credito privato (mia. di USD)



Fonte dei dati: PitchBook LCD, al 1T 2022.

Ai fini di una significativa diversificazione, gli investitori non dovrebbero lasciarsi influenzare dalla storia, secondo cui quanto più consistenti sono le operazioni, meglio è. Le dimensioni più grandi delle operazioni equivalgono spesso a una maggiore leva finanziaria e a strutture di covenant più deboli, e ciò accresce il rischio di un prestito.

Limitare l'esposizione ai rischi attraverso le dimensioni delle operazioni è solo un aspetto della gestione dei rischi. Gran parte del lavoro per scartare le opportunità più deboli sarà già stato ultimato prima di ogni potenziale accordo. Tuttavia, i gestori del credito privato dovrebbero tutelare gli investitori, ove possibile, dopo il completamento di un'operazione, implementando dei processi volti a identificare i cambiamenti nelle società in portafoglio.

Ciò può consistere semplicemente nella revisione periodica dei KPI o della tenuta dei covenant da parte dei gestori nell'ottica di comprendere lo stato di salute di una società. Analogamente, capire come i diversi contesti macroeconomici influenzeranno le società in portafoglio aiuterà a mantenere gli investimenti.

Per gli investitori, è importante che i gestori continuino a supervisionare le società in portafoglio anche dopo la finalizzazione di un prestito e che abbiano l'esperienza necessaria per identificare gli indicatori di rischio e la capacità di agire in modo tale da ridurre al minimo le perdite.



Così come non tutto il credito privato è uguale, non tutti i gestori sono in grado di soddisfare le esigenze degli investitori.

IMPIEGARE I GESTORI PER MASSIMIZZARE IL CREDITO PRIVATO

I gestori del credito privato possono svolgere un ruolo fondamentale nell'aprire opportunità agli investitori. Tuttavia, data l'importanza sempre maggiore di questo mercato all'interno dei portafogli, è fondamentale ricordare che non tutte le operazioni sono della stessa qualità.

Gli investitori che entrano per la prima volta in questo settore, o che ampliano le allocazioni verso il credito privato, potrebbero considerare di ricorrere a un gestore del credito privato, in quanto modo migliore per massimizzare le opportunità. Tuttavia, è importante scegliere un gestore che sappia dimostrare la capacità d'individuare tempestivamente beneficiari dei prestiti di qualità in specifici segmenti di mercato. I gestori dovrebbero inoltre disporre delle conoscenze necessarie a valutare la performance dei beneficiari dei prestiti e la solidità del rispettivo modello di business, nonché dell'esperienza richiesta per determinare il miglior prezzo di un'operazione e continuare ad analizzare lo stato di un beneficiario dei prestiti anche dopo la finalizzazione di quest'ultimi.

Così come non tutto il credito privato è uguale, allo stesso modo non tutti i gestori sono in grado di soddisfare le esigenze degli investitori. I gestori che sapranno fornire un servizio ottimale agli investitori saranno probabilmente in grado di adeguare le opportunità ai parametri di rischio di un investitore, garantire condizioni e prezzi interessanti e reagire efficacemente alle mutevoli condizioni delle società in portafoglio.

Q&A



Brent Chase

*Managing Director,
Head of Workouts*

I gestori del credito privato più esperti analizzano con attenzione le società in portafoglio. Le loro prassi non sono appariscenti, ma si basano su un monitoraggio e una rendicontazione metodici, a partire dai rapporti di sorveglianza sul credito (“credit surveillance report”, CSR).

Per quanto i migliori prestatori diretti siano diligenti nell'avvalersi delle migliori prassi, possono verificarsi delle perdite. Anzi, ci aspettiamo che si registrino delle perdite e ci prepariamo a tali eventualità.

In una recente conversazione, Brent Chase, head of workout di Churchill, ha svelato i suoi segreti per gestire con successo i finanziamenti di portafogli in difficoltà.

Innanzitutto, occorre essere finanziatori proattivi. Promuovete la direzione che volete intraprendere con gli altri soggetti che forniscono il capitale, i proprietari e il management. Altrimenti, reagirete alla strategia e alla direzione di altri, e il rischio sarà quello di ottenere risultati non ottimali.”

“I workout richiedono un monitoraggio diretto. I flussi di cassa sono più ‘fragili’. Una performance relativamente scarsa può avere implicazioni negative sulla liquidità. Individuare tempestivamente gli scostamenti e comunicare a stretto contatto col beneficiario del prestito permette di affrontare rapidamente problematiche come la carenza di liquidità. Nel nostro caso, gli investimenti di LP in numerosi fondi sponsor ci consentono di avviare un dialogo significativamente più diretto e attivo con gli sponsor in scenari difficili”.

Chase ha proseguito: “sviluppare relazioni coi principali soggetti che costituiscono la struttura del capitale può aiutarvi a capire le loro motivazioni e i loro comportamenti. Sia che stiate sviluppando coalizioni con finanziatori che condividono le vostre

stesse idee all’interno della vostra categoria, sia che stiate stipulando accordi con altre componenti della struttura del capitale, fate funzionare i telefoni! Chi è nuovo nel settore del credito privato potrebbe non apprezzare la natura “tipica di una cerchia chiusa” del middle market tradizionale. Avere solidi legami di lunga data con amici prestatori in varie parti della struttura del capitale aiuta molto a ottenere buoni risultati”.

“La maggior parte dei workout sul middle market non si conclude con una procedura d’insolvenza “a caduta libera”. I workout consensuali sono, in genere, quelli che producono i risultati e recuperi migliori. Al fine di ottenere questo risultato, è necessario operare con sponsor che vantino una solida esperienza nel sostenere i portafogli di credito problematici”.

Come iniziate il vostro processo di workout? “Il nostro team ri-sottoscrive ogni società in difficoltà. È necessario innanzitutto capire perché l’azienda ha deviato dal percorso previsto. Cominciare da zero. La situazione è risolvibile? Spesso gli originali rischi di credito (così come i punti di forza) non sono più rilevanti. Forse si tratta di cambiamenti imprevisi per la società, il settore o il macroambiente. Ri-sottoscrivendo l’attività, si può iniziare a capire quali sono i nuovi venti contrari e quelli favorevoli che influiscono sulla performance odierna e futura.

“Le difficoltà del workout sono reali. La tentazione è quella di liquidare le aziende come ‘fallite’. Ma anche il concetto di “azienda buona, bilancio pessimo” è reale. Bisogna essere pazienti e affrontare le sfide di gestione avvalendosi di una metodologia. Disporre di un giudizio spassionato su quali aspetti del modello di business sono ancora validi influenzerà in modo significativo i passi da compiere per massimizzare il recupero di valore”.



Individuare tempestivamente gli scostamenti e comunicare a stretto contatto con il beneficiario del prestito consente di affrontare rapidamente problematiche come le carenze di liquidità.

Per ulteriori informazioni, si prega di visitare il sito nuveen.com.

Note finali

Il presente materiale non è da intendersi come una raccomandazione o una consulenza in materia d'investimento, non costituisce una sollecitazione all'acquisto, alla vendita o alla detenzione di un titolo o di una strategia d'investimento né viene fornito a titolo fiduciario. Le informazioni divulgate non tengono conto degli obiettivi o delle circostanze specifici di un particolare investitore, né suggeriscono una specifica linea d'azione. Le decisioni in materia d'investimento dovrebbero essere assunte in base agli obiettivi e alle circostanze di un investitore e consultandosi coi suoi professionisti finanziari.

I giudizi e le opinioni espressi sono solo a scopo informativo ed educativo, alla data di redazione/scrittura, e potrebbero variare senza preavviso e in qualsiasi momento, sulla base di numerosi fattori, come le condizioni di mercato o di altro tipo, gli sviluppi legali e normativi, gli ulteriori rischi e incertezze e potrebbero non realizzarsi. Questo materiale potrebbe contenere informazioni "previsionali", che non sono di natura puramente storica. Tali informazioni possono includere, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, proiezioni, previsioni, stime dei ricavi di mercato e la composizione proposta o prevista dei portafogli. Eventuali modifiche alle ipotesi formulate nel corso della redazione di questo materiale potrebbero avere un impatto significativo sulle informazioni quivi presentate a titolo esemplificativo. **I risultati passati non predicano né garantiscono i risultati futuri.** Gli investimenti comportano un rischio; è possibile la perdita del capitale.

Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non viene garantita. Non viene fornita alcuna assicurazione né garanzia circa la loro accuratezza, affidabilità o completezza, né viene assunta alcuna responsabilità per decisioni basate su tali informazioni, né si deve fare affidamento su di esse. 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 sui rischi

Gli investimenti comportano dei rischi; è possibile una perdita del capitale. I titoli di debito o a reddito fisso sono soggetti al rischio di mercato, al rischio creditizio, al rischio correlato ai tassi d'interesse, al call risk, al rischio connesso ai derivati, al rischio per le transazioni dollar roll e al rischio per il reddito. Quando i tassi d'interesse salgono, i prezzi delle obbligazioni scendono. I titoli di debito inferiori all'investment grade o high yield sono soggetti al rischio di liquidità e a un maggiore rischio creditizio. Gli investimenti esteri comportano ulteriori rischi, tra cui fluttuazioni valutarie, instabilità politica ed economica, mancanza di liquidità e standard legali e contabili diversi. Si tenga presente che gli investimenti nel debito privato, compresi i prestiti che sfruttano la leva finanziaria, i prestiti sul middle market e il debito mezzanino, sono soggetti a vari fattori di rischio, tra cui rischio creditizio, rischio di liquidità e rischio correlato ai tassi d'interesse.

Queste informazioni rappresentano l'opinione di Nuveen, LLC e dei suoi specialisti degli investimenti e non intendono essere una previsione di eventi futuri né una garanzia di risultati per il futuro. Le informazioni sono state ottenute da fonti terze da noi ritenute attendibili, ma non ne garantiamo l'accuratezza o la completezza. Non viene rilasciata alcuna garanzia che un investimento fornirà una performance positiva in qualsiasi lasso di tempo.

Nuveen, LLC fornisce servizi di consulenza in materia d'investimento tramite i suoi specialisti degli investimenti. Churchill Asset Management è un consulente d'investimento registrato e un'affiliata di Nuveen, LLC. Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia d'investimenti secondo la definizione di cui alla MiFID.