

BRIGHTSIDE CAPITAL

FREED FROM DESIRE

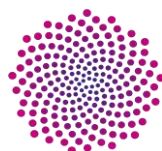


*My love has got no fame, he's got his strong beliefs
My love has got no money, he's got his strong beliefs
Want more and more, people just want more and
more*

Freedom and love, what he's looking for

Freed from Desire – Gala, 1996

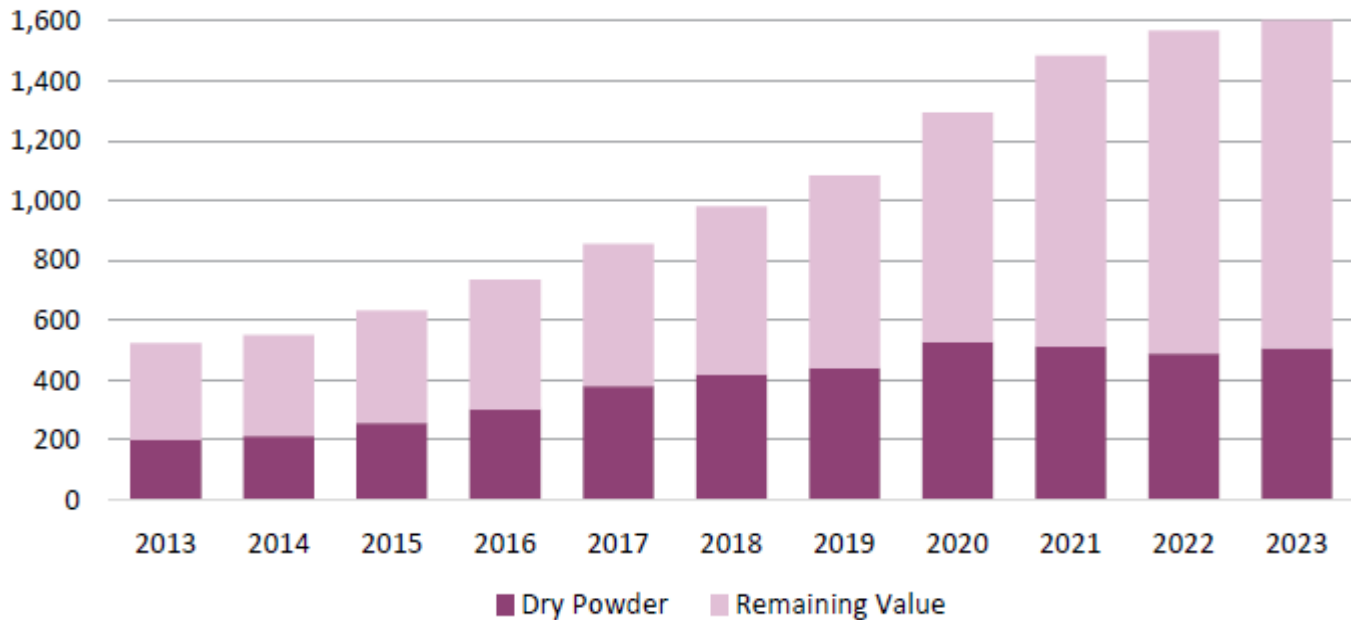
Come alcuni degli addetti ai lavori o di coloro che seguono la cronaca finanziaria più da vicino avranno potuto notare, qualche settimana fa Jamie Dimon, CEO della prima banca al mondo (JP Morgan Chase) ha fatto parlare di sé affermando che la crescita stellare della classe d'investimento del *private credit* presenta alcuni dei problemi che aveva il mercato dei mutui *subprime* pre-2008, compresi *rating* creditizi discutibili: “*non mi aspetto che vi si annidi un rischio sistemico, ma temo possano esserci dei problemi*”. Se quindi l'ultimo approfondimento economico di questa rubrica è stato dedicato al ruolo della liquidità in senso lato all'interno



BRIGHTSIDE CAPITAL

dei sistemi finanziari, lo scritto di oggi si concentrerà su una disamina aerea del mondo dei prestiti aziendali privati erogati e detenuti fuori dal mondo bancario commerciale tradizionale.

As of June 30, 2023 • US\$B • Private Debt Assets Under Management

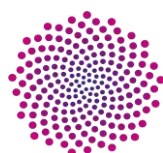


Source: Pitchbook.

Negli ultimi anni, infatti, mentre le banche prestavano meno principalmente per rispettare requisiti regolamentari di capitale più stringenti, altri operatori non bancari quali, ad esempio, fondi di investimento, hanno colmato lo spazio con numeri da capogiro: secondo Pitchbook, gli asset in questa nicchia sono cresciuti di oltre USD 1 trilione nel corso dell'ultima decade. Ed è proprio il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ad affermare **che la classe di investimento non ha metodi condivisi di valutazione del rischio dei sottostanti, oltre a non essere nel mirino del regolatore come altri segmenti del mondo finanziario.** Come Dimon, anche l'FMI quindi ha fatto presente **la mancanza di trasparenza sulle valutazioni, nonché l'assenza di meccanismi di gestione e previsione del rischio.**

THE GOOD

Facciamo prima un passo indietro per capire la natura di questa classe di investimento, ed evidenziarne i pregi. Quando un'azienda ha bisogno di liquidità può scegliere tra tre principali soluzioni: prestiti bancari, emissioni azionarie o obbligazionarie, e credito privato. **Mentre le grandi aziende possono emettere azioni o obbligazioni sui mercati pubblici, per le realtà minori, il credito privato offre uno sbocco più immediato.** Nei periodi di crisi economica, le



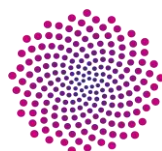
BRIGHTSIDE CAPITAL

banche possono essere meno disposte a concedere prestiti e le aziende possono avere bisogno di capitali rapidamente, creando un'opportunità per i finanziatori privati, che spesso richiedono collaterali importanti, oltre ad applicare un premio per il rischio e per l'illiquidità del sottostante, il che aumenta ulteriormente i rendimenti di questo tipo di crediti. Inoltre, i prestiti di credito privato sono legati a tassi variabili, rendendo il debito meno vulnerabile alle possibili fluttuazioni rialziste dei tassi di interesse, specie in un mondo con pressioni inflazionistiche positive.

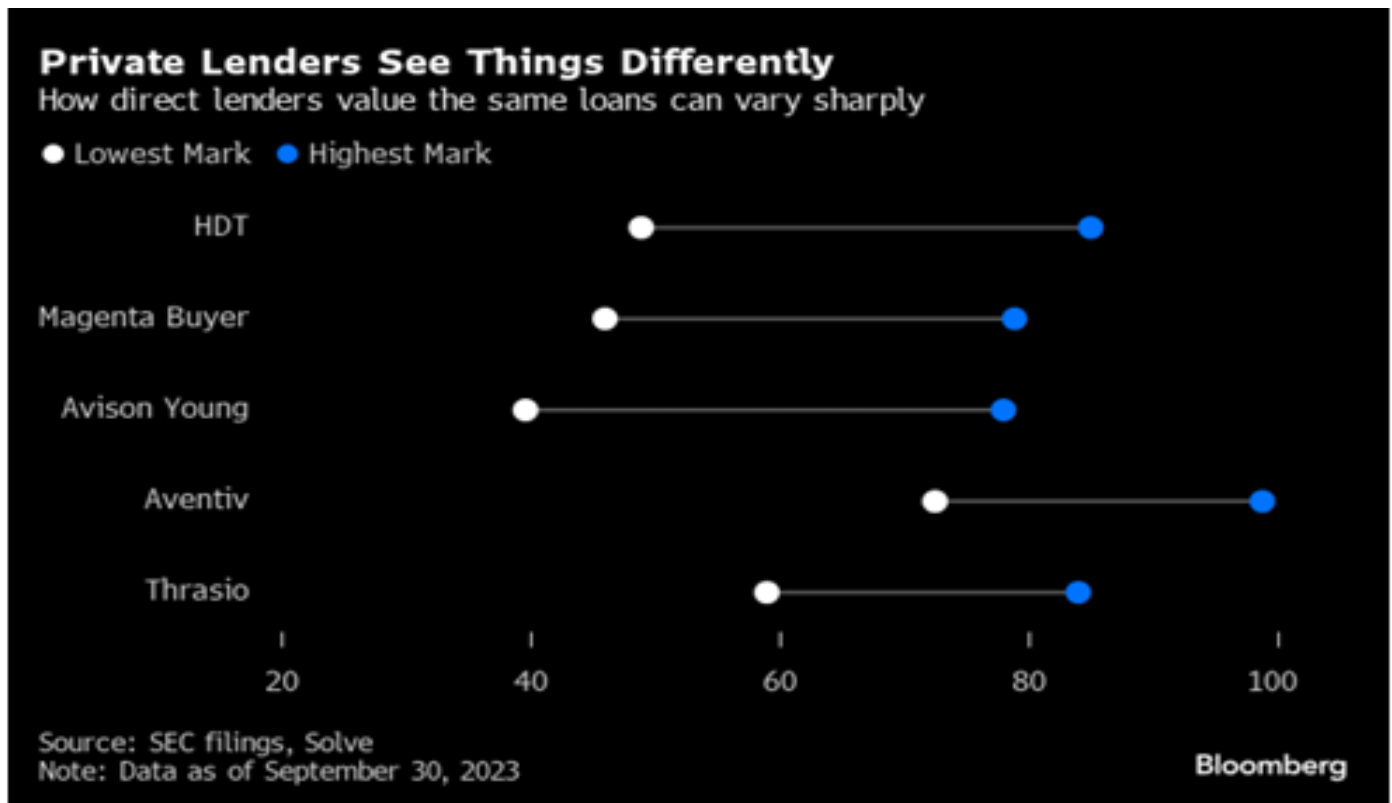
THE BAD

Altri esponenti di rilievo della comunità finanziaria internazionale hanno fatto presente quanto esposto in apertura: il Presidente di UBS Kelleher ha infatti sollevato verso la fine dell'anno scorso il rischio di bolla in questo segmento di mercato, affermando che la domanda più urgente a cui le autorità dovranno rispondere è: *“come si può sapere con certezza quanto valga davvero l'investimento?”*. Ed in effetti dopo uno dei cicli di rialzo dei tassi da parte delle banche centrali più repentini della storia, le prime crepe cominciano ad apparire. Secondo un'analisi di Bloomberg, **alcuni gestori non sembrano esser d'accordo con le valorizzazioni del medesimo prestito detenuto:**

- *In un prestito a Magenta Buyer, il veicolo emittente di una società di sicurezza informatica, la forchetta di prezzo del debito a fine settembre scorso è stata tra i 79 e i 46 centesimi.*
- *Per HDT, un fornitore di infrastrutture aerospaziali, il debito è stato valutato alla stessa data tra 85 centesimi e 49 centesimi.*
- Per quanto riguarda Thrasio, un'azienda di e-commerce,
 - o *Bain Capital e Oaktree hanno fissato il prezzo dei suoi prestiti rispettivamente a 65 centesimi e 79 centesimi alla fine di settembre.*
 - o *Due fondi interni alla casa BlackRock non erano nemmeno d'accordo tra di loro, riflettendo due valutazioni diverse rispettivamente a 71 e 75 centesimi.*
 - o *Monroe Capital era il più ottimista prezzando il prestito a 84 centesimi.*
 - o *Goldman Sachs invece a 59 centesimi, il più conservatore.*



BRIGHTSIDE CAPITAL



Thrasio ha poi presentato i libri in tribunale.

Anche Peter Hecht, CEO di AQR, si aggiunge al coro: *"Nei mercati privati, poiché nessuno conosce il vero valore, c'è la tendenza a far trapelare lentamente informazioni sui prezzi"*, dando quindi la falsa percezione di basso rischio data la bassa volatilità. Ed è proprio questa percezione che ha attirato i capitali istituzionali in cerca di flussi e valorizzazioni stabili.

Ed in effetti solo di recente la SEC, ovvero l'ente americano preposto alla vigilanza dei mercati

FACT SHEET

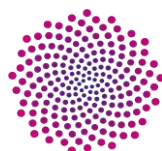
Private Fund Adviser Reforms: Final Rules



The Securities and Exchange Commission adopted new rules and amendments under the Investment Advisers Act of 1940 (Advisers Act) to enhance the regulation of private fund advisers. The new rules require private fund advisers registered with the Commission to:

- Provide investors with quarterly statements detailing information regarding private fund performance, fees, and expenses;
- Obtain an annual audit for each private fund; and
- Obtain a fairness opinion or valuation opinion in connection with an adviser-led secondary transaction.

finanziari (i.e. Security and Exchange Commission) ha iniziato a prestare maggiore attenzione, affrettandosi ad introdurre regole per incalzare i gestori dei fondi privati a consentire audit esterne indipendenti.

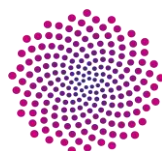


THE UGLY

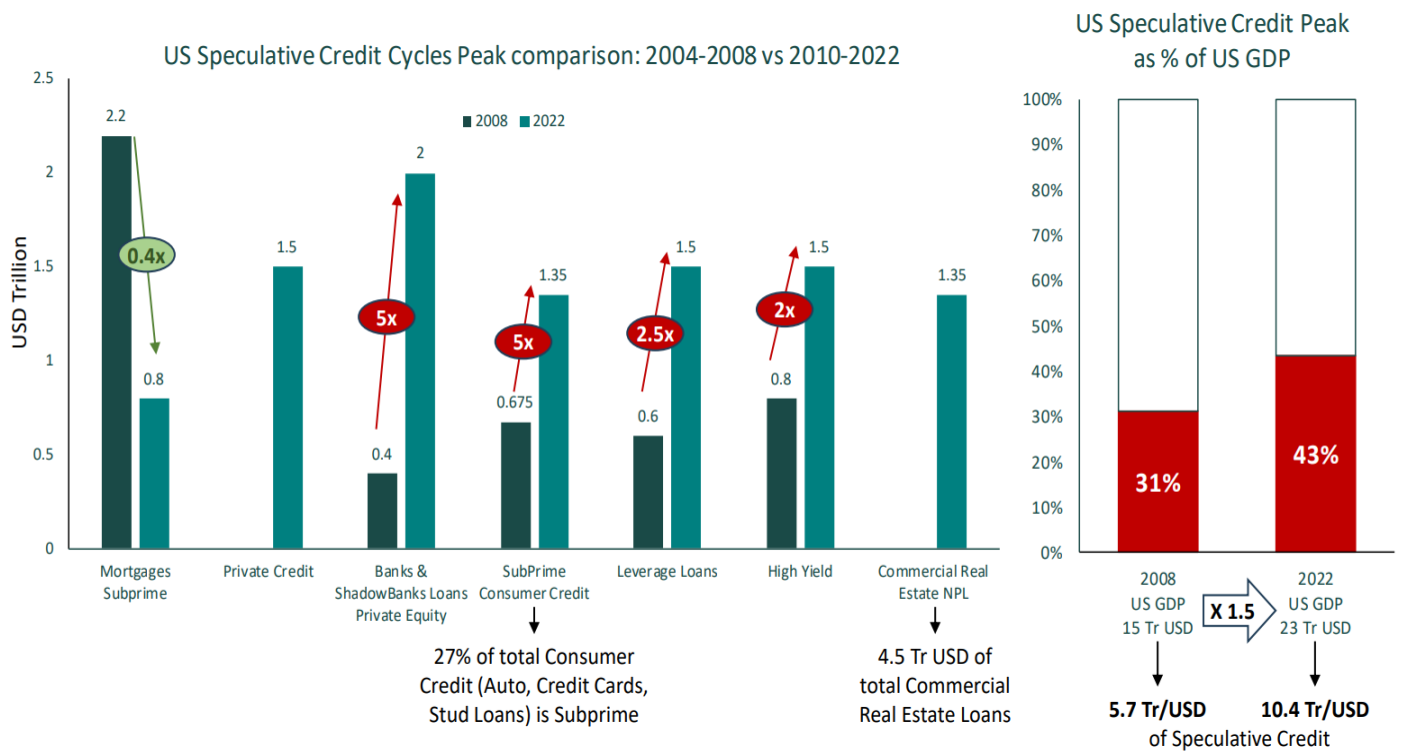
Avendo ripercorso alcuni dei meriti e delle critiche più dilaganti sulla classe di investimento sotto scrutinio, questa sezione riporrà la lente di ingrandimento sul tema del debito speculativo erogato dal sistema bancario ombra, attore protagonista nella creazione di liquidità che riverbera tra i mercati dei capitali, incluso il private credit. Il rating medio di USD 1.5 trilioni di prestiti erogati in programmi di private credit in America ha infatti un rating medio di B- / CCC, spesso utilizzato per finanziare operazioni ad alto rischio. In particolare, i **crediti erogati ai fondi di private equity e venture capital, utilizzati per finanziare imprese il cui debito è in media sette volte l'EBITDA, ammontano a 2 trilioni di dollari**. Questo rende tali prestiti estremamente vulnerabili in un contesto di tassi di interesse crescenti e rallentamento economico. Secondo le analisi di Maurizio Novelli, gestore finanziario con 35 anni di esperienza, il debito speculativo è cresciuto del 169% rispetto alla crisi del 2008, ammontando ad oggi ad oltre 11 trillioni di dollari e rappresentando ca. il 45% del PIL degli USA. **Il settore dei leveraged loans e delle obbligazioni high-yield è anch'esso rilevante, con 1,5 trilioni di dollari ciascuno**. Questi strumenti finanziari rientrano per l'appunto nella definizione di credito speculativo perché spesso utilizzati per finanziare acquisizioni ma anche la normale operatività di imprese con un elevato livello di indebitamento. **Anche il settore del real estate commerciale è coinvolto, con 4,5 trilioni di dollari in prestiti, di cui circa 1,35 trilioni (30%) sono attualmente in sofferenza**. Ai fini di fornire maggior profondità di contesto, il grafico riportato nella pagina seguente mette a confronto la crescita negli Stati Uniti dei vari segmenti facenti parte del credito speculativo durante il periodo 2010-2022 rispetto al picco antecedente la Grande Crisi Finanziaria del 2008.

SHADOW BANKING

Il termine *Shadow Banking* si riferisce a intermediari finanziari coinvolti nella creazione di credito ma che operano al di fuori della supervisione normativa che regola le banche tradizionali. Queste entità includono hedge fund, fondi di private equity, creditori ipotecari e grandi banche d'investimento. A differenza delle banche convenzionali, le banche "ombra" non accettano depositi ma si occupano di attività come l'intermediazione del credito e il trasferimento del rischio. Nonostante una maggiore attenzione dopo la crisi del 2008, il sistema bancario "ombra" continua a espandersi, sollevando preoccupazioni sui potenziali rischi per il sistema finanziario globale. Secondo il Financial Stability Board (un organismo internazionale che monitora e formula raccomandazioni riguardanti il sistema finanziario globale), il sistema bancario "ombra" - che l'FSB chiama settore degli intermediari finanziari non bancari (NBFIs) - è cresciuto fino a raggiungere quota 293,3 trilioni di dollari, pesando per il 49,2% delle attività finanziarie globali nel 2021.



BRIGHTSIDE CAPITAL



In maniera inerte, dunque, il sistema finanziario si è assopito in seguito ad una crescente dipendenza da politiche monetarie e fiscali ultra-espansive, che hanno favorito la crescita del credito speculativo. Lo scritto di oggi ha dunque voluto offrire un primo sguardo su come **la combinazione di shadow banking e private credit hanno contribuito ad un aumento del debito speculativo, ponendo delle sfide per la stabilità del sistema.** O per dirlo alla Dimon, “*When the sh**t hits the fan—and it will one day, we don’t know when—there will be a lot of stranded borrowers*”.

Approfondimento a cura di **Mattia Segre**

Lugano, 26 giugno 2024

