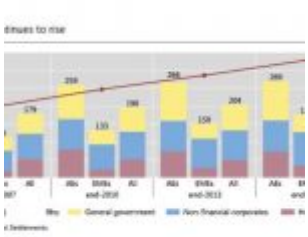
LA BOLLA SPECULATIVA DEI LEVERAGED LOANS



C'erano una volta le banche ordinarie. Quelle che traevano dall'erogazione del credito la loro principale fonte di sostentamento, raccogliendo depositi ad un tasso più basso di quello dei prestiti che concedevano. Negli anni questa figura è sostanzialmente cambiata per mille e una ragione e oggi le banche -anche quando ancora erogano prestiti in misura prevalente- in realtà guadagnano soprattutto da commissioni, intermediazioni e consulenza, vivendo il reddito che proviene dalla gestione del denaro in forma residuale e, soprattutto, erogando prestiti quasi soltanto a chi non ne ha bisogno (ovviamente a tassi poco interessanti).

IL PRIVATE DEBT

Il cosiddetto "private debt" non passa ovviamente soltanto dalle BDC ma anche da "fondi di debito" (che funzionano comunque come gli altri fondi di private equity e spesso sono amministrati dagli stessi soggetti), dai cosiddetti "private placements" (animati soprattutto da investitori istituzionali e quasi sempre rivolti a soggetti aziendali in grado di esibire un rating) e in generale da tutti coloro che possono permettersi di emettere "bond" (ovvero obbligazioni) e riuscire a piazzarli presso investitori di ogni sorta. Il mercato di riferimento del "private debt" è ovviamente quello delle fusioni e acquisizioni, spesso associate all'intervento di banche d'affari o, più frequentemente, di fondi di "private equity". Quest'ultimo settore è stato stimato che in Ottobre sedesse su una liquidità superiore a 1.100 miliardi di dollari e che, ciò nonostante, il numero di operazioni completate nel mondo fosse pari a circa 1200, con un valore delle operazioni di buy-out completate alla fine di Ottobre superiore al 91% di tutte quelle del 2017 (cioè in forte crescita).

L'ECCESSO DI LEVA FINANZIARIA

Questa intensità (e forte disponibilità di capitali per nuove operazioni) si associa a valutazioni crescenti delle imprese oggetto di tali operazioni e a crescente richiesta di finanziamenti per l'acquisto in leva, con un fattore di leva in costante crescita (siamo arrivati ad una media di quasi 7 volte l'EBITDA: vale a dire poco meno del doppio di quanto si presume sia il limite fisiologico di tali operazioni e poco distanti dagli eccessi del 2007, poco prima della grande crisi).

LE "BUSINESS DEVELOPMENT COMPANIES"

Nei paesi anglosassoni però -caratterizzati da minore regolamentazione e minori vincoli burocratici- ad erogare credito ai soggetti economici meno solidi sono intervenuti altri attori: in particolare le cosiddette "Business Development Companies" (in sintesi: BDC), che hanno rispolverato la vecchia tradizione del credito basato sulla disamina della capacità individuale attingendo risorse non già ai depositi dei risparmiatori, bensì ad un mercato molto più vasto: quello dei capitali. I depositi bancari sono infatti una specie che non è ancora in via di estinzione (ma quantomeno di assottigliamento dei relativi volumi) anche a causa delle politiche di tassi quasi a zero praticate dalle banche centrali.

Mentre invece il mercato dei capitali è sempre più liquido e continuamente alla ricerca di nuove vie di impiego capaci di assicurare margini consistenti all'impiego delle proprie risorse liquide, anche scendendo a compromessi sulla relativa rischiosità. Il fenomeno delle BDC in America ha raggiunto il mirabolante volume di quasi 100 miliardi di dollari di prestiti erogati !

Le BDC sono sorte tuttavia principalmente in America, con la logica di andare a occupare uno spazio di mercato -quello dei "debiti a più alto rischio"- che è stato lasciato sostanzialmente libero dalle banche per tutti I motivi di cui sopra. I cosiddetti "leveraged loans" sono comparsi per tornare a far accedere al credito i soggetti piu marginali del mercato: magari quelli che hanno le migliori idee o le più acute competenze, ma sicuramente caratterizzati da scarsissima qualità del merito di credito e/o di patrimonio adeguato, oppure che intendono proporre operazioni estremamente rischiose per le quali i normali criteri di contabilizzazione del credito lascerebbero poco spazio alle banche ordinarie senza destare sospetti sulla loro affidabilità di lungo termine.

LA "PATATA BOLLENTE" DEI RISCHI SUL CREDITO PASSA DALLE BANCHE AI RISPARMIATORI

I leveraged loans hanno potuto godere inoltre dello sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni, visto che le banche riescono con facilità a "impacchettare" queste obbligazioni e venderle a investitori del mercato dei capitali. In particolare c'è stata una notevole crescita delle collateralised loan obbligations (CLO). Le cartolarizzazioni c'erano anche prima della grande crisi, ovviamente. Ma a differenza di allora, quando i titoli che ne rivenivano circolavano all'interno del sistema bancario, adesso le nuove regole sono più restrittive e obbligano le banche a disfarsene per la maggior parte.

E qui viene il bello: la "fame di rendimenti positivi" che si è creata sul mercato dei capitali ha fatto crescere la domanda di prestiti "speculativi", mentre l'ampliarsi del numero di acquisizioni e fusioni in tutto il mondo ne ha fatto lievitare anche l'offerta. Negli Stati Uniti, quasi il 40% delle emissioni di prestiti leveraged è ascrivibile a acquisizioni ristrutturazioni societarie come fusioni, acquisizioni e operazioni di leveraged buyout", spiega la Bis. La cartolarizzazione dei crediti e la nuova regolamentazione imposta dalle banche centrali ha insomma fatto sì che la patata bollente dell'espansione del debito ad alto rischio sia stata passata dai bilanci delle banche ai fondi pensione, ai gestori di patrimoni e agli altri emittenti di titoli che finiscono in un modo o nell'altro nelle tasche dei risparmiatori.

CLAUSOLE TROPPO BLANDE

Purtroppo il fenomeno dell'espansione dei "leveraged loans" da un lato poggia su una domanda da parte dei sottoscrittori che, fino a poche settimane fa, non faceva che crescere, dall'altro lato si associa fortemente ad un rilassamento dei criteri di erogazione del credito che viene concesso: i sottoscrittori, pur di spuntare qualche decimale di rendimento in più, sono stati disposti ad accettare un minore protezione contro il deterioramento della capacità di rimborso dei debitori, allentando decisamente le clausole dei contratti. E questo spiega il notevole aumento dei prestiti cosiddetti "covenant-lite" che ha raggiunto il suo massimo a metà 2018.

Inoltre la forte domanda degli investitori per i prestiti leveraged ha favorito l'attività di

rifinanziamento di quelli esistenti. Negli Stati Uniti, per esempio, il rifinanziamento di debiti pregressi rappresenta circa il 70% delle emissioni di titoli che vanno a finanziare i "leveraged loans". Questa quota è cresciuta costantemente fino alla prima metà del 2018.

IL RISCHIO DI SCOPPIO DELLA BOLLA SPECULATIVA

Il problema ovviamente per ora potrebbe essere destinato a rimanere sulla carta, dal momento che l'economia globale è ancora in espansione e il tasso di "default" dei prestiti ad alto rischio (i leveraged loans, appunto) in America è in crescita ma è pur sempre al 2,5%. Tutt'altra faccenda sarà quando l'economia inizierà seriamente a rallentare e il tasso di insolvenza crescerà (ovviamente in modo accelerato sui prestiti a più alto rischio). Ma la verità è peggiore: la maggior parte degli strumenti che alimentano di liquidità il sistema dei prestiti ad alto rischio è -almeno negli U.S.A.- data dagli ETF (Exchange Traded Funds), che stanno soffrendo nelle ultime settimane di una forte richiesta di rimborsi da parte dei sottoscrittori, trovandosi dunque costretti a vendere (anche in perdita) i titoli che avevano sottoscritto quando la marea andava in direzione opposta.

Stefano di Tommaso

NEL "VOLARE VERSO LA QUALITÀ" IN BORSA TORNA DI MODA LA "BONDIFICATION"

Nonostante la speculazione pura abbia negli ultimi mesi preso il

sopravvento sugli investitori razionali nel guidare le tendenze della maggior parte dei listini di borsa nel mondo, in realtà esiste un numero elevatissimo di "cassettisti" che investono anche in titoli quotati ma restano pur sempre alla ricerca di un reddito.La maggioranza di questi non è più in forma individuale ma è oggi rappresentata da investitori professionali o da "family offices" che perseguono il medesimo obiettivo di ottenere dall'investimento sul mercato mobiliare un reddito più o meno costante derivante da cedole e dividendi, anche attraverso sofisticate politiche di investimento come appunto la "bondification".

I rendimenti pagati dai titoli a reddito fisso sono oramai ridottissimi da anni, a causa del livello quasi pari a zero dei tassi di interesse e, per quel che si può ritenere guardando alle politiche monetarie perseguite dalle banche centrali di tutto il mondo, è probabile che tali politiche proseguano ancora per molti mesi se non per anni.

Questo il motivo per il quale già da un paio d'anni gli investitori che rimangono nei loro orientamenti fortemente avversi al rischio e sostanzialmente alla ricerca di un reddito derivante dal proprio capitale per pagare alle scadenze dovute pensioni, annualità o o anche solo le bollette e le spese domestiche, hanno alla fine adottato politiche di "bondification", cioè di sostituzione dell'investimento obbligazionario con quello azionario sperando di poter trovare un'alternativa all'investimento in titoli a reddito fisso definendo una particolare composizione del portafogli di titoli azionari di elevata solidità e caratterizzati da elevate politiche di dividendi.

VANTAGGI E SVANTAGGI

Un portafoglio azionario selezionato sulla base della classe di rischio (basso, evidentemente) e sulla capacità di elargire dividendi, invece che sulla base della differenziazione delle tipologie di investimento, può raggiungere l'obiettivo di perseguire minor rischio e importanti capacità di generare reddito ma può mostrare anche maggior dipendenza nel suo comportamento dall'andamento di taluni comparti industriali che esprimono i titoli che pagano più dividendi.

Cioè la selezione di titoli sulla base della bondification può avere un secondo aspetto negativo oltre evidentemente ad essere meno suscettibile di forti rivalutazioni (in quanto meno "pesato" sui titoli a forte crescita): questo secondo aspetto consiste nella minor diversificazione geografica e settoriale, perché i "dividend aristocrats" -come vengono chiamati- sono pochi e sono principalmente legati ai settori dal ciclo di vita più maturo.

Inoltre sino ad oggi le migliori soddisfazioni a chi investe in borsa sono arrivate soprattutto dai titoli tecnologici a grande capitalizzazione (si veda in proposito il grafico). Nulla garantisce che il trend non possa continuare esattamente come è stato sino ad oggi.

LA ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI

Il punto però è che in momenti come questo, caratterizzati da timori circa i livelli raggiunti dai listini azionari e da una certa rota dei portafogli da titoli "growth"a titoli più sicuri, decidere di sottopesare quei titoli può finalmente consistere in un vantaggio netto e dunque la bondification può fornire due ordini di soddisfazioni a chi l'ha messa in pratica:

• I maggiori dividendi percepiti

• L'apprezzamento in conto capitale.

Anzi, il mercato sa che la cuccagna delle borse non durerà in eterno (anche se da un anno essa va oltre ogni ragionevole aspettativa) e dunque cerca di ruotare i portafogli verso investimenti meno a rischio e di maggior qualità in termini di profitti, storia, di dividendi, di livello del management e di dimensioni aziendali.

Il "volo verso la qualità" riguarda pertanto non solo quei titoli che risultano in grado di pagare i maggiori dividendi, ma soprattutto quelli che possono vantare una storia di successi ripetuti, di solidità aziendale e di migliore persistenza della propria strategia competitiva.

È questo il motivo principale perché l'argomento della bondification è tornato in auge. In molti casi i portafogli di titoli selezionati in tal senso possono dunque anche ottimamente performare in un momento come quello attuale che mette in secondo piano l'interesse per i titoli tecnologici e innovativi ma con più rischiosità .

IL "VOLO VERSO LA QUALITÀ"

Se si vuole dunque provare a selezionare un portafoglio "value" (cioè più orientato all'investimento difensivo e a lungo termine), il Sole 24 Ore ci fornisce di seguito un'elenco di criteri per la cernita:

• Una redditività costante e in crescita

• Una storia di costante apprezzamento del titolo in borsa

• La capacità di tenere sotto controllo la produttività del lavoro

• La capacità di generare cassa

• La non eccedente valutazione di borsa in termini di P/E

• La "riserva implicita" di valore derivante dai valori intangibili: il marchi e il management

WHAT NEXT?

Resta da vedere quali soddisfazioni potranno pervenire in futuro a chi mette in pratica oggi una tale politica di selezione del portafoglio azionario.

Quando le borse dovessero tornare a veder crescere la volatilità, infatti, gli svantaggi in termini di diversificazione e di sottoesposizione verso i titoli che promettono maggior crescita di un portafoglio così selezionato potrebbe penalizzare chi la mette in pratica (sebbene si potrebbe sempre obiettare che oggigiorno la possibilità di diversificare, in funzione della non omogeneità del rischio, in misura statisticamente rilevante, è quasi scomparsa).

Come sempre perciò, non esiste una ricetta per gli investitori valida per tutte le stagioni. Ad oggi le borse hanno continuato a salire nonostante mille e una cornacchia cercassero di costruire una propria reputazione suonando le campane a morto per prime. E mentre salivano la volatilità scendeva (che è sicuramente un segno di forza del momento borsistico) e i profitti aziendali andavano alle stelle.

Il futuro non è detto che ci riserverà un crollo delle borse nell'immediato ma, mano mano che le banche centrali piloteranno i mercati verso una riduzione della liquidità da esse immessa, potrebbe anticipare una tendenza alla discesa dei corsi con l'aumento della loro volatilità. Neanche questo succederà in un istante ma è chiaro che non solo i titoli più "conservativi " dal punto di vista del rischio potrebbero "tenere" i livelli più degli altri, ma anche che nessuno si aspetta un nuovo vero e proprio "boom"della crescita economica globale. Dunque rimanere sotto-pesati sui titoli più speculativi può non essere comunque una cattiva idea.

Stefano di Tommaso