

Múltiples oportunidades en Crédito Privado

- > Este año la renta fija no ha tenido nada de fija; lo que impulsó demanda por crédito privado
- > Salud corporativa favorable → salud financiera da holgura para pago de intereses más altos
- > Oportunidades en estrategias más riesgosas como consecuencias de eventos globales (guerra Rusia-Ucrania y covid-19)
- > Será clave la selección del *manager* para acceder a las mejores oportunidades de la industria

Los mercados de renta fija están experimentando tiempos de extrema volatilidad en todo el mundo. Alza de tasas de interés, temores por el aumento en la inflación y continuos riesgos geopolíticos son algunos causantes de este fenómeno. Aun así, estos acontecimientos no han disminuido el apetito por crédito privado (CP), sino que lo han reforzado. En 2021 tanto los activos gestionados y la recaudación de crédito privado alcanzaron máximos históricos, USD 1,244 *billion* y USD 212 *billion* respectivamente.

Pero ¿qué ha hecho tan atractivo el CP? Por el lado de la oferta, según JP Morgan, las compañías siguen apuntando al mercado privado debido a la mayor rapidez y velocidad de ejecución en las transacciones, al tiempo en que se restringe el acceso al crédito tradicional y las empresas se quedan con menores opciones de financiamiento. Además, existe una salud corporativa favorable, las tasas de *default* son bajas y los prestatarios están en mejores condiciones para soportar pagos de intereses más altos.

En cuanto a la demanda, los inversionistas además de buscar activos con mayores rendimientos necesitan protección contra la inflación y la alta volatilidad de los mercados. Algunos beneficios del crédito privado lucen adecuados para el escenario actual por la baja correlación con los mercados públicos, protección frente al alza de tasas al tener una duración más corta, deudas con tasas de interés flotantes y rendimientos/*yields* más altos que la renta fija tradicional. La robusta oferta y demanda por este tipo de activos, presenta una oportunidad atractiva para CP, estrategia que se espera crezca un 11.2% promedio anual los próximos 5 años, según Preqin.

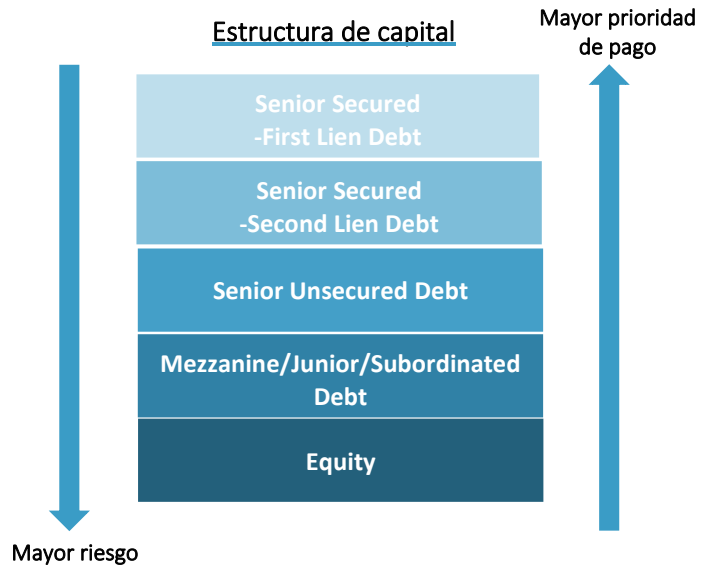
Activos gestionados y recaudación Crédito Privado

USD Billion



Fuente: Preqin Historical Fundraising and Assets Under Management

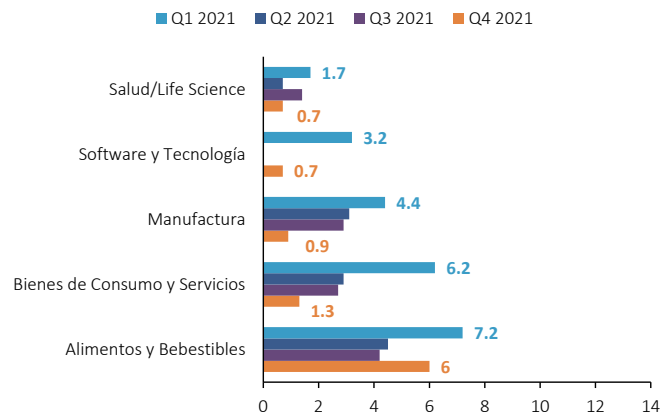
Estructura de capital



Fuente: Compass Group elaboración propia; Preqin y Alternative Investments: a primer for investment professionals,

Tasas de *default* Crédito Privado en EE.UU

Por tipo de industria | %

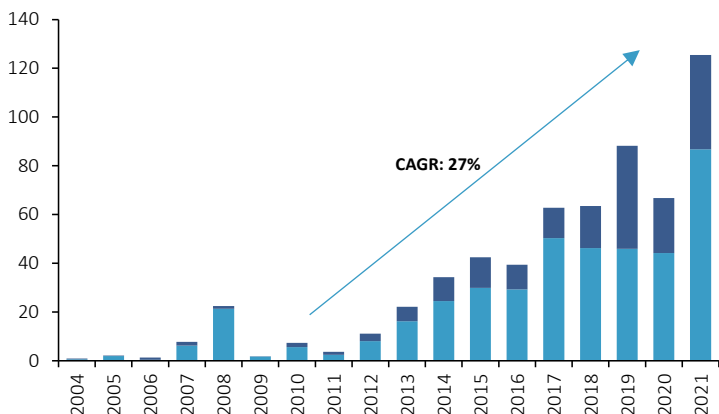


Fuente: Proskauer Private Credit Default Index (Senior Secured and Unitranche)

Recaudación *direct lending*

Por tipo de estrategia | USD billion

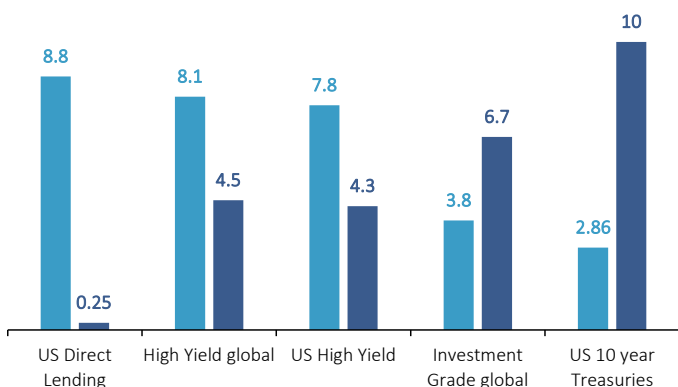
■ Senior Debt ■ Otros



Fuente: Preqin Historical Fundraising (otros incluye: unitranche, subordinated debt and opportunistic/blended debt)

Rendimientos anualizados por tipo de créditos

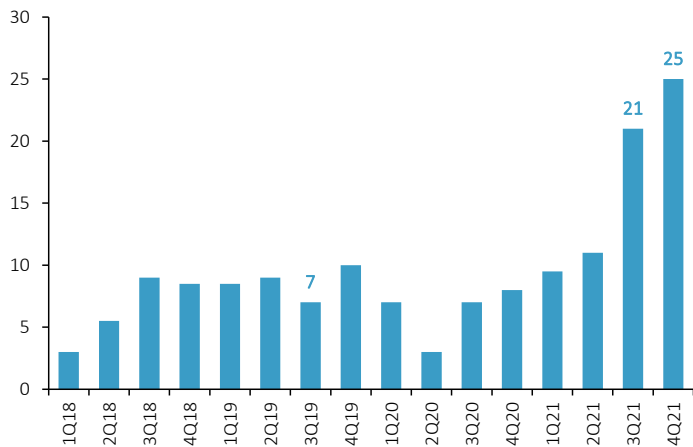
■ Yield (%) ■ Duración (años)



Fuente: Cliffwater; CAIA; Bloomberg US Corporate High Yield; Bloomberg Global High Yield Average OAS; Bloomberg Global Agg Corporate Average OA; Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index; Bloomberg US 10 year treasury

US middle market unitranche volume

USD billion



Fuente: Refinitiv LPC

1: Empresas con ingresos entre USD 10 – 1000 millones. Conforman 1/3 de la economía de EE.UU.

Direct lending creciendo a doble dígito

Direct lending consiste en extender préstamos directo a compañías sin el uso de un intermediario financiero. Pueden tomar distintas formas, pero generalmente, son *senior secured*, es decir, tienen menor riesgo (ligado a mejores colaterales) y prioridad de pago alta, y en su mayoría son pactados a tasa flotante (Libor más un *spread*). La popularidad de esta estrategia se comienza a ver después de la crisis financiera del 2008, cuando muchos bancos se vieron obligados a reducir este tipo de préstamos por una serie de nuevas regulaciones y restricciones al balance, dando paso a compañías privadas para tomar esta parte del mercado, en particular, los préstamos a empresas *middle market*¹.

En el escenario actual, *direct lending* ha experimentado un fuerte aumento en la recaudación -88% más que el 2020-y su máximo histórico. Específicamente, el segmento de deuda *senior* aumentó 96% respecto al 2020, alcanzando los USD 87 *billion* en recaudación. En el último año esta tendencia fue impulsada principalmente por la salida de flujos de los portafolios tradicionales de bonos debido a la preocupación por bajos rendimientos, erosión de capital, alta inflación y volatilidad. De acuerdo con Alastair Baird, director de la agencia de colocación Rede Partners, con la caída en los retornos de los instrumentos de renta fija los inversionistas están migrando a instrumentos a tasa flotante que ofrecen cierta protección a la degradación de capital, ingreso estable de largo plazo y mejores rentabilidades ajustadas al riesgo, siendo la estrategia de *direct lending*, en particular, *senior debt* un foco atractivo. Asimismo, muchos de estos inversionistas están ingresando por primera vez al mundo de crédito privado, por lo que buscan la alternativa más segura para hacer esta primera incursión.

Una tendencia que se está viendo en *direct lending* es el aumento en el tamaño de las transacciones. Como se mencionó, esta estrategia apunta generalmente a préstamos a empresas *middle market*, pero ahora, con el tamaño promedio de las transacciones alcanzando los USD 1.2 *billion*, se abre el espacio para tomar parte del mercado de los bonos sindicados y de los bancos, que apuntan generalmente a empresas grandes y préstamos altos. En la misma línea, se está viendo un alza en las transacciones *mega-unitranche*-estructura híbrida de préstamo que combina una parte de deuda senior y otra subordinada- ganando participación del mercado de bonos sindicados.

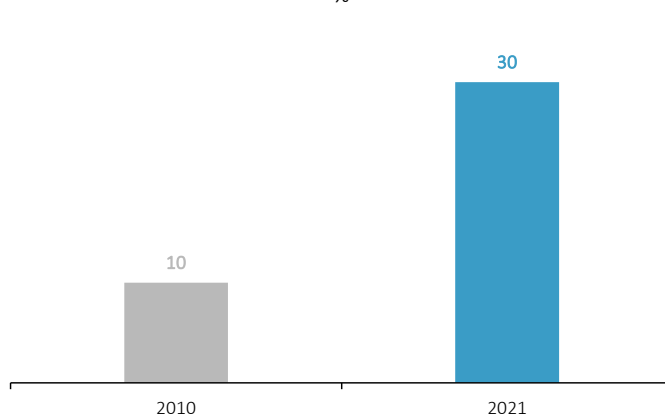
Si bien los bancos centrales ya comenzaron a subir las tasas de interés, va a tomar un tiempo que el mercado público de bonos se ponga al día en alzas, favoreciendo la exposición al mercado privado. En una encuesta realizada por Prequin a inversionistas a fines del 2021, un 50% respondió que espera aumentar su asignación a CP en el largo plazo, en específico, un 38% aumentará la exposición a *direct lending*. Asimismo, según Pitchbook, dos impulsores del flujo de transacciones de CP, *private equity* y las operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A), se han acelerado el último tiempo y no muestran señales de frenarse en el futuro, proporcionando un escenario atractivo para el CP, especialmente para la estrategia de *direct lending*. Revisar anexo 1 para más detalles sobre estrategias.

En tiempos de crisis surgen oportunidades

Dada su posición en la estructura de capital (junior o subordinada), los inversionistas de deuda mezzanine demandan mayor rentabilidad. Los retornos de este tipo de estrategia pueden venir principalmente de altos cupones pagados trimestralmente en efectivo y pactados a tasa fija, pagos de prima si la deuda es pagada antes y *Equity kickers*, es decir, un porcentaje del *Equity* como incentivo para compensar al prestador por el mayor riesgo de su inversión. Los últimos 10 años mezzanine ha tenido un *outperformance* anual de ~360 pbs. sobre los bonos *high yield*.

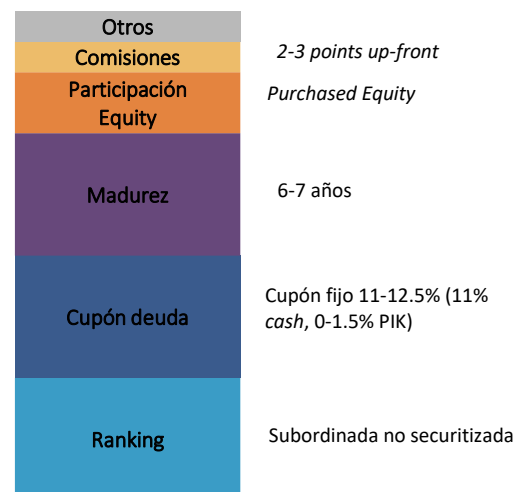
Actualmente, la deuda mezzanine se tiende a usar para financiar LBO², recapitalizaciones y adquisiciones corporativas. También es una alternativa al capital público o privado para compañías que buscan capital para crecer, siendo una alternativa para empresas *middle market* que no pueden acceder a bonos *high yield*, ya que generalmente estos son de USD 200 millones o más. En el contexto actual, aquellos inversionistas más sofisticados y que tengan un buen entendimiento del mundo de crédito privado, pueden aprovechar las oportunidades que se presentan hoy en un contexto de restricciones al financiamiento, empresas en *distress*, y el panorama económico ya mencionado. Los managers que sean selectivos y tengan un excelente *networking* podrán entrar a buenos *deals* y por ende beneficiarse de la estructura que ofrece la deuda mezzanine, por ejemplo, al negociar mejores *Equity kickers*. Para más detalles revisar anexo 2.

Mercado de crédito privado en EE.UU como % del mercado total de crédito



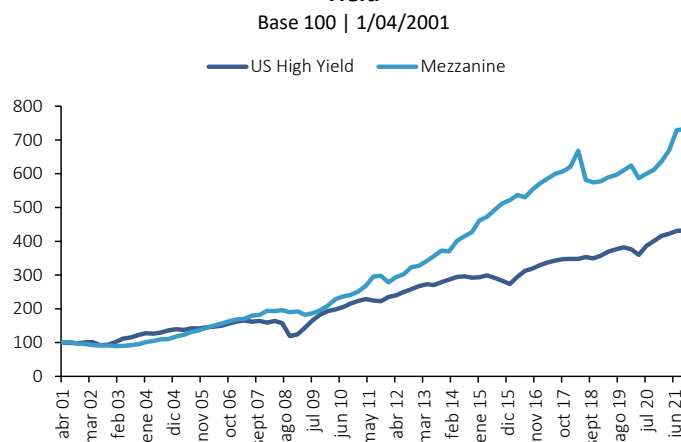
Fuente: Prequin, Credit Suisse, As of September 30, 2021; Total credit market defined as the aggregate of the high yield bond, senior loan, and private credit markets. Senior loans refers to broadly syndicated loans.

Ejemplo términos deuda mezzanine



Fuente: Oaktree, investing in mezzanine debt

Desempeño deuda mezzanine y bonos High Yield

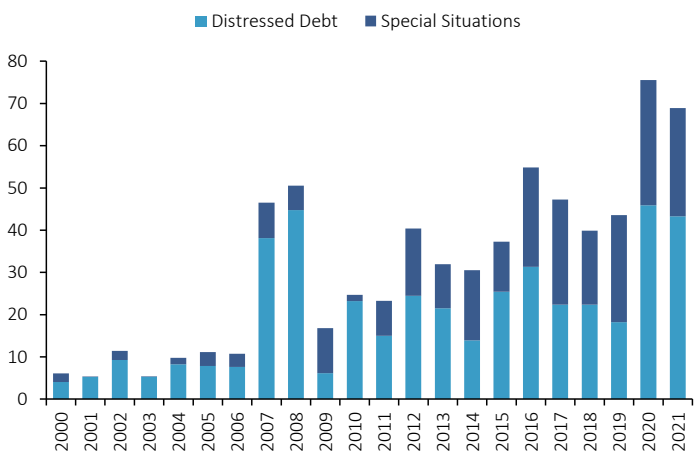


Fuente: Pitchbook Private Debt Benchmarks 3Q2021; ICE BofA US High Yield Index Total Return

2: Leverage buyout, adquisición de una empresa donde la mayoría de los fondos utilizados para financiar la operación son instrumentos de deuda.

Recaudación *Distressed* y *Special Situations*

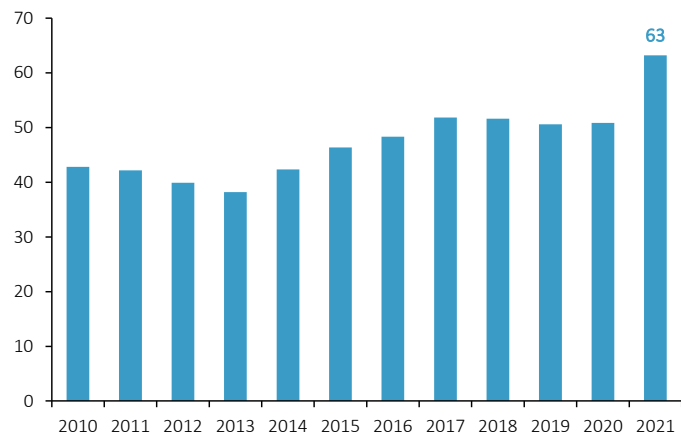
USD billion



Fuente: Preqin Historical Fundraising

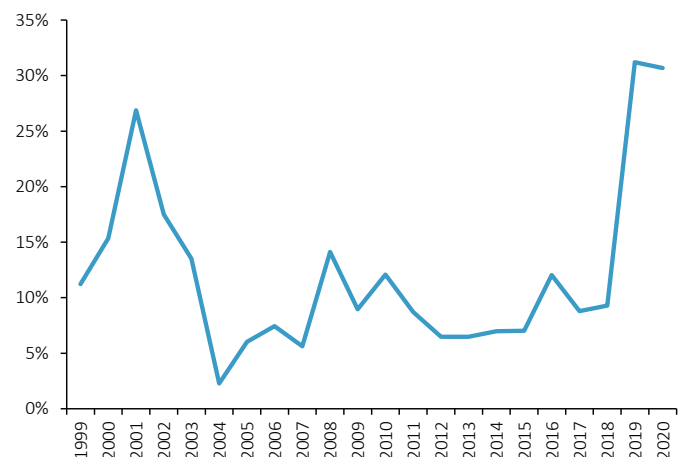
Número de transacciones de M&A en el mundo

En miles



Fuente: Globa Merger & Acquisitions Review 2022, Refinitiv

Desempeño *distressed debt*



Fuente: Pitchbook Private Debt Benchmarks 3Q2021, pooled IRR

Flexibilidad es clave para nueva generación de fondos de *Distressed Debt* y *Special Situations*

Frente al escenario económico actual y los eventos globales de los últimos años, existe una amplia gama de oportunidades para los fondos de *distressed debt* y de *special situations* a través de diferentes regiones, sectores y clases de activos. Según Fabian Chrobog, fundador y CIO de North Wall Capital, el conflicto Rusia-Ucrania ha traído una dislocación en los mercados europeos, donde se espera ver mayor *distress* en las empresas y por tanto un aumento en los requerimientos de capital privado ilíquido para resolver problemas. En este sentido, los inversionistas, principalmente de EE. UU., empezarán a explorar oportunidades en el continente viejo para beneficiarse de estos acontecimientos.

Por otro lado, las consecuencias económicas de la pandemia para pequeñas y medianas empresas ya se han hecho sentir. Para muchas ha sido complicado acceder a financiamiento tradicional y por ende han recurrido al mercado privado. A diferencia de *direct lending*, los fondos *distressed* se enfocan en empresas que están en quiebra o con alta probabilidad de estarlo, junto con estar en fase de reestructuración u otras operaciones más complejas, donde el expertise, rapidez y flexibilidad de estos *managers* es clave. Del mismo modo, el aumento en las fusiones y adquisiciones -24% más que el 2020- proporciona un escenario atractivo para los fondos de *special situations debt*.

Según Raphael Schorr, subdirector de inversiones y socio de High Vista Strategies, con el significativo capital que se ha levantado los últimos 2 años- ~USD 145 *billion*- para estas estrategias, se espera ver un salto de la recaudación en el mercado. Será clave el *networking* y el acceso a *managers* con presencia internacional para acceder a las mejores oportunidades existentes en todo el mundo y asegurar que el despliegue de capital sea en transacciones de alta calidad.

Anexo 1: Detalles estrategias Crédito Privado

ATRIBUTO	<i>Direct Lending</i>	<i>Distressed Debt</i>	<i>Special Situations</i>	<i>Mezzanine</i>
Riesgo en la inversión	Moderado	Moderado-alto	Moderado-alto	Moderado-alto
Descripción	<p>Prestamistas no bancarios que extienden préstamos a pequeñas y medianas empresas</p> <p>Emiten préstamos directo a las compañías</p> <p>Deuda senior y subordinada, depende de la estrategia del fondo</p>	<p>Comprar deudas de compañías que están en quiebra o con alta probabilidad de estarlo</p> <p>Deuda tiende a ser senior</p> <p>La deuda puede ser comprada a un descuento significativo</p>	<p>Se enfoca en préstamos de empresas en las que el valor se puede ver impactado por ciertos eventos, como fusiones y adquisiciones</p> <p>Puede incluir tanto deuda como equity</p>	<p>Financiamiento mixto entre deuda y equity</p> <p>Si el prestatario quiebra, hay derechos de convertir en equity parte de la deuda</p>

Fuente: Preqin Alternative Investments Academy

Anexo 2: Comparación entre *Leverage Loans*, *High-Yield Bonds* y *Mezzanine Debt*

	<i>Leveraged Loans</i>	<i>High Yield Bonds</i>	<i>Mezzanine Debt</i>
Prelación	Más <i>senior</i>	Subordinado	Baja prioridad
Tipo de Instrumento	Primera o segunda línea (Securitizada)	No securitizada	No securitizada
Cláusulas	Alto número de restricciones	Leves restricciones	Mínimas restricciones
Duración	5 años	Entre 7-10 años	Entre 4-6 años
Tipo de cupón	Flotante	Fijo	Pago en especie o fijo
Tasa de cupón	Libor+spread	Fijo	Pago en especie o fijo
Expectativas de pago si hay <i>default</i>	Alta (tasa de recuperación entre 60-100%)	Moderada (tasa de recuperación entre 40-50%)	Baja (tasa de recuperación entre 20-30%)

Fuente: *Alternative Investments: a primer for investment professionals*, Donald R. Chambers, CAIA, Keith H. Black, CFA, CAIA, Nelson J. Lacey, CFA - © 2018 CAIA Association

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass Group y/o personas relacionadas ("*Compass Group*"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.