

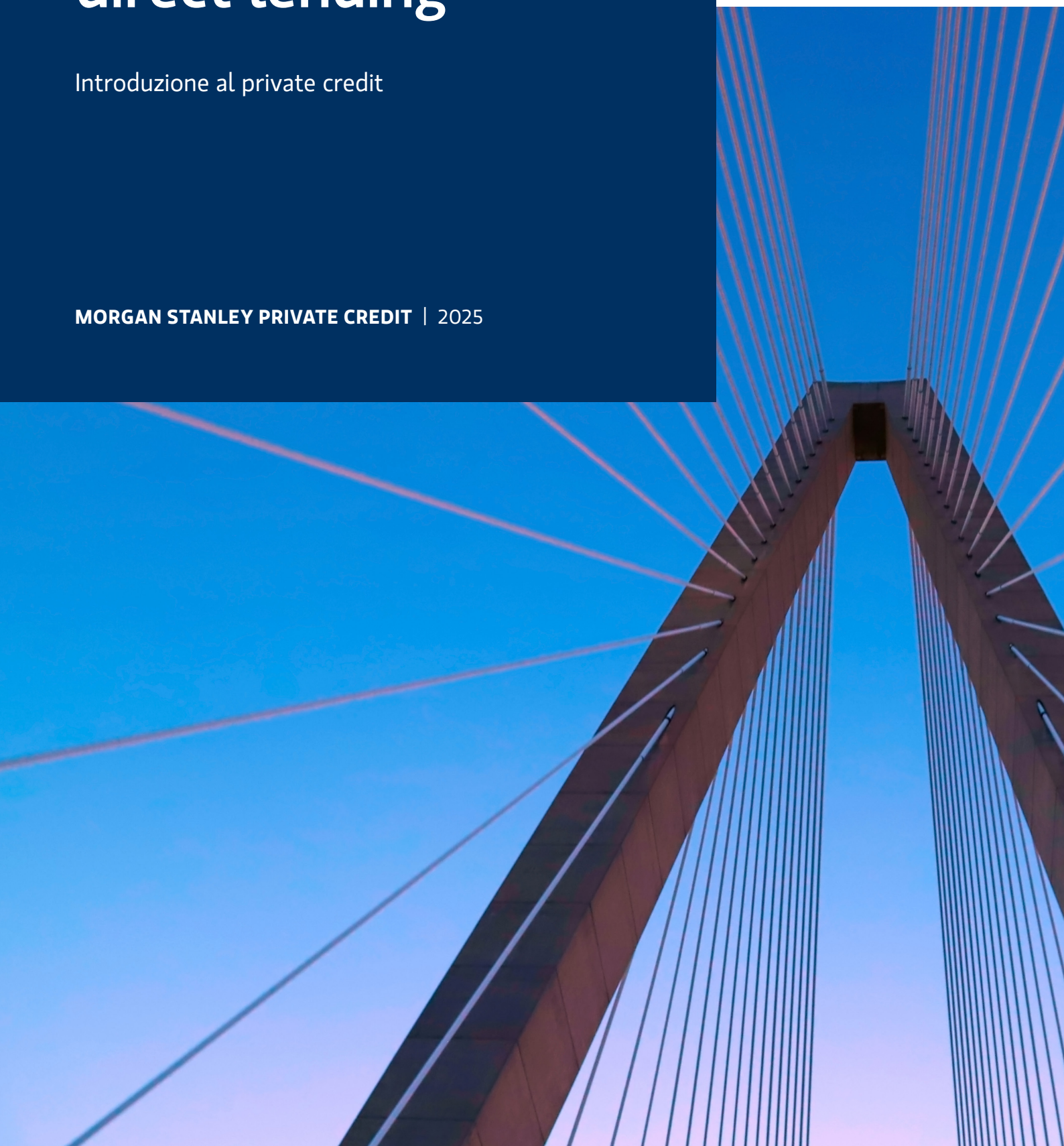
Morgan Stanley

INVESTMENT MANAGEMENT

# L'evoluzione del direct lending

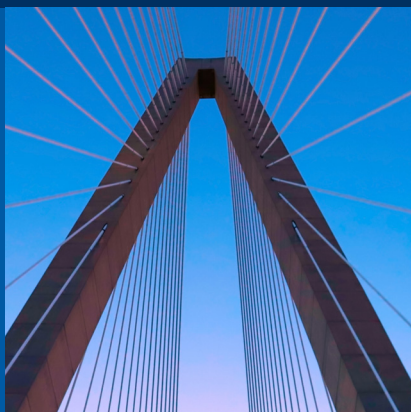
Introduzione al private credit

**MORGAN STANLEY PRIVATE CREDIT | 2025**



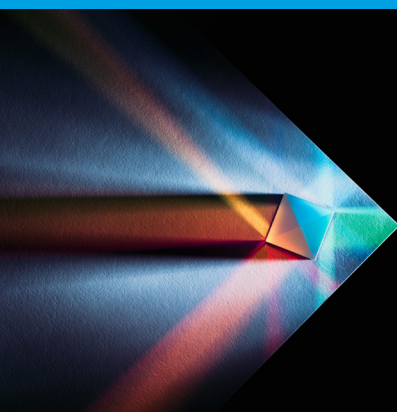
1

PANORAMICA DEL  
PRIVATE CREDIT



3

PANORAMICA DEL  
DIRECT LENDING



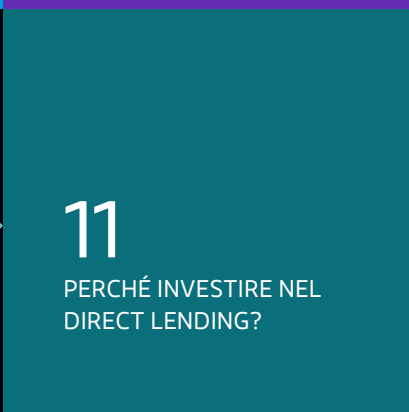
8

CARATTERISTICHE DEGLI  
INVESTIMENTI  
NEL DIRECT LENDING



11

PERCHÉ INVESTIRE NEL  
DIRECT LENDING?



16

APPENDICE

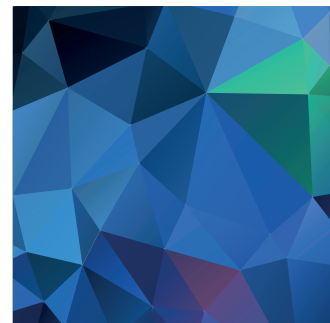


# Panoramica del private credit

Il private credit è una forma di finanziamento al di fuori del tradizionale sistema bancario, in cui i finanziatori erogano e negoziano prestiti privati direttamente con i debitori. Tali prestiti non vengono negoziati sui mercati pubblici. L'esposizione degli investitori al private credit è aumentata in modo significativo negli ultimi anni: il valore totale del mercato ha raggiunto circa 1.800 miliardi di dollari alla fine del 2024 e dovrebbe arrivare a 2.300 miliardi di dollari entro il 2028.<sup>1</sup>

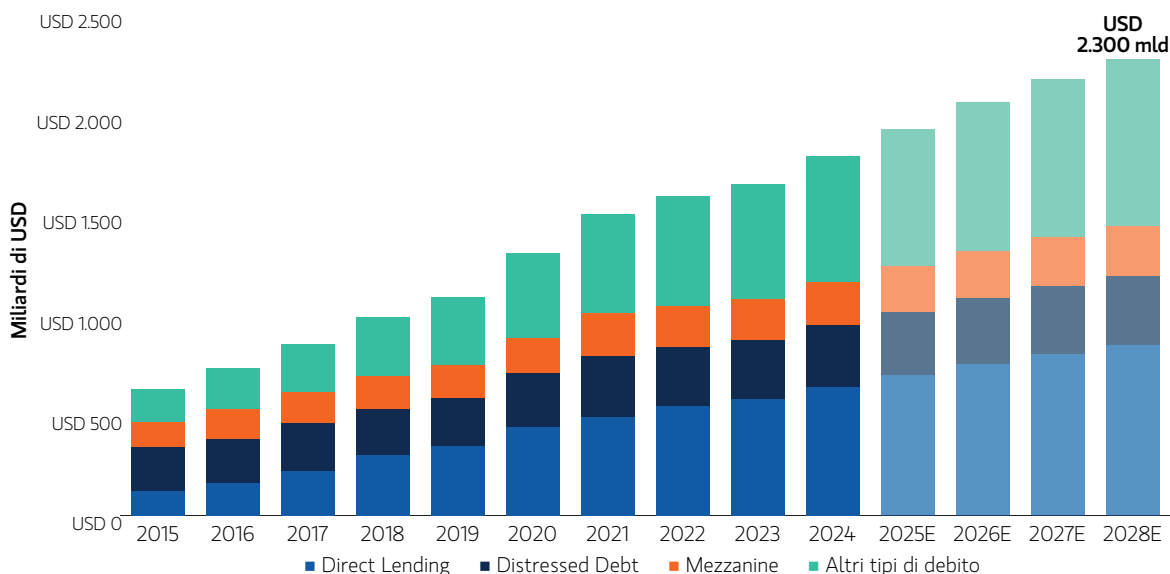
Storicamente, le imprese debtrici si sono rivolte alle banche per le proprie esigenze di finanziamento. Tuttavia, il numero delle banche negli Stati Uniti è calato del 53% tra il 2000 e il 2023. Gran parte del consolidamento si è verificato negli anni successivi alla crisi finanziaria globale del 2008: una regolamentazione più severa e le politiche di finanziamento sempre più prudentziali delle banche hanno gravato sulla loro propensione a concedere prestiti. A seguito di questi cambiamenti, l'opportunità di mercato per il private credit si è evoluta negli ultimi decenni grazie all'intervento dei finanziatori privati che hanno colmato il vuoto nel canale per il reperimento di capitale.

I finanziatori sono andati alla ricerca di profili di rischio e rendimento diversi per soddisfare le esigenze degli investitori relativamente all'impiego del capitale e questo ha portato alla comparsa di numerose strategie di investimento nel private credit. Il direct lending, che esaminiamo in dettaglio nelle pagine successive, rappresenta ora la quota più significativa del patrimonio gestito in strategie di private credit, arrivando a costituire oltre un terzo di tutto il segmento del private credit al 31 marzo 2024.



**FIGURA 1**

## Crescita storica e prevista degli attivi di private credit



Fonte: PitchBook. AUM storico e previsioni generate il 19 aprile 2024.

<sup>1</sup> PitchBook, report Private Capital's Path to \$20 Trillion.



## Tipologie di private credit

Nel complesso il private credit si compone di sei sotto-strategie. Queste sotto-strategie sono classificate in base ai tipi di debitori ai quali vengono erogati i prestiti (ad es. strategie Distressed o Venture), alle tipologie di prestiti (ad es., Direct Lending o Mezzanine), o al tipo di garanzia (ad es., Asset-Based). Ciascuna di queste strategie offre un misto di caratteristiche di rischio/rendimento.



**Direct Lending** - queste strategie prevedono l'emissione di debito principalmente a società private di qualità non investment grade del segmento middle market e generalmente pongono l'enfasi sulla generazione di reddito corrente come altri investimenti nell'obbligazionario. Di norma, il direct lending concentra la propria attività di investimento nel debito first lien (di primo grado) e unitranche, temi che verranno entrambi approfonditi più avanti.



**Asset-Based Finance** - descrive un'ampia gamma di strategie che hanno per oggetto gli asset anziché le società operative. Tali strategie comprendono prestiti su real asset, come immobili e infrastrutture, o una serie di attività come il finanziamento di attrezzature e flotte, o attività di bilancio di intermediari finanziari come prestiti per studenti, debito con carte di credito o crediti in generale detenuti da società non finanziarie.



**Distressed Debt** - questo tipo di investimento comporta l'erogazione di prestiti a società "distressed" a causa di problemi quali l'imminente fallimento o altre difficoltà a soddisfare gli obblighi di debito, con l'intento di ottenere la generazione di profitti dopo il turnaround della società. Il Distressed Debt presenta un profilo rischio/rendimento simile a quello dei titoli azionari in ragione di fattori specifici relativi all'emittente che hanno un maggiore effetto sulla performance del debito.



**Mezzanine Lending** - offre ai debitori uno strumento "ibrido" perché comprende caratteristiche obbligazionarie e azionarie del finanziamento. Queste emissioni di debito spesso offrono la possibilità di partecipazione azionaria tramite diritti di conversione o altri tipi di opzioni azionarie integrate. Il debito mezzanine è subordinato al debito first lien, ovvero di primo grado.



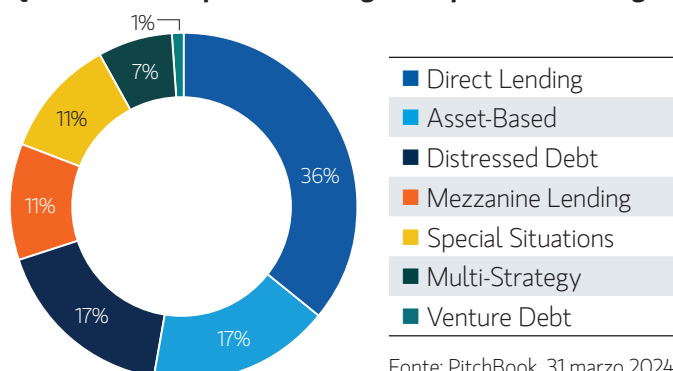
**Special Situations** - strategie che pongono l'enfasi su soluzioni flessibili per eventi pianificati, come l'espansione aziendale, o eventi non pianificati durante periodi di difficoltà, come le ristrutturazioni aziendali. Anche note come strategie di credito opportunistico o strutturato, rispondono alle esigenze di debitori che inizialmente sono performanti ma che possono diventare imprese in difficoltà.



**Venture Debt** - come il venture capital, si concentra su società start-up o su imprese nella fase iniziale di sviluppo alla ricerca di finanziamenti. Il finanziamento del debito di queste società è cresciuto in quanto le imprese nella fase iniziale di sviluppo cercano di aumentare il proprio capitale circolante o gli investimenti in conto capitale senza ricorrere a nuove emissioni azionarie con effetti diluitivi.

FIGURA 2

Quota di AUM di private credit globale per sotto-strategia



Fonte: PitchBook, 31 marzo 2024.

Il direct lending rappresenta ora il 36% del mercato totale del private credit, in crescita rispetto al 9% del 2010.

# Panoramica del direct lending

Il direct lending è un tipo di strategia di private credit che prevede la concessione di prestiti diretti di natura illiquida alle società del middle market. Il direct lending di norma si riferisce ai prestiti first lien (compresi quelli unitranche), ma anche i prestiti second lien e mezzanine sono utilizzati per finanziare le società del middle market e si sono sviluppati per effetto delle stesse dinamiche che hanno interessato gli investimenti nel direct lending first lien senior.

## Definizione del segmento middle market

Le imprese del segmento "middle market" in genere hanno un EBITDA compreso tra 10-200 milioni di dollari, una fascia equivalente più o meno ai titoli di società a bassa e media capitalizzazione inclusi in indici quali il Russell 2000. Il segmento middle market rappresenta una fetta importante dell'economia statunitense, circa un terzo del PIL del settore privato, e continua a espandersi: nel terzo trimestre del 2024 ha registrato una crescita degli utili dell'8%.<sup>2</sup>

I debitori del middle market in genere non rientrano nel profilo creditizio del mercato dei prestiti ampiamente sindacati o non sono interessati a intraprendere il processo spesso più lungo e meno flessibile legato alla richiesta di erogazione di prestiti ampiamente sindacati. Pertanto, una buona parte del segmento middle market si sta orientando verso il direct lending per soddisfare le proprie esigenze in termini di fabbisogno di capitale. In cambio del capitale fornito a tali debitori, i finanziatori diretti possono aspettarsi di ottenere tassi d'interesse più elevati a compensazione dell'aumento del rischio di credito legato alle imprese di minori dimensioni, nonché un premio di illiquidità per l'offerta di emissioni non negoziabili sul mercato pubblico. Questi prestiti diretti sono spesso soggetti a una negoziazione estesa con clausole di salvaguardia che forniscono ai finanziatori una protezione dai ribassi.

Il segmento middle market rappresenta una componente importante dell'economia statunitense, circa un terzo del PIL del settore privato, e continua a espandersi: nel terzo trimestre del 2024 ha registrato una crescita degli utili dell'8%.<sup>2</sup>

## Dimensioni e portata del segmento middle market



<sup>2</sup> Golub Capital Altman Index, rapporto middle market USA 3° trimestre 2024.

<sup>3</sup> National Center for the Middle Market, "Year End 2023 Middle Market Indicator."

<sup>4</sup> J.P. Morgan, Next Street, "The Middle Matters: Exploring the Diverse Middle Market Business Landscape".

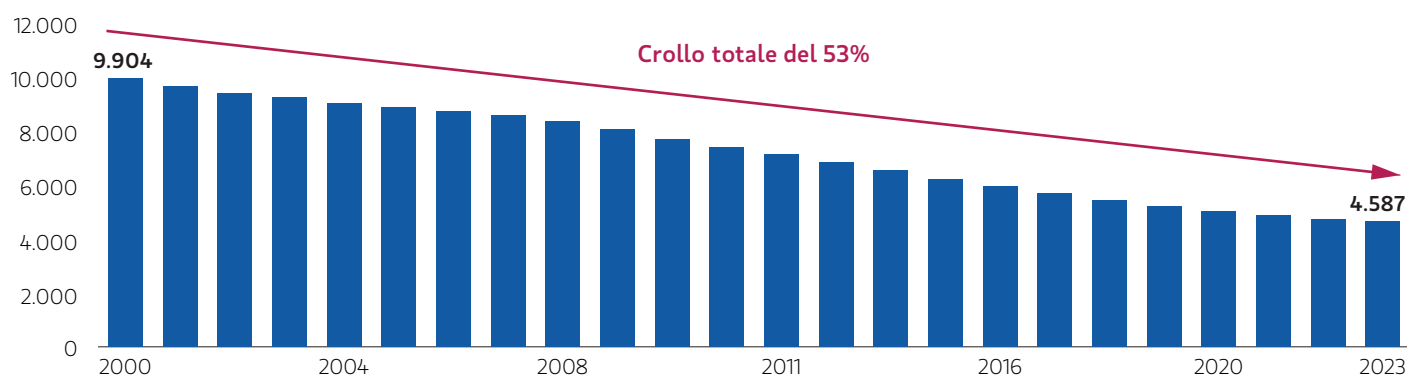
## Direct lending – L'evoluzione delle fonti di capitale

L'aumento della domanda di direct lending chiamato a soddisfare i fabbisogni delle società del middle market è stato trainato da una tendenza ultradecennale di consolidamento del settore bancario e da un'ulteriore accelerazione impressa dal quadro normativo post crisi finanziaria globale, come descritto a pagina 5 nella sezione *Direct lending – Impatti del quadro normativo*. Come illustrato nella Figura 3, tra il 1999 e fino all'inizio della crisi finanziaria globale nel 2007, un periodo

caratterizzato da una serie di fusioni di alto profilo come quella di Chase Manhattan Bank con J.P. Morgan & Co., il numero di banche statunitensi si è ridotto di circa il 15%, mentre i loro patrimoni totali sono più che raddoppiati. Dal 2000 al 2023, il numero di banche garantite dalla FDIC è sceso del 53%.<sup>5</sup> Questa tendenza di consolidamento in genere si è tradotta in una riduzione del numero di banche che si concentrano maggiormente sui prestiti ai debitori più grandi.

**FIGURA 3**

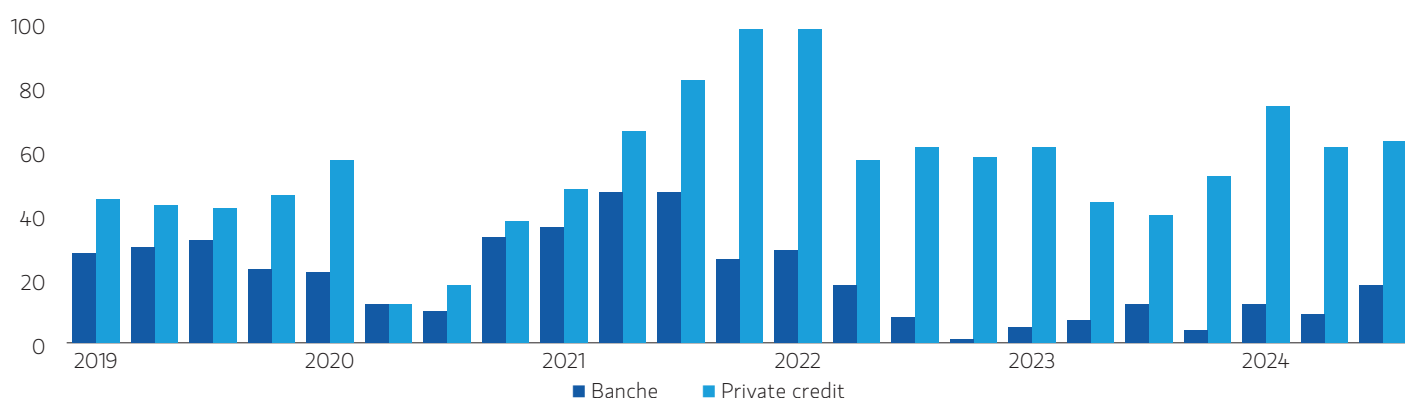
### Numero di banche garantite dalla FDIC



Fonte: FDIC, dati al 31 dicembre 2023.

**FIGURA 4**

### Calo della quota di prestiti LBO delle banche ai PE debitori



Fonte: Dati Pitchbook LCD, al 30 settembre 2024.

<sup>5</sup> FDIC, dati al 31 dicembre 2023.

Il calo del numero di finanziatori bancari, unito alla ridotta disponibilità di questi istituti all'erogazione dei prestiti, ha determinato una radicale trasformazione delle fonti di finanziamento per alcuni tipi di debitori. Di conseguenza i finanziatori privati si sono mossi per colmare questo vuoto, trasferendo una grossa fetta dei prestiti al di fuori del sistema bancario.

I finanziatori diretti sono diventati fornitori di prestiti al segmento middle market. Come illustrato nella *Figura 4* a pagina 4, la quota delle banche globali sul mercato dei prestiti leveraged buyout non è riuscita a superare il 50% dal 2019 ed è scesa al 7% nel 2023.<sup>6</sup>



### Direct lending – Impatti del quadro normativo

Il quadro normativo del periodo post crisi finanziaria globale, tema approfondito di seguito, ha contribuito a una trasformazione della capacità e della disponibilità delle banche a emettere o detenere determinate attività, trainando la crescita della domanda di direct lending.

- **Quadro normativo internazionale per le banche III ("Basilea III"):** Il quadro normativo di Basilea III è stato concordato in risposta diretta al contagio del crollo delle banche all'intero mercato durante la crisi finanziaria globale. Il quadro di Basilea III si fonda su tre misure di rischio target, per cui le banche sono tenute a mantenere livelli minimi di capitale, liquidità e stabilità di finanziamento. Recentemente, nel 2023, dopo il tracollo della Silicon Valley Bank e la successiva mini-crisi bancaria, sono stati proposti aggiornamenti per aumentare e ampliare tali minimi.
- **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act ("Dodd-Frank"):** Dodd-Frank è il provvedimento che inizialmente mirava a frenare il rischio di concentrazione delle banche. In particolare, la "Regola di Volcker", introdotta nella legge Dodd-Frank, limitava la capacità delle banche di erogare prestiti ai debitori più rischiosi, creando un vuoto nel ramo dei finanziamenti che poteva essere colmato dalle operazioni di private equity. Sebbene il Dodd-Frank Act sia stato parzialmente ritirato nel 2018, i suoi effetti sono rimasti perlopiù invariati, con una propensione al rischio delle banche nel complesso significativamente inferiore rispetto al periodo pre-crisi finanziaria globale e non vi sono segnali indicanti una potenziale inversione di rotta di questa tendenza.
- **Linee guida sul leveraged lending della FDIC:** nel 2013, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ha aggiornato le sue linee guida sulle attività di leveraged lending (finanziamento a leva), riducendo il livello di propensione al rischio per le banche e incrementando la necessità di stress test per le esposizioni e i portafogli.

<sup>6</sup> Dati Pitchbook LCD: Basato sul numero di deal.

## Domanda di private equity – Un ulteriore catalizzatore della crescita del direct lending

In concomitanza con il costante consolidamento e riduzione del numero delle banche, i mercati hanno inoltre registrato uno spostamento dall'azionario quotato al private equity. Il numero delle società quotate negli Stati Uniti è in calo da oltre due decenni e quello totale di società americane quotate è sceso del 43% tra il 1996 e il 2022.<sup>7</sup> Tale riduzione è legata a diversi fattori, tra cui leggi come il Sarbanes-Oxley Act del 2002 che ha rafforzato gli obblighi in materia di rendicontazione e governance delle società quotate. Inoltre, le piccole e medie imprese hanno progressivamente individuato opportunità di valore nella collaborazione con gli investitori di private equity che in genere hanno una visione a più lungo termine sulla crescita rispetto agli investitori azionari che pongono una maggiore enfasi sui risultati trimestrali.

Per soddisfare il crescente fabbisogno di capitale di debito del segmento del private equity, il direct lending è diventato una fonte di finanziamento per gli sponsor di private equity. Il tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 9% circa nel dry powder del private equity dal 2014 (Figura 5) indica che la domanda di capitale di direct lending dovrebbe persistere.

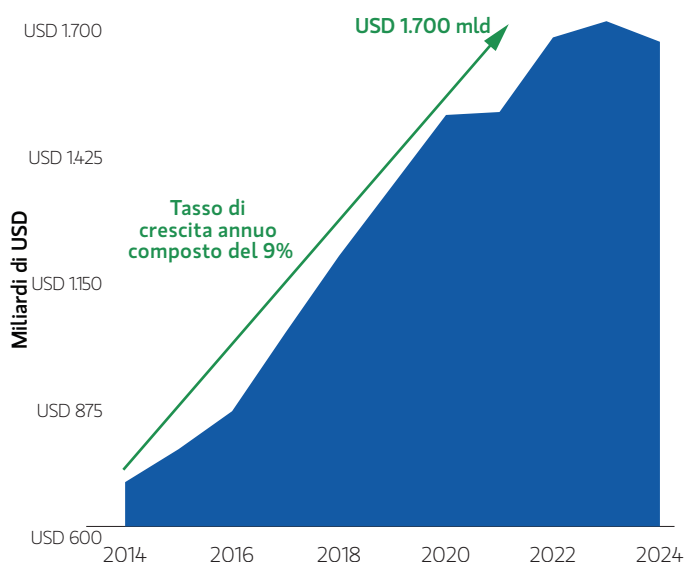
Sebbene la capacità di sottoscrizione del direct lending nei volumi necessari per costituire una valida alternativa al mercato

dei prestiti sindacati sia stata precedentemente contenuta, questa limitazione si è notevolmente ridotta nel corso degli ultimi anni. Gli operatori di direct lending continuano a raccogliere ulteriori fondi e ad ampliare la portata delle loro capacità di finanziamento. I finanziatori diretti sono ora in grado di finanziare il debito e di collaborare tra di loro a un livello che rende il direct lending un'opzione molto più competitiva per le imprese debentrici partecipate da fondi di private equity. Quella che una volta era una forma di finanziamento sfruttata solo da società più piccole e garantite da sponsor si è evoluta in un mercato in grado di soddisfare le esigenze finanziarie di società molto più grandi. Gli operatori di private equity ora sono in grado di fornire finanziamenti del debito nel mercato privato per oltre 5 miliardi di dollari alle loro società in portafoglio.

Un altro fattore che potrebbe contribuire al costante fabbisogno di private credit è il "muro delle scadenze" per le società del middle market il cui debito sta arrivando a scadenza. Come illustrato nella Figura 6 di seguito, il valore combinato di prestiti BDC e sindacati in scadenza alle società del middle market dovrebbe raggiungere una media di USD 155 miliardi all'anno fino al 2030 e toccare il picco di USD 210 miliardi nel 2028. Il numero crescente di debiti in scadenza indica che il segmento middle market continuerà a necessitare di finanziamenti e i finanziatori privati dovrebbero trarre vantaggio da questa dinamica.

FIGURA 5

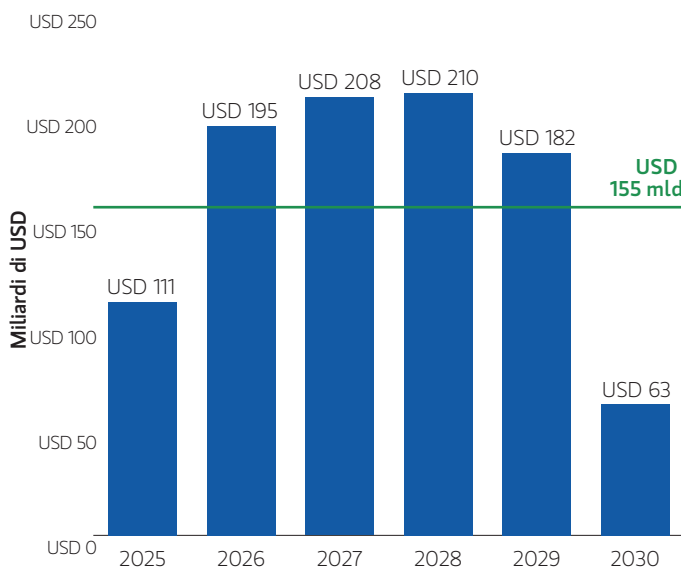
### Dry powder del private equity globale



Fonte: PitchBook, dati al 30 giugno 2024.

FIGURA 6

### Scadenze del debito del middle market fino al 2030



Fonte: LESG LPC e Morgan Stanley Investment Management. Rappresenta il totale combinato di scadenze di prestiti BDC e sindacati al middle market, al 30 settembre 2024.

<sup>7</sup> World Federation of Exchanges, dati al 31 dicembre 2022.



## Direct lending – Caratteristiche interessanti per i debitori

Oltre alla dinamica di mercato dal lato dell'offerta discussa in questo documento, il direct lending presenta numerosi vantaggi che lo rendono appetibile per i debitori del segmento middle market e i titolari di private equity delle società del middle market, contribuendo a dare slancio alla domanda per la classe di attivo. Le caratteristiche del direct lending possono inoltre incrementare l'allineamento tra i debitori e i finanziatori, che di conseguenza possono anche determinare risultati migliori per entrambe le categorie.

- **Rapidità e certezza delle operazioni:** i finanziatori diretti possono offrire ai debitori e agli sponsor di private equity un processo di sottoscrizione più agile, che consente di accelerare il turnaround e di ridurre le spese rispetto alla precedente offerta delle banche. Il fatto di avere un numero più limitato di finanziatori e un processo più mirato, o su misura, significa che le operazioni possono concludersi più rapidamente rispetto a un processo di prestiti sindacati.
- **Nessun rischio di sindacazione:** il processo di sindacazione può anche introdurre rischi per i debitori, soprattutto perché il rendimento di un prestito non è garantito durante l'applicazione del processo a un'operazione: i debitori potrebbero ritrovarsi con un tasso d'interesse superiore sul proprio prestito rispetto a quello dei sottoscrittori che lo hanno commercializzato. Analogamente, il processo di sindacazione consente possibili variazioni delle condizioni contrattuali tra la preparazione e la chiusura della transazione.
- I finanziatori diretti sono ora in grado di finanziare il debito e di collaborare tra di loro a un livello che rende il direct lending una valida alternativa competitiva al mercato dei prestiti sindacati per le imprese debitorie partecipate da fondi di private equity. Come già accennato, gli operatori di private equity sono ora in grado di fornire finanziamenti del debito pari o superiori ai 5 miliardi di dollari alle loro società in portafoglio nel mercato privato.<sup>8</sup>

- **Maggiore flessibilità:** i finanziatori di private credit di norma godono di maggiore flessibilità rispetto ai finanziatori del debito pubblico per soddisfare i fabbisogni unici dei debitori. Rispetto alle loro controparti sui mercati pubblici, i finanziatori privati sono più propensi a negoziare i termini di un prestito, come la struttura dei tassi di interesse, la pianificazione dei rimborsi e i covenant. Inoltre, l'opzionalità offerta dai finanziatori di private credit come i Delayed Draw Term Loans (DDTL) impegnati consente ai debitori di richiedere fondi dopo la chiusura iniziale del prestito per scopi specifici come acquisizioni o progetti d'investimento importanti. Di norma, i DDTL sono disponibili per un massimo di due anni dopo la stipula del prestito e consentono ai debitori di riservarsi la capacità di credito revolving per gestire il capitale circolante e le operazioni di finanziamento in corso. Inoltre, contrariamente ai prestiti a termine tradizionali, il pagamento degli interessi sui DDTL non è necessario fino a quando non si utilizza il DDTL.
- **Non vi sono requisiti di rating:** i rating comportano ulteriori ostacoli e costi per i debitori. Le operazioni legate al rating creditizio comportano anche la divulgazione su vasta scala dei risultati finanziari del debitore.
- **Efficienze dei costi:** sebbene il private credit offra ai finanziatori un premio di illiquidità, i costi per i debitori spesso non sono significativamente più alti delle commissioni applicate per le emissioni pubbliche. Di contro, i costi di sottoscrizione sono assunti dagli investitori di un'operazione privata tramite gli sconti di emissione originale e i premi call.
- **Rapporto diretto:** nelle operazioni di private debt, il finanziatore di norma ha un rapporto diretto con il debitore. Grazie a questa dinamica, il finanziatore può collaborare con il debitore per elaborare un piano di finanziamento che soddisfi le sue esigenze, monitorando al contempo attentamente la sua performance.
- **Visione a più lungo termine:** i finanziatori di private debt in genere hanno una visione a più lungo termine rispetto a quelli del debito pubblico. Un approccio paziente al credito significa che con ogni probabilità i finanziatori diretti sono più orientati a una partnership con i debitori che stanno temporaneamente attraversando un periodo di difficoltà finanziarie.

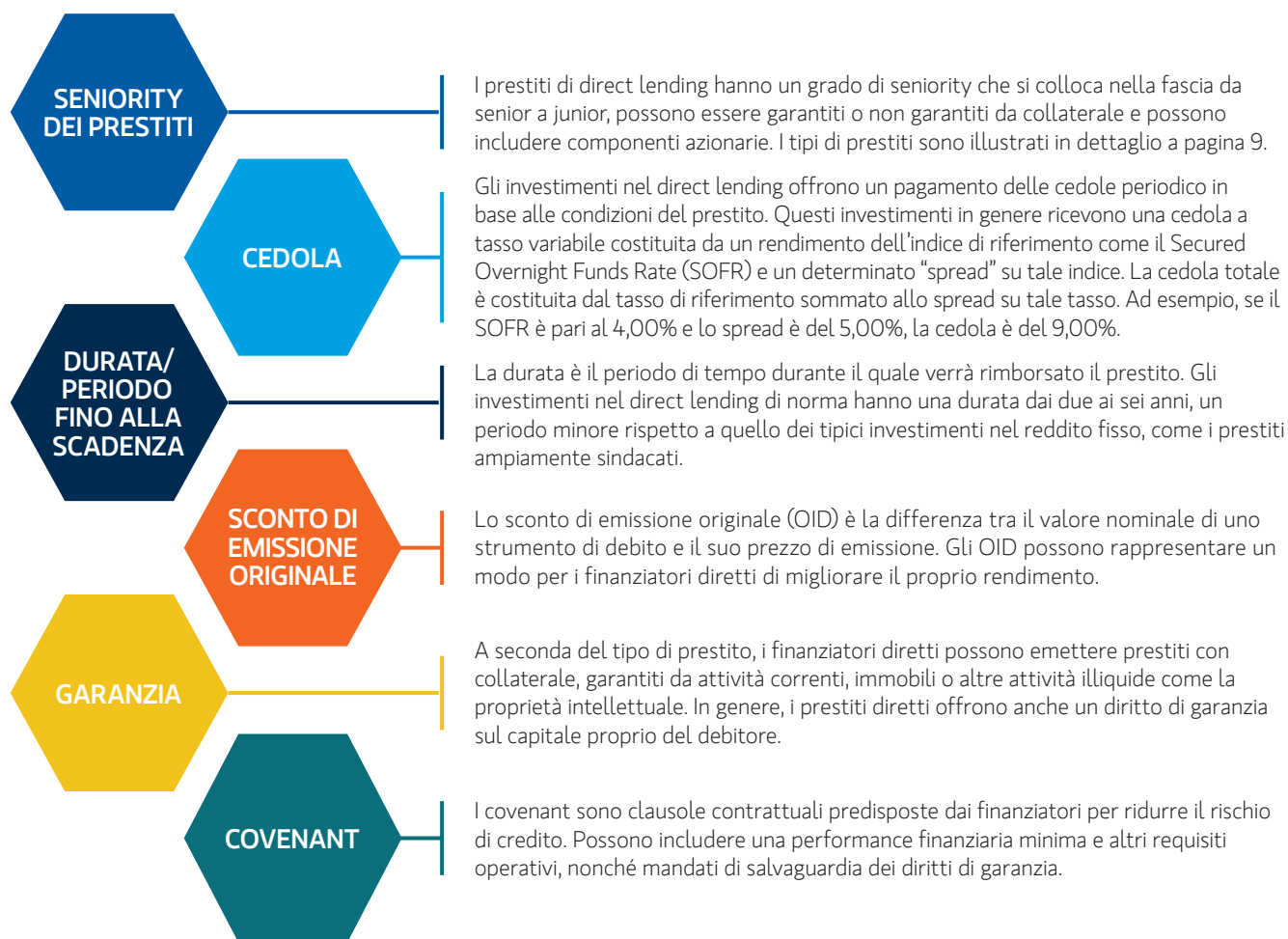
<sup>8</sup> Bloomberg, "Private Credit Loans Are Growing Bigger and Breaking Records," Lisa Lee, John Sage. 17 aprile 2023.

# Caratteristiche degli investimenti nel direct lending



## Elementi strutturali

Per comprendere meglio il direct lending, è importante essere consapevoli degli elementi strutturali che definiscono un investimento nel direct lending. I seguenti elementi sono fattori chiave per la definizione del profilo di rischio/rendimento di un investimento nel direct lending.



## Prestiti senior, junior e unitranche a confronto

Quando effettuano investimenti diretti, i finanziatori in genere concedono prestiti sotto forma di debito senior o junior, o di prestito unitranche, che è una combinazione dei due, a seconda del profilo di rischio/rendimento specifico al quale mirano e al fabbisogno di capitale del debitore.

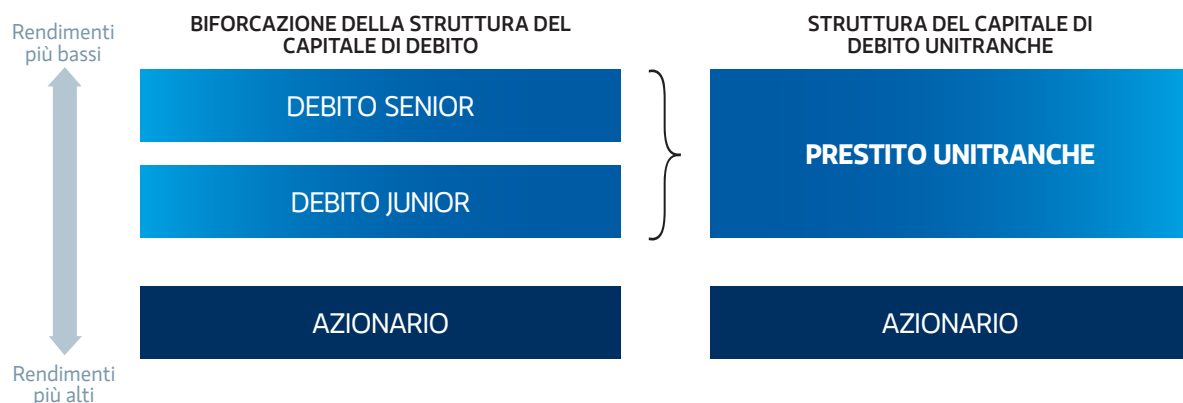
**1 Debito senior:** il debito senior è il tipo di debito con la migliore qualità creditizia possibile in una struttura del prestito. I detentori di debito senior hanno un diritto prioritario sul patrimonio del mutuatario in caso di insolvenza. Di norma, il debito senior viene emesso da banche o finanziatori diretti.

**2 Debito junior:** il debito junior è il tipo di debito di secondo grado in termini di qualità creditizia in una struttura del prestito. Ciò significa che i detentori di debito junior hanno una priorità inferiore sul patrimonio del debitore in quanto il loro diritto è subordinato al pagamento integrale ai detentori del debito senior. Di norma, il debito junior è fornito tramite i fondi raccolti specificamente per gli investimenti nel debito junior, o altri investitori istituzionali che sono disposti ad assumere un maggior grado di rischio per un rendimento superiore.

**3 Unitranche:** questo è un tipo di finanziamento del debito che unisce il debito senior e junior in un unico prestito. Tale struttura del debito significa che i finanziatori unitranche hanno una priorità senior sul patrimonio del debitore, ma devono accettare anche alcuni dei rischi associati al debito junior. I prestiti unitranche possono agevolare il debitore: ridurre l'onere di detenere due prestiti, coordinarsi con più finanziatori e limitare il rischio di cross-default legato all'emissione di due prestiti. In cambio, i finanziatori diretti possono aspettarsi tassi più elevati sui prestiti unitranche rispetto al debito senior, nonché un premio per la loro illiquidità. Negli ultimi anni, i prestiti unitranche sono diventati un' apprezzata opzione indipendente per il direct lending e il mercato globale dei prestiti unitranche dovrebbe raggiungere quota 1.000 miliardi di dollari entro il 2025.<sup>9</sup> I prestiti unitranche sono l'alternativa preferita dei fondi di private equity rispetto alla concessione di prestiti sindacati con debito senior e junior.

FIGURA 7

### Opzioni della struttura del capitale del direct lending a confronto



<sup>9</sup>Preqin, Preqin Global Report 2023: Debito privato.

## Come aumentare i contributi di capitale proprio

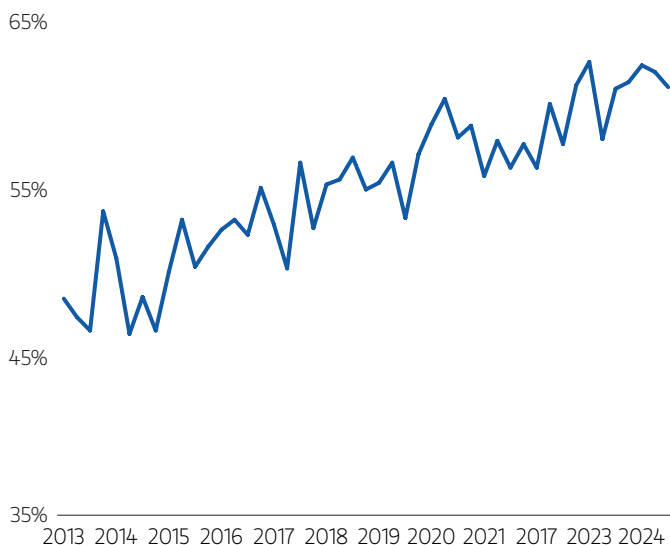
Con la crescita del direct lending è emersa anche una tendenza verso un aumento dei contributi di capitale proprio nelle operazioni e una riduzione del rapporto tra finanziamento erogato e valore della garanzia, il c.d. loan-to-enterprise value (LTV). Vi è una correlazione inversa tra contributi di capitale proprio e LTV. Questa svolta significa che gli sponsor di private equity offrono più capitale proprio per i nuovi buyout e dipendono meno dal finanziamento del debito. Come mostrato nella *Figura 8*, la media dei contributi di capitale proprio era del 49% nel 2013 ed è passata al 61% negli ultimi 12 mesi terminati al 30 settembre 2024. Parimenti, come illustrato nella *Figura 9*, il loan-to-enterprise value nelle operazioni LBO del segmento middle market si è costantemente mosso al ribasso dal 2015. Negli ultimi 12 mesi terminati al 30 settembre 2024, l'LTV medio è sceso ai minimi storici. Il calo dell'LTV e l'aumento dei contributi di capitale proprio sono dovuti principalmente

al rialzo dei tassi di interesse, a una stretta dei controlli normativi e a un approccio più prudente al rischio da parte degli sponsor di private equity.

Le tendenze illustrate sopra in genere possono essere interpretate come un segnale positivo per i finanziatori che, a giudizio degli sponsor di private equity, possono ancora generare rendimenti interessanti sui propri investimenti, anche con un livello di debito minore. Inoltre, in media, le società di private equity che acquistano imprese con una percentuale maggiore di capitale proprio sono più allineate ai finanziatori per quanto riguarda la performance delle proprie società in portafoglio. Pertanto, è più probabile che sostengano tali società in portafoglio con altro capitale proprio nei momenti di bisogno, il che può migliorare i tassi di recovery dei finanziatori rispetto alle operazioni sponsorizzate di natura non private equity.

**FIGURA 8**

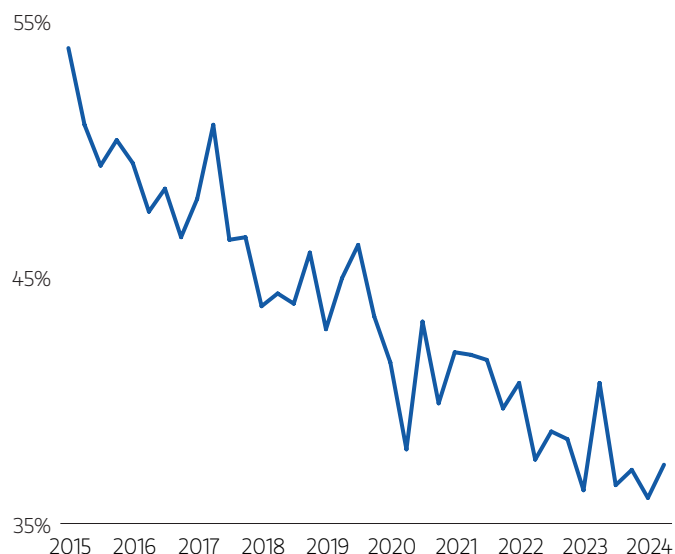
**Contributo di capitale proprio totale di LBO per i prestiti middle market (%)**



Fonte: analisi di operazioni private di middle market sponsorizzate statunitensi di LSEG LPC. Dati al 30 settembre 2024. Dati annui basati sulla media in ciascun trimestre.

**FIGURA 9**

**Loan to Value di LBO per i prestiti middle market (%)**



Fonte: analisi di operazioni private USA di middle market sponsorizzate LSEG LPC. Dati al 30 settembre 2024.

# Perché investire nel direct lending?

## Le motivazioni dell'allocazione di portafoglio nel private credit

Gli investitori dovrebbero prendere in considerazione un'allocazione nel private credit per una serie di motivi. In generale, il profilo della classe di attivo è definito sia dai rendimenti interessanti che dagli elementi di protezione dai ribassi. Vi sono diverse caratteristiche che stanno spingendo gli investitori verso un'allocazione nel direct lending. Di seguito sono riportati alcuni dei motivi per cui gli investitori scelgono il direct lending.

### Aumento dei rendimenti



**Reddito corrente:** il direct lending offre reddito corrente agli investitori sotto forma di distribuzioni periodiche.



**Premio di illiquidità:** contrariamente agli attivi tradizionali come azioni e obbligazioni, gli investimenti nel direct lending sono meno liquidi e pertanto richiedono una remunerazione aggiuntiva associata al rischio di liquidità. La *Figura 10* illustra lo spread storico sopra il tasso privo di rischio e i prestiti ampiamente sindacati forniti dal direct lending. Questo premio può far aumentare i rendimenti per gli investitori il cui orizzonte d'investimento consente loro di assumere tale illiquidità.



**Rischio/rendimento ottimizzato:** come discusso in dettaglio nella prossima sezione, i portafogli che comprendono il private credit offrono un maggiore Alfa e rendimenti più elevati con meno volatilità.

### Protezione dai ribassi



**Protezione dall'inflazione:** il private credit può offrire agli investitori una protezione dall'inflazione tramite le cedole a tasso variabile associate al prestito sottostante.



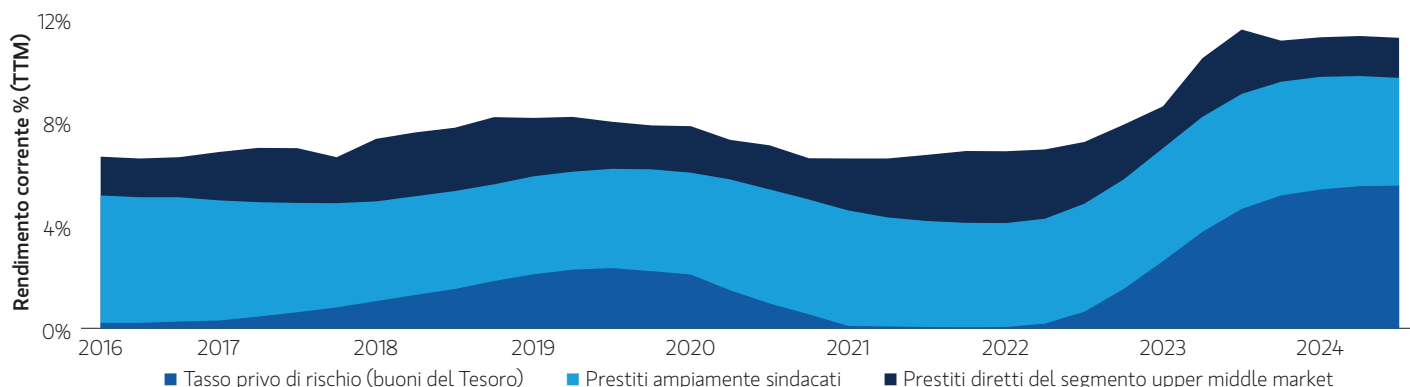
**Diversificazione:** secondo i dati di Preqin, la diversificazione è il motivo citato con maggiore frequenza in relazione all'aggiunta del private credit nei portafogli: più del 70% degli investitori intervistati ha indicato la diversificazione quale fattore determinante.<sup>10</sup>



**Protezioni a livello di prestiti e miglioramenti operativi:** contrariamente agli strumenti di reddito fisso tradizionali, i prestiti diretti tendono a essere soggetti a una negoziazione estesa, con l'opportunità di inserimento di covenant e obblighi contrattuali nelle condizioni di prestito. I finanziatori diretti possono anche avere un rapporto più diretto con i debitori, il che consente un maggiore allineamento e pertanto risultati positivi sia per i debitori che per gli investitori. Questi fattori possono potenzialmente ridurre il rischio di default o far aumentare i tassi di recovery dei prestiti sottostanti e migliorare la performance per gli investitori.

FIGURA 10

Differenze di rendimenti storici tra direct lending, prestiti ampiamente sindacati e buoni del Tesoro (2016-ad oggi)



Fonte: dati Cliffwater al 30 settembre 2024. Grafico fornito con l'autorizzazione di Cliffwater. Per ulteriori informazioni, si rimanda alle informative.

<sup>10</sup> Preqin, Global Report 2023, Private Debt.

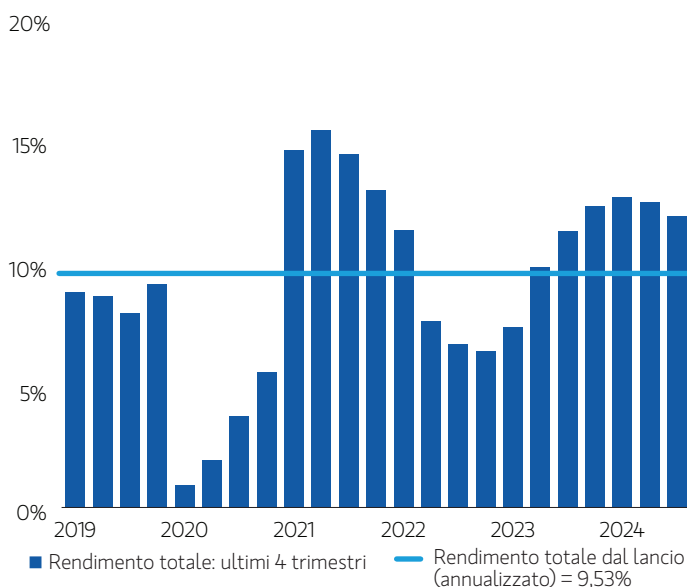


## Performance storica

Il direct lending ha registrato ottimi rendimenti nel tempo sia su base assoluta che relativa rispetto al reddito fisso e a diverse classi di attivi. Uno dei modi in cui si può misurare la performance del direct lending nel tempo è tramite i risultati di un gruppo di veicoli d'investimento denominati Business Development Companies (BDC), ossia società di sviluppo aziendale, che sono entità registrate ai sensi dell'Investment Company Act del 1940, specializzate negli investimenti in piccole e medie imprese statunitensi. Secondo l'indice Cliffwater Direct Lending Index (CDLI), costituito da circa 393 miliardi di dollari di prestiti diretti detenuti da BDC private e quotate, il direct lending ha raggiunto una media del 9,53% di rendimenti lordi annualizzati dal lancio dell'indice nel 2004 (Figura 11).<sup>11</sup>

**FIGURA 11**

### Rendimento totale annuo del direct lending (%)

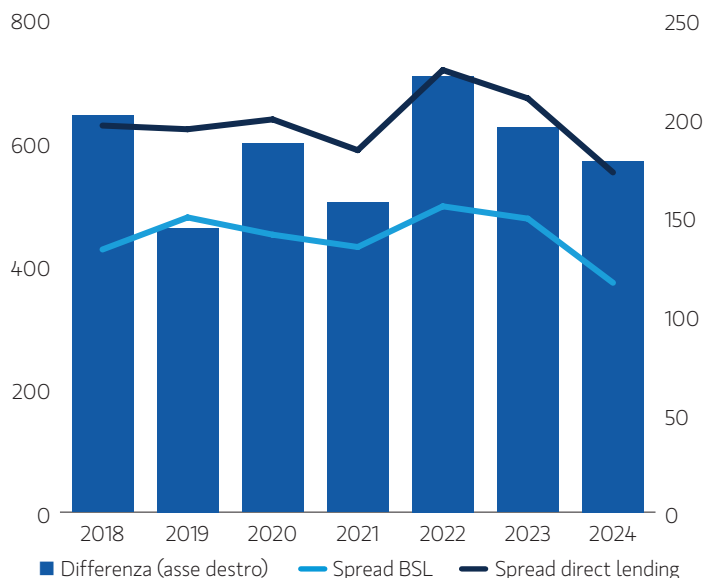


Fonte: Cliffwater Direct Lending Index al 30 settembre 2024. Grafico fornito con l'autorizzazione di Cliffwater. Per ulteriori informazioni, si rimanda alle informative.

Gli spread sul benchmark del tasso variabile per il direct lending hanno mantenuto margini costanti superiori a quelli delle operazioni sindacate. Secondo i dati di Pitchbook (Figura 12), gli spread di direct lending sui prestiti LBO hanno raggiunto una media di 178 punti base oltre i prestiti sindacati con rating analoghi per gran parte del 2024. Questo rendimento incrementale deriva prevalentemente dal "premio di illiquidità" che gli investitori ricevono per la concessione di prestiti diretti a società del middle market.

**FIGURA 12**

### Spread dei prestiti LBO: direct lending vs. BSL



Fonte: PitchBook LCD. Dati al 4 dicembre 2024. I dati BSL rispecchiano i prestiti erogati ai mutuatari con rating B-.

Nei contesti di aumento dei tassi d'interesse, la performance del direct lending è particolarmente robusta rispetto alle controparti nel segmento del reddito fisso, come i prestiti ampiamente sindacati, i prestiti con leva e le obbligazioni high-yield. Come mostrato nella *Figura 13* (lato sinistro), se misurato su sette periodi diversi di tassi di interesse elevati tra il primo trimestre 2009 e il secondo trimestre 2022, il private credit ha generato una media di rendimenti dell'11,5%, rispetto al 4,9% per i prestiti con leva e al 6,8% per le obbligazioni high-yield.<sup>11</sup> Analogamente, la strategia ha conseguito buoni risultati nei periodi di volatilità, come la crisi finanziaria globale e, più recentemente, la pandemia di COVID-19.

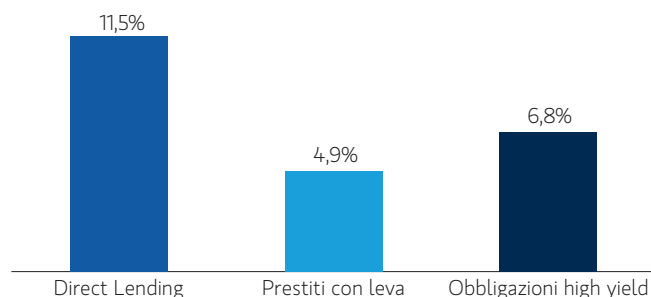
I prestiti del segmento middle market, il target tradizionale del direct lending, hanno evidenziato una maggiore capacità di rimborso del capitale nel tempo. Come illustrato nella *Figura 14*, se confrontati ai prestiti alle grandi imprese, i prestiti del segmento middle market hanno mostrato tassi di default più bassi, tassi di recovery più elevati e tassi di perdite cumulative inferiori. Negli ultimi 25 anni, il tasso di default medio per i prestiti del segmento middle market è stato pari all'1,0% rispetto al 2,1% per i prestiti alle grandi imprese.

Nel complesso, questi parametri indicano che il direct lending può offrire rendimenti correnti interessanti in più contesti di mercato, potenzialmente con una maggiore protezione dai ribassi rispetto agli investimenti tradizionali nel reddito fisso.

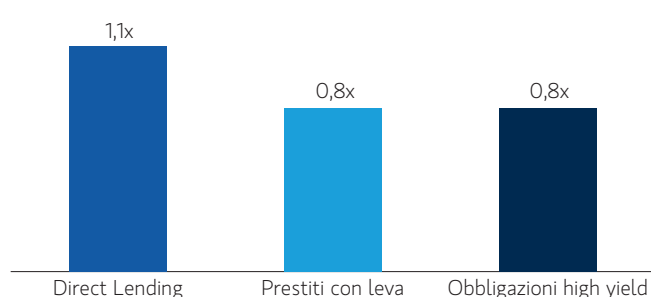
**FIGURA 13**

### Rendimenti di direct lending, prestiti con leva, obbligazioni high yield a confronto

Media dei rendimenti in contesti di tassi di interesse elevati



Rendimenti annualizzati divisi per la volatilità

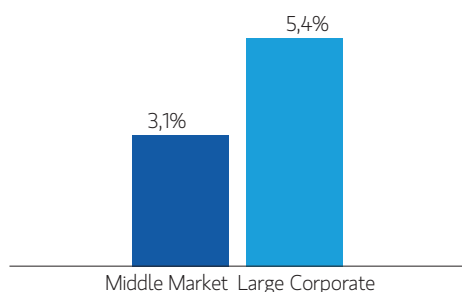


Fonte: il "direct lending" è rappresentato dal Cliffwater Direct Lending Index (CDLI), calcolato dai dati trimestrali che sono stati annualizzati. I "prestiti con leva" sono rappresentati dall'indice Morningstar LSTA U.S. Leveraged Loan calcolato dai dati mensili annualizzati. Le "obbligazioni high yield" sono rappresentate dall'indice ICE BofA High Yield calcolato dai dati mensili annualizzati. I contesti di aumento dei tassi di interesse sono definiti come periodi di aumenti mensili ininterrotti del rendimento dei Treasury decennali USA pari o superiore a 75 punti base. I confronti dei rendimenti si basano sulla media dei rendimenti mensili annualizzati durante questi sette periodi tra il 4° trimestre del 2008 e il 1° trimestre del 2023. La volatilità è misurata come la deviazione standard dei rendimenti mensili annualizzati. I rapporti si basano sulla media di tutti i dati mensili tra il 1° trimestre del 2008 e il 4° trimestre del 2022.

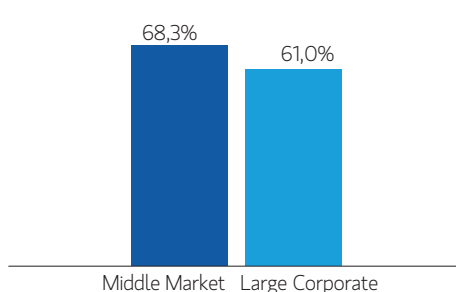
**FIGURA 14**

### Tassi cumulati di default, perdite e recovery su dimensioni dei prestiti alle grandi imprese (large corporate) rispetto al middle market (1998-2023)

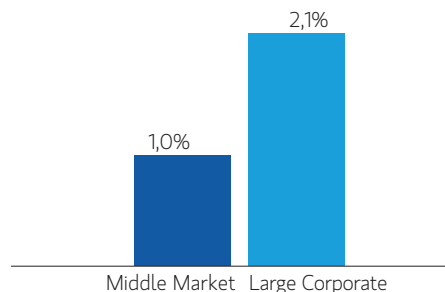
TASSO DI DEFAULT CUMULATO<sup>12</sup>



TASSO DI RECOVERY CUMULATO<sup>13</sup>



TASSO DI PERDITA CUMULATA<sup>14</sup>



Note: il segmento middle market comprende linee di credito pari o inferiori a USD 250 milioni. Il segmento dei prestiti alle grandi imprese (large corporate) comprende linee di credito pari o superiori a USD 250 milioni.

<sup>11</sup> Si rimanda alle note della Figura 13.

<sup>12</sup> Dati PitchBook LCD. In base al totale cumulato di default tra il 1998 e il 2023 sui prestiti istituzionali ampiamente sindacati (12.223 emittenti).

<sup>13</sup> Dati S&P Credit Pro. In base al recupero cumulato dei prestiti in default sul mercato dei prestiti istituzionali ampiamente sindacati tra il 1995 e il 2023.

<sup>14</sup> Il tasso di perdita cumulata viene calcolato mediante la seguente formula: tasso di perdita = tasso di default x (1 - Tasso di recovery).

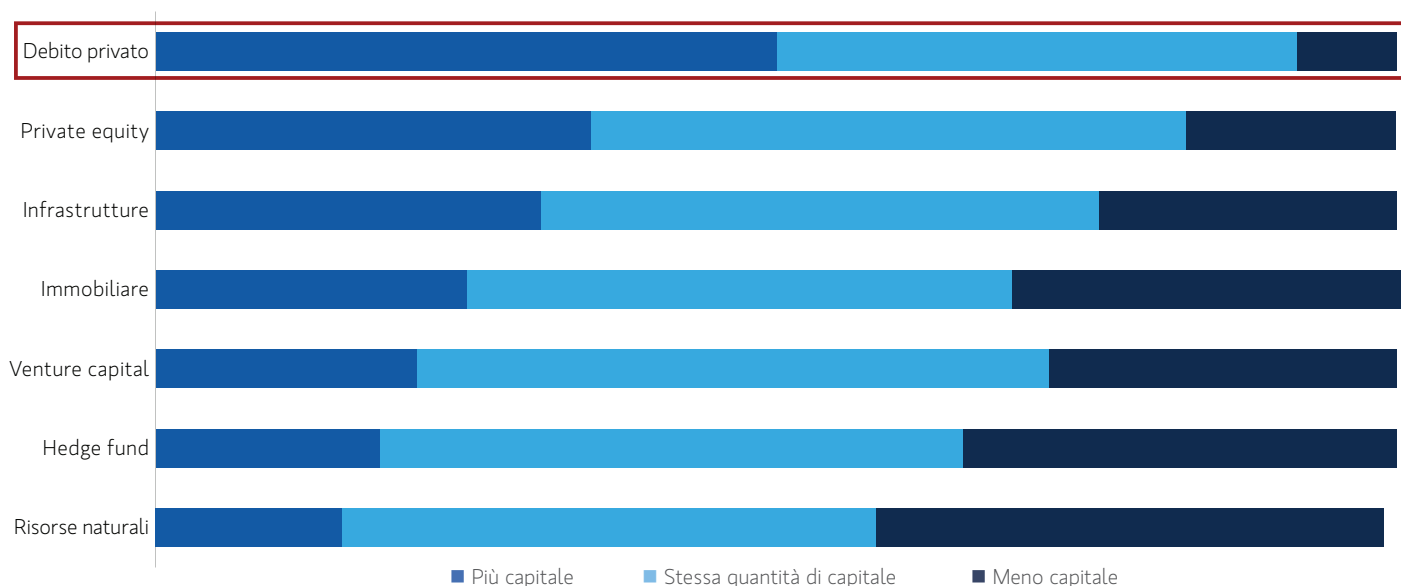
## In che modo si integra il direct lending in un portafoglio?

I mercati del private credit sono maturati e il direct lending è diventato un'allocatione standard in molti portafogli degli investitori istituzionali e dei singoli investitori attraverso diversi tipi di veicoli. I gestori hanno continuato a costruire le proprie piattaforme di direct lending ampliando la gamma di opzioni per l'accesso allo stesso. Come evidenziato nelle *Figure 15* e *16*, gli investitori istituzionali, come i fondi pensione, i fondi endowment e le compagnie assicurative, hanno continuato ad allocare una quota maggiore dei propri portafogli alle strategie di private credit per conseguire rendimenti superiori e migliorare la performance complessiva del portafoglio.

Secondo un'analisi condotta da Preqin, il debito privato ha costantemente migliorato l'indice di Sharpe (rendimento diviso per la volatilità) su un'ampia gamma di scenari se incluso in un portafoglio di asset pubblici (da 1,29 a 1,72) rispetto allo stesso portafoglio senza debito privato (da 1,03 a 1,23). Inoltre, l'analisi ha concluso che il debito privato può ridurre il rischio estremo del portafoglio nei periodi di volatilità straordinariamente elevata.<sup>15</sup>

**FIGURA 15**

**Aspettative di allocazione a 12 mesi da parte degli investitori per le classi di attivo alternative**



Fonte: indagine sugli investitori di Preqin, 30 giugno 2024.

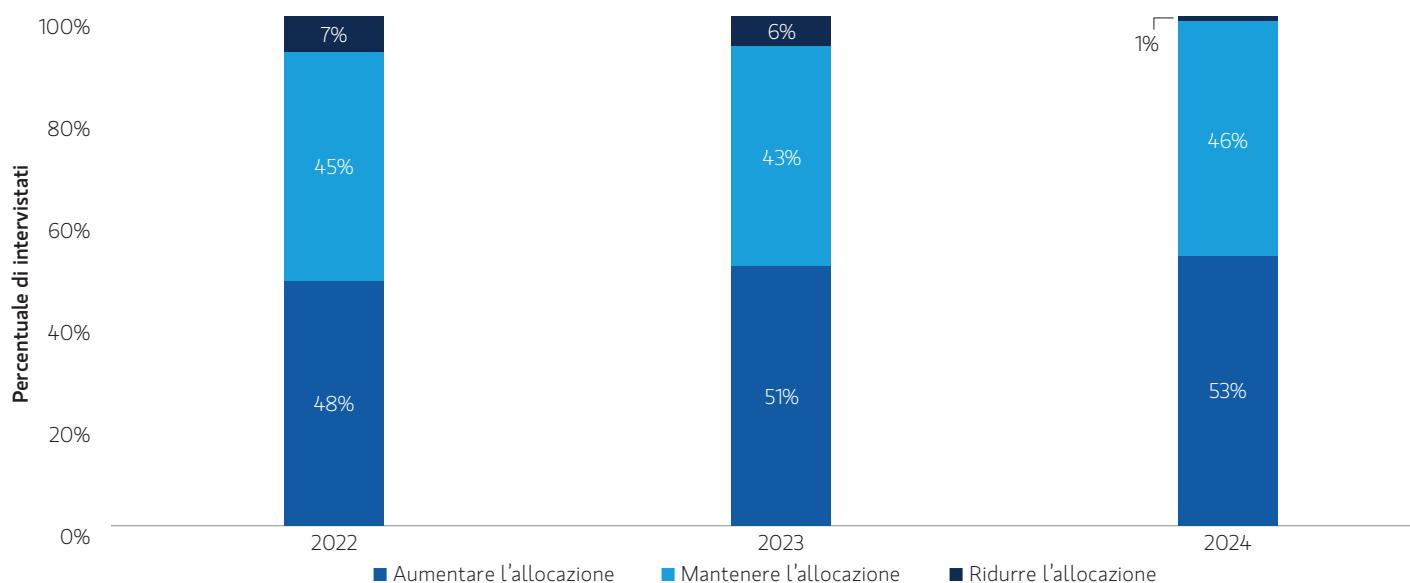
<sup>15</sup> Preqin Global 2023 Report: Private Debt, 1° gennaio 2023.

In base ai dati riguardanti l'asset allocation i portafogli ottimizzati dovrebbero includere un'esposizione del 10-20% al direct lending, ossia la direzione che secondo l'indagine stanno scegliendo numerosi investitori. In particolare, Cliffwater ha rilevato che l'allocation di portafoglio ottimale al direct lending senza leva sarebbe dell'11% mentre quella per una strategia di direct lending con leva 1:1 sarebbe del 20%.<sup>16,17</sup>

Come illustrato nella *Figura 16*, secondo un sondaggio condotto da Preqin nel 2024, il 53% degli investitori prevedeva di rafforzare il proprio impegno nel private credit, in rialzo dal 48% del 2022. Il private credit si è imposto su tutte le altre strategie alternative grazie alla crescita dell'allocation che dovrebbe proseguire nel prossimo anno. Nel complesso ci aspettiamo una crescita della propensione al direct lending poiché sta diventando uno strumento di allocatione più standard per gli investitori di tutte le dimensioni.

**FIGURA 16**

**Piani degli investitori istituzionali per l'allocatione nel private credit (2022 – 2024)**



Fonte: indagine sugli investitori di Preqin, giugno 2022-2024.

<sup>16</sup> Intervallo dall'8% al 14% in base alla propensione al rischio.

<sup>17</sup> Ipotizza un'allocatione agli attivi illiquidi non superiore al 40% e un'allocatione alle singole classi di attivo non superiore al 20%.

# Appendice

## DEFINIZIONI DEL GLOSSARIO

**Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index** – rappresenta titoli registrati presso la SEC, imponibili fiscalmente e denominati in dollari. L'indice copre il mercato statunitense delle obbligazioni a tasso fisso investment grade e consta di componenti per titoli di Stato ed emissioni societarie, titoli ipotecari pass-through e titoli garantiti da collaterale. Questi comparti principali sono suddivisi in indici più specifici, calcolati e pubblicati periodicamente

**Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index** – misura l'andamento delle obbligazioni societarie investment grade a tasso fisso fiscalmente imponibili

**Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index** – misura l'andamento del mercato delle obbligazioni societarie high yield a tasso fisso denominate in dollari USA. I titoli sono classificati high yield se il rating medio di Moody's, Fitch e S&P è pari o inferiore a Ba1/BB+/BB+.

**BSL** – Broadly syndicated loans, ossia prestiti ampiamente sindacati

**Protezione call** – è una disposizione di alcune obbligazioni che vieta all'emittente di riacquistarle per un determinato periodo di tempo

**EBITDA** – utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti First lien (detto anche debito senior) – debito garantito di primo grado con diritto prioritario sul patrimonio dei mutuatari

**Prestito con leva** – è un prestito concesso a un'impresa che ha già un debito considerevole

**Loan to Value** – il rapporto tra l'importo di un finanziamento e il valore del bene a garanzia del prestito

**Mezzanine** – tipologia di finanziamento intermedia fra azioni e debito senior

**Società del mid market** – società che, nel complesso, generano un EBITDA annuo compreso tra 15-100 milioni di dollari circa

**OID** – original issue discount, o sconto di emissione originale

**Morningstar/LSTA Leveraged Loan Index** – è un indice ponderato per il valore di mercato costruito per misurare la performance del mercato dei prestiti con leva degli Stati Uniti in base a ponderazioni di mercato, spread e pagamenti degli interessi.

**Second lien (detto anche debito junior)** – debito garantito di secondo grado con una priorità inferiore sul patrimonio dei mutuatari

**Special Situations** – investimenti in società coinvolte in un'acquisizione o in difficoltà finanziarie

**Sponsor** – società di private equity che acquisisce gran parte delle azioni della società target

**Cliffwater Direct Lending Index (CDLI)** – misura la performance al netto della leva finanziaria, al lordo delle commissioni, dei prestiti societari del segmento middle market statunitense, rappresentata dalla performance ponderata per le attività sottostanti delle Business Development Companies (BDC), comprese le BDC negoziate in borsa e quelle non quotate in borsa, in base a determinati requisiti di idoneità.

**UBTI** – reddito imponibile da attività non correlate

**Unitranche** – struttura del prestito ibrida che combina il debito senior e subordinato

**Venture Debt** – prestiti erogati a società start-up o in rapida crescita

## INFORMAZIONI IMPORTANTI

Le opinioni e/o analisi espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale, possono variare in qualsiasi momento senza preavviso a causa di cambiamenti delle condizioni economiche o di mercato e potrebbero non realizzarsi. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le tesi espresse non riflettono i giudizi di tutto il personale di investimento in forza presso Morgan Stanley Investment Management (MSIM) e relative controllate e consociate (collettivamente, "la Società") e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori o del team di investimento. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcuna strategia o prodotto specifico offerto dalla Società. I risultati futuri possono divergere in misura rilevante sulla scia di sviluppi riguardanti i titoli, i mercati finanziari o le condizioni economiche generali.

Il materiale è stato preparato utilizzando fonti d'informazione pubbliche, dati sviluppati internamente e altre fonti terze ritenute attendibili. Tuttavia, non vengono fornite garanzie circa l'affidabilità di tali informazioni e la Società non ha provveduto a verificare in modo indipendente le informazioni tratte da fonti pubbliche e terze.

Le affermazioni di tipo prospettico sono per la loro stessa natura di carattere incerto, in quanto i rendimenti reali o altri risultati futuri possono variare, tra le altre cose, per oscillazioni inattese dei mercati, variazioni dei tassi d'interesse, sviluppi legislativi o normativi, cause di forza maggiore, ecc. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Ogni previsione può essere modificata in qualunque momento e potrebbe non realizzarsi a causa di cambiamenti delle condizioni di mercato o economiche. Determinate informazioni di cui alla presente costituiscono dichiarazioni previsionali, identificabili dall'uso di termini come "può", "potrà", "dovrebbe", "si prevede", "si anticipa", "si stima", "intende", "continua" o "ritiene" (o le forme negative degli stessi), altre varianti dei medesimi o termini equivalenti. A causa di alcuni rischi e incertezze, gli eventi o i risultati effettivi potrebbero discostarsi anche sensibilmente da quelli riportati o contemplati in tali dichiarazioni previsionali.

Non viene fornita alcuna garanzia circa i risultati futuri o tali dichiarazioni previsionali.

Di regola, gli investimenti alternativi applicano commissioni e spese più elevate rispetto ad altri veicoli d'investimento e tali commissioni e spese avranno l'effetto di abbassare i rendimenti conseguiti dagli investitori. I fondi di investimento alternativi sono perlopiù non regolamentati, non sono soggetti ai medesimi requisiti normativi dei fondi comuni e non sono tenuti a fornire agli investitori quotazioni periodiche o informazioni relative alle valutazioni.

Le strategie di investimento descritte nelle pagine precedenti possono non essere adatte alle circostanze specifiche del destinatario che deve pertanto rivolgersi ai propri consulenti fiscali, legali o di altro tipo – sia prima di effettuare una transazione sia su base continuativa – per appurare la propria idoneità.



Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale e tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

La Società non fornisce consulenza fiscale. Le informazioni fiscali contenute nella presente pubblicazione sono di carattere generale, non esaustive per loro natura. Non sono da considerarsi né sono state scritte per essere utilizzate, né possono essere utilizzate, da alcun contribuente allo scopo di evitare sanzioni amministrative che potrebbero essere comminate al contribuente. Le leggi fiscali di ciascuna giurisdizione sono complesse e in costante evoluzione. Si consiglia sempre di consultare un consulente legale o fiscale professionista per ricevere informazioni sulla propria situazione personale.

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri.

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

Il presente materiale non è stato redatto dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale materiale o raccomandazione di ricerca.

"Cliffwater," "Cliffwater Direct Lending Index" e "CDLI" sono marchi commerciali di Cliffwater LLC. Gli Indici Cliffwater Direct Lending (gli "Indici") e tutte le informazioni relative alla performance o alle caratteristiche degli stessi ("Dati dell'Indice") sono di proprietà esclusiva di Cliffwater LLC e sono citati nel presente documento su licenza. Né Cliffwater né alcuna delle sue affiliate sponsorizzano o approvano, o sono affiliate o altrimenti collegate a Morgan Stanley, o a qualsiasi suo prodotto o servizio. Tutti i Dati dell'Indice sono forniti a scopo puramente informativo, "come disponibili", senza alcun tipo di garanzia, esplicita o implicita. Cliffwater e le sue affiliate non si assumono alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni negli Indici o nei Dati dell'Indice, o derivanti dall'uso degli Indici o dei Dati dell'Indice, e nessun soggetto terzo può fare affidamento sugli Indici o sui Dati dell'Indice cui si fa riferimento nel presente rapporto. L'ulteriore distribuzione dei Dati dell'Indice è consentita solo dietro espressa autorizzazione scritta di Cliffwater.

Qualsiasi riferimento o utilizzo dell'Indice o dei Dati dell'Indice è soggetto a ulteriori avvisi ed esclusioni di responsabilità di volta in volta indicati sul sito web di Cliffwater all'indirizzo <https://www.cliffwaterdirectlendingindex.com/disclosures>.

Questo materiale è pubblicato da una o più delle entità riportate di seguito.

**EMEA** – Il presente materiale è destinato all'uso dei soli clienti professionali. Nelle giurisdizioni dell'UE, i materiali di MSIM e di Eaton Vance vengono pubblicati da MSIM Fund Management (Ireland) Limited ("FMIL"). La FMIL è regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda e costituita in Irlanda come private company limited by shares con il numero 616661 e con sede legale in The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 VC42, Irlanda. Nelle giurisdizioni esterne all'UE, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd) autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

In Svizzera, i materiali di MSIM vengono pubblicati da Morgan Stanley & Co. International plc, London, Zurich Branch (Sede Secondaria di Zurigo), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ("FINMA"). Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera.

Nelle giurisdizioni esterne agli Stati Uniti e all'UE, i materiali di Eaton Vance sono pubblicati da Eaton Vance Management (International) Limited ("EVM"), 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, Regno Unito, società autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

**Italia** – MSIM FMIL (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia. Paesi Bassi – MSIM FMIL (filiale di Amsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA,

Paesi Bassi. Francia – MSIM FMIL (filiale di Parigi), 61 rue Monceau, 75008 Parigi, Francia. Spagna – MSIM FMIL (filiale di Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Spagna.

**NON GARANTITO DALLA FDIC. PRIVO DI GARANZIA BANCARIA. RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE. NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE. NON È UN DEPOSITO.**

**Hong Kong** – Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente agli "investitori professionali", ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo materiale non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente materiale è distribuito da Morgan Stanley Investment Management Company e non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"); (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato), ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che, anche in questi casi, la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA, o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dall'SFA. La presente pubblicazione non è stata esaminata dalla Monetary Authority of Singapore.

**Australia** – Il presente materiale è distribuito in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente agli "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act. Calvert Research and Management, ARBN 635 157 434 è regolamentata dalla U.S. Securities and Exchange Commission secondo le leggi statunitensi che differiscono da quelle australiane. Per la fornitura di servizi finanziari agli "wholesale client" in Australia, Calvert Research and Management è esente dall'obbligo di detenere una licenza australiana per la fornitura di servizi finanziari secondo il Class Order 03/1100.

**Giappone** – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIMJ") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA"). Non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati di gestione discrezionale degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIMJ di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore e di altri fattori inerenti ai titoli e MSIMJ accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIMJ i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIMJ esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIMJ e il cliente non impartisce istruzioni individuali. Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo inclusivo d'imposta), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIMJ non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi, ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto prima di sottoscriverne uno. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIMJ, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), membro di: Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Giappone, Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

### **Informazioni su Morgan Stanley Private Credit**

Morgan Stanley Private Credit, parte di Morgan Stanley Investment Management, è una piattaforma di private credit incentrata sul direct lending e le strategie di investimento opportunistiche nel private credit in Nord America e nell'Europa orientale. Il team Morgan Stanley Private Credit investe in tutta la struttura del capitale, compresi prestiti a termine garantiti senior, prestiti unitranche, debito junior, prodotti azionari strutturati e co-investimenti in capitale proprio.

Per ulteriori informazioni, visitare il sito web:  
[www.morganstanley.com/im/privatecredit](http://www.morganstanley.com/im/privatecredit).