

Le cartolarizzazioni Clo vanno oltre lo stress test 2022

Finanza strutturata

Emessi 25 miliardi in Europa e le prime indicazioni 2023 confermano la tendenza

Maximilian Cellino

La tempesta che ha spazzato i mercati finanziari nel 2022 non ha abbattuto le *collateralized loan obligation*. Il mercato europeo delle operazioni di cartolarizzazione pubbliche con sottostante prestiti sindacati verso aziende medio-grandi con elevati livelli di debito, note fra gli addetti ai lavori con la sigla Clo, ha anzi mostrato una sostanziale tenuta nell'*annus horribilis*. I passaggi a vuoto nei momenti di tensione seguiti allo scoppio del conflitto in Ucraina non sono certo mancati, ma in fase di emissione si sono registrati volumi addirittura più elevati rispetto a quelli di altri strumenti di finanza strutturata.

Sul mercato primario l'anno nuovo è iniziato alla stessa velocità di crociera, mentre sul secondario i rendimenti hanno ormai una marcia in più e rappresentano un'attrattiva di non poco conto. Grazie anche ai circa 25 miliardi di euro emessi lo scorso anno lo stock complessivo dei Clo europei ha superato i 235 miliardi e mantiene quindi intatta quella tendenza di sviluppo che si è delineata da quando, superato lo shock della crisi finanziaria del 2008, il mercato è ripartito nel 2013 grazie a strutture più solide e per questo definite «Clo 2.0».

Il mercato Usa sfiora ormai i mille miliardi di dollari e resta sempre inavvicinabile, ma per il Vecchio Continente il 2023 sembra essere

comunque partito con il piede giusto. Sono stati infatti quasi 4,7 i miliardi di euro complessivamente raccolti nei primi due mesi grazie a 12 operazioni e i principali previsori credono che l'anno si possa concludere con cifre simili rispetto a quelle del recente passato: si va dalla stima più prudente di 18 miliardi di Deutsche Bank alle attese di una conferma intorno a 25 miliardi di Morgan Stanley, Barclays e Jp Morgan.

La crisi si è fatta insomma sentire anche sui Clo, come è stato del resto inevitabile per tutto l'universo obbligazionario visto il generale aumento dei tassi, ma senza creare gli episodi di panico, né le situazioni in un certo senso patologiche del passato. «A differenza di qualche anno fa la liquidità su questi prodotti è sempre stata presente e si sono visti scambi in tutte le situazioni», assicura Fabiana Gambarota, co-fondatrice e managing director di P&G Sgr, che a buon ragione parla di «stress test superato».

La bufera ha però lasciato sul campo rendimenti ben differenti rispetto a quelli di 12 mesi fa e difficili da riscontrare fra gli strumenti liquidi sul mercato del credito europeo. «Investendo su emittenti con merito di credito più elevato si può spuntare anche il 5-5,5% su strumenti con vita residua compresa fra 2 e 3 anni», nota Gambarota, che tiene a sottolineare come l'attrattiva dei tassi sia da considerare anche in termini relativi: «Nonostante il forte restringimento avvenuto da inizio anno - precisa - gli spread sul mercato secondario dei

Clo si mantengono elevati rispetto al mondo corporate e compresi in media fra i 170 punti base degli strumenti con rating massimo agli oltre 800 punti dei «Bb»».

Un ulteriore aspetto da considerare, a maggior ragione nell'attuale scenario caratterizzato da Banche centrali aggressive e politiche monetarie restrittive, è il fatto che la quasi totalità dei Clo offrano cedole variabili e siano quindi sostanzialmente immuni al rischio tassi. «Se le condizioni macroeconomiche e geopolitiche si manterranno stabili mi aspetto che l'interesse per questa asset class sia destinato a proseguire», sostiene l'esperta di P&G, che di recente ha anche messo in piedi un fondo alternativo destinato a sfruttare le asimmetrie e le distorsioni che si creano momentaneamente sui prezzi di questi strumenti sul secondario anche per la difficoltà di assorbire la pressoché continua offerta di nuove emissioni.

Tornando a un'ottica più strategica e di lungo termine, i Clo rappresentano opportunità potenzialmente interessanti per una platea di investitori più sofisticata. A maggior ragione se si tiene conto delle caratteristiche appena delineate quali tasso variabile e rendimenti elevati e quando anche si considera che i rari casi di default riguardano tutti operazioni strutturate prima del 2007, quelle che avevano contribuito a innescare la miccia per il successivo crack Lehman. Vengono però in genere poco considerati dagli istituzionali di casa nostra, in genere più attratti dalla «moda» degli asset illiquidi. O forse più semplicemente perché per i Clo resta complicato togliersi di dosso quella veste di «untori» che si sono, a torto o a ragione, visti cucire addosso in una vita ormai precedente.



Gambarota (P&G):
«Rendimenti al 5-5,5%
su strumenti tripla A e
con vita residua
compresa fra 2 e 3 anni»

© RIPRODUZIONE RISERVATA

