

Metti un CLO in portafoglio

Il comparto europeo vale ormai 250 miliardi di euro, è molto più liquido che in passato e offre rendimenti superiori alle emissioni con rating analogo.

} Max Malandra

Un mercato che ha avuto un forte allargamento degli spread, con la pandemia e con il rialzo dei tassi: è quello dei CLO (Collateralized Loan Obligation) europei, in cui “noi come **P&G SGR** ci stiamo focalizzando sulle tranche senior perché c'è più valore in termini di rischio-rendimento - spiega **Luca Pantaloni**, gestore della società, tra i principali attori in questo campo - Rientra nella finanza strutturata, di cui è il settore ora più liquido: è cresciuto di continuo e vale circa 250 miliardi in Europa. Quello statunitense vale circa 900 miliardi, e quello globale supera i 1.200 miliardi. Quindi è un mercato per specialisti, ma effettivamente importante all'interno del mondo del fixed income europeo”.

Posto che è un settore per operatori istituzionali, quanto è rischioso?

Sconta un errata nomea di rischiosità, ma il track record di oltre 20 anni parla chiaro. Se guardiamo ai rating dalla tripla A alla A singola, non si è mai verificato né un default né un euro di perdita. E con requisiti più stringenti

post crisi delle agenzie di rating, oggi i CLO hanno una protezione strutturale ancora maggiore. I titoli “Tripla A” rappresentano circa il 60% del mercato e vengono scambiati sui trading desk bancari, con un bid-ask medio inferiore ai 50 centesimi e spesso tra i 10 e i 20 centesimi.

Di quali rendimenti parliamo?

Il relative value è importante: sul primario siamo sui 175 basis point sopra l'Euribor, con una durata media di circa cinque anni, sul mercato secondario ci sono tranche con duration di 2-3 anni e rendimento analogo, dato che la curva è abbastanza appiattita. In ogni caso sono yield molto superiori all'obbligazionario tradizionale, con liquidità importante. Un corporate high yield rende poco meno di 500 bp sopra l'Euribor, una tranche CLO con rating BB (il più elevato tra i non IG) oltre 800 bp sopra l'Euribor.

Chi sono gli emittenti dei loan sottostanti?

Principalmente emittenti industriali, di tlc, dell'healthcare e dei servizi, ma non solo. Spesso sono emessi per finanziare



Luca Pantaloni,
P&G SGR

operazioni straordinarie. Quindi il volume dell'attività di M&A ha un impatto anche su questo mercato.

Mercato USA ed europeo sono collegati?

Quello USA è più grande ma ci sono forti link, con gli operatori che passano dall'uno all'altro, aumentandone la liquidità. Spesso l'andamento del mercato europeo “segue” quello Usa, con un lieve ritardo: ciò permette l'arbitraggio a chi sa leggere i segnali.

Che succede in caso di downgrade?

Il downgrade dei singoli emittenti corporate sottostanti avviene con una certa frequenza, ma i CLO hanno strutture appositamente diversificate che ne limitano l'impatto. Anche per questo i downgrade delle tranche dei CLO sono invece molto rari, soprattutto per le emissioni post 2013 ●