

Sui prestiti aziendali vivacità inattesa per le operazioni Clo

Finanza strutturata/1

Da inizio anno emissioni per 18,2 miliardi e il 2023 potrebbe chiudersi a 25

Nel panorama ristagnante delle cartolarizzazioni europee il guizzo arriva forse da dove meno ci si potrebbe aspettare. Il mercato delle *collateralized loan obligation* (Clo), lo strumento strutturato con sottostante prestiti sindacati verso aziende medio-grandi dagli elevati livelli di debito che spesso viene associata alla crisi Lehman Brothers nel 2007-2008, pur senza avervi avuto responsabilità, gode al momento di una vivacità forse inattesa nel Vecchio Continente. In base alle rilevazioni Afme, nei primi nove mesi del 2023 le emissioni di questa categoria di titoli sono state paria 18,2 miliardi di euro e secondo Barclays e JpMorgan l'anno potrebbe chiudersi a 25 miliardi. L'ammontare complessivo presente sul mercato ha invece superato i 220 miliardi ed è tornato a valere quasi un quinto delle cartolarizzazioni europee, recuperando i livelli pre-crisi dopo un lungo periodo di appannamento.

Parte del revival è dovuto al cambio di passo avvenuto nel corso dell'ultimo decennio, quando alle vecchie strutture (che pure avevano attraversato la crisi quasi indenni) si sono via via sostituiti i cosiddetti Clo 2.0, strumenti di nuova generazione emessi sotto norme e consuetudini più stringenti che hanno evidentemente fatto riavvicinare gli investitori e si sono di nuovo ricavati uno spazio nei loro portafogli. Ma un ruolo rilevante lo hanno avuto anche alcune loro caratteristiche tecniche e senz'altro i rendimenti competitivi a cui vengono offerti rispetto ad altri strumenti strutturati con rischio paragonabile o anche a titoli obbligazionari tradizionali.

«Gli investitori apprezzano la maggior liquidità dei Clo sul secondario, dovuta al fatto che quasi la totalità dei titoli emessi termina poi sul mercato,

a differenza delle altre *asset backed securities*, che hanno invece una quota trattenuta piuttosto elevata e, quando sono collocate, finiscono in genere in mano a investitori che tendono a mantenerle nei portafogli», spiega Fabiana Gambarota, co-fondatrice e *managing director* di P&G Sgr. In Europa il tasso di *retention* delle cartolarizzazioni da parte degli *originator* è in effetti salito al 69% nei primi nove mesi dell'anno, ai massimi dal 2011, e non a caso Afme sottolinea come le Clo abbiano fatto la parte del leone fra i titoli effettivamente piazzati sul mercato nel terzo trimestre, con 6,5 miliardi di euro.

I vantaggi si misurano anche in termini di valutazioni relative: «I Clo offrono per le tranche Aaa rendimenti oltre il 5% che superano la maggior parte dei titoli governativi dai rating spesso molto inferiori, mentre le Bb hanno spread attorno agli 850 punti base sopra l'Euribor e battono i corporate bond *high yield*, che al momento ne offrono 450 di punti base agli investitori», aggiunge Gambarota. L'im-

P&G: la «seconda generazione» di strumenti convince gli investitori grazie ad alti rendimenti e liquidità

pressione è che in caso di condizioni macroeconomiche e geopolitiche relativamente stabili l'interesse per questa *asset-class* sia destinata a proseguire, pur con possibili differenze tra le categorie di rating dei titoli.

«Una maggiore offerta proveniente dal mercato primario potrebbe portare a un andamento laterale degli spread o a un loro leggero allargamento, in particolare per le tranche di qualità minore», indica Gambarota, ritenendo anche che al contrario «le tranche più *senior* possano performare meglio e dimostrarsi più resilienti anche in fasi di maggior turbolenza, data l'elevata protezione strutturale e la miglior liquidità». Una possibilità di diversificazione in più per la platea di investitori interessati.

—Ma.Cc.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

