

CLO 2.0: un'asset class da 1,2 trilioni con rendimenti attraenti, tasso variabile e zero default in Europa

P&G Sgr è convinta del relative value dei CLO rispetto ad emissioni creditizie di rating paragonabile, anche in eventuali scenari di stress sui mercati

di Valerio Magni

P&G Sgr è tra i primi player del mercato nel settore ABS, avendo contribuito alla nascita del mercato dei CDO di ABS europei e vantando uno dei maggiori track record in Europa in ambito investimenti alternativi. Dotata di un'ampia offerta, che include tre fondi dedicati alle operazioni di cartolarizzazione, tra cui il fondo flagship P&G Structured Credit Opportunities, diversi mandati di gestione in ABS e CLO, cinque fondi immobiliari e tre fondi di credito, la Sgr gestisce oltre 500 milioni di euro e si rivolge agli investitori istituzionali offrendo soluzioni di investimento diversificate e decorrelate dai mercati tradizionali.

Il mercato dei CLO ha raggiunto 1,2 trilioni di dollari a livello globale, numeri certo da non trascurare per un asset class a cui gli investitori dovrebbero guardare per una serie di motivi, tra cui rendimenti attraenti, tassi variabili e resilienza in caso di stress sui mercati. MondoInvestor ne ha parlato con **Luca Pantaloni**, Head of ABS/CLO management, P&G Sgr. **Quali sono le caratteristiche principali del mercato dei CLO, in termini di dimensioni e rendimenti offerti rispetto a bond più tradizionali?**

In Europa, dopo la grande crisi finanziaria, il mercato dei CLO ha vissuto una seconda fase (2.0) dal 2013 con l'introduzione di emissioni con caratteristiche nuove e strutture più solide rispetto alla precedente generazione (1.0). Il mercato dei CLO europei ha oggi una dimensione di circa 250 miliardi di dollari, più che raddoppiata negli ultimi dieci anni. Insieme ai CLO statunitensi (circa 950 miliardi di dollari), rappresentano un mercato globale da 1,2 trilioni. I rendimenti dei CLO europei, per ogni categoria di rating, risultano superiori rispetto agli altri strumenti del credito. Ad esempio, nella parte investment grade (IG), i CLO AAA hanno rendimenti di 170 punti base sopra l'Euribor, maggiori di oltre 100 bp rispetto ai rendimenti medi dei titoli corporate IG, e offrono uno yield vicino al 5%, di 100 bp più elevato degli attuali rendimenti dei Btp a 10 anni. Per la parte sub IG, le tranche CLO con rating BB attualmente offrono spread di 800 bp sopra l'Euribor (yield circa 11%), maggiori di 450 bp rispetto alla media degli spread dei corporate bond high yield.

Quali sono le specificità degli strumenti di cui un investitore deve tenere conto?

L'analisi di una tranche CLO deve considerare molteplici aspetti, sia strutturali sia di

performance, per valutare adeguatamente il rapporto rischio/rendimento offerto. Si parte dal collaterale, costituito in media da oltre 200 emittenti di leveraged loan (prestiti sindacati verso aziende medio grandi con rating sub IG): tra gli indicatori della qualità del portafoglio sottostante vi sono il rating medio del pool, la percentuale di loan con rating CCC, quella in default, o quella con prezzo medio di mercato inferiore a determinate soglie. In secondo luogo, si guarda il merito di credito, che per le tranche dei CLO non dipende solo dai rischi insiti nel collaterale, ma anche dalla "waterfall" (cascata dei pagamenti), ovvero dall'ordine con cui i flussi di cassa derivanti dal sottostante vanno a remunerare e rimborsare le varie classi di note (pagando l'interesse e ripagando il capitale). Le tranche vengono sempre pagate sequenzialmente, a partire dalla tranche senior/AAA a scendere. Un elemento importante di protezione è quindi il credit enhancement (CE o "subordinazione"), che rappresenta per ogni tranche lo spessore delle altre tranche ad essa subordinate: maggiore il CE, maggior la possibilità di assorbimento delle perdite. È molto importante anche l'analisi della documentazione del CLO, in quanto le strutture presentano meccanismi/trigger che influiscono sulla distribuzione dei flussi di cassa in determinate situazioni, e lo studio della liquidità delle singole tranche sul mercato secondario.

Come si sono comportati i CLO nella recente fase di rialzo dei rendimenti da parte della BCE?

Data la loro natura a tasso variabile, i CLO sono stati isolati dal rischio tasso e, negli ultimi due anni, hanno visto una domanda crescente da parte degli investitori. Nella recente fase di rialzo dei tassi (2022/23), la volatilità nei prezzi dei CLO è stata per lo più innescata da momenti di

debolezza macro (ad es. il conflitto russo/ucraino o la crisi LDI in UK), mentre nell'ultimo anno si è assistito ad un deciso tightening degli spread per ogni categoria di rating, anche se in maniera meno omogenea rispetto al passato, con una dispersione crescente a parità di rating.

Quali sono le vostre aspettative in termini di rischiosità e potenziali default dei CLO? Il rendimento attuale degli strumenti compensa per questo rischio in modo adeguato?

La prima generazione dei CLO 1.0 si era dimostrata resiliente: secondo i dati di S&P, prendendo in considerazione la parte IG, in Europa nessuna tranche emessa prima del 2009 con rating originario AAA/AA/A è andata mai in default, mentre tra le BBB si è registrato solo l'1,4%. Nonostante questo track record, dal 2013 (prima emissione 2.0) le agenzie di rating hanno richiesto una maggior protezione strutturale dei deal, portando così ad una nuova generazione di CLO ancora più solida dal punto di vista creditizio e che non ha ancora registrato eventi di default. Per i prossimi mesi ci aspettiamo un deterioramento nel credito di alcuni emittenti più deboli, con conseguenti downgrade nel collaterale dei CLO e crescita nei tassi di default di loan e bond. Moody's prevede nello scenario base un tasso di default annuo delle aziende HY europee in salita al 3,6% per fine 2024, dall'attuale 2,9%. In questo scenario, considerando anche che i loan nei portafogli dei CLO hanno tassi di default storicamente più bassi di quelli del mercato complessivo (oggi solo lo 0,6%), le tranche dei CLO risultano ben protette dal punto di vista del credito. Per rendere l'idea, per alcune tranche AAA con duration di 3 anni il Breakeven Default Rate (percentuale annua di emittenti che dovrebbero andare in bancarotta affinché si verifichino delle perdite effettive sulla tranche del CLO) risulta di oltre il 25%, ben maggiore dei livelli attuali e molto superiore anche al picco del 2008. Alla luce di questo e del significativo rendimento dei CLO rispetto ad altre asset class del credito, rimaniamo convinti del relative value attuale, anche in eventuali scenari di stress, pur ritenendo fondamentale una profonda analisi bottom up dei singoli deal da inserire in portafoglio.

Quali sono i titoli su cui concentrate la vostra attenzione oggi, e come si compone il vostro portafoglio di CLO?

Per via del contesto di tassi di interesse elevati, ci aspettiamo un ritorno della volatilità nel primo semestre del 2024, seguito poi da un restringimento degli spread. Ad oggi, nel breve, il nostro approccio rimane difensivo, con una particolare attenzione verso tranche senior AAA corte, mentre per le tranche mezzanine il focus è rivolto ai titoli gestiti da manager di qualità, con performance superiore alla media di mercato e duration contenuta. Passato questo momento, potrebbe esservi spazio per un'eventuale rotazione verso titoli con duration più lunga, in grado di monetizzare meglio il possibile tightening nella seconda parte del 2024. I nostri portafogli variano poi a seconda della tipologia di fondo o del mandato di gestione del singolo cliente.

Perché un investitore dovrebbe guardare a un investimento in CLO?

All'interno del mondo fixed income, i CLO rappresentano una buona opportunità di diversificazione. Inoltre, a parità di rating, i titoli CLO offrono un rendimento decisamente maggiore rispetto ad altre asset class del credito, mantenendo comunque un'ottima liquidità sul mercato secondario, in particolare per i titoli senior. La caratteristica del tasso variabile offre inoltre un hedge naturale dal rischio tasso e una più facile gestione in caso di rinnovata volatilità dei tassi nei prossimi mesi.

Come si compone la vostra gamma di soluzioni sui CLO?

P&G Sgr è attiva da oltre vent'anni nell'investimento in CLO. A dicembre 2022 abbiamo lanciato un FIA chiuso riservato (ZOO5) che investe in titoli CLO AAA con l'utilizzo della leva finanziaria e con un target di rendimento a doppia cifra. Inoltre, gestiamo singoli mandati in CLO per clienti istituzionali e in questo ambito abbiamo anche un FIA aperto, il fondo P&G SCO, attivo dal 2009, che investe in diversi prodotti cartolarizzati (ABS), con un'esposizione ai CLO al momento superiore al 25% del portafoglio. Data la specificità dell'asset class e la pluralità di elementi richiesti per le analisi, è sempre consigliabile affidarsi a specialisti nel settore per individuare la strategia corretta in base alle proprie esigenze.