

Focus CLO - Da 1.0 a 2.0: evoluzione delle strutture e del mercato dei CLO a seguito della crisi finanziaria del 2008, a cura di P&G Sgr

LINK: <https://www.mondoinstitutional.com/R/Notizie/View/6271>

RATING	1.0 CE%	RATING	2.0 CE%
AAA	30%	AAA	39%
AA	23%	AA	29%
A	17%	A	22%
BBB	11%	BBB	16%
BB	7%	BB	11%
EQUITY leverage ~14x		EQUITY leverage ~9x	

Focus CLO - Da 1.0 a 2.0: evoluzione delle strutture e del mercato dei CLO a seguito della crisi finanziaria del 2008, a cura di P&G Sgr

La quarta puntata della serie di articoli di P&G Sgr sull'asset class dei CLO analizza le principali evoluzioni strutturali e del mercato CLO prima e dopo la grande crisi finanziaria 26/10/2023

Redazione MondoInstitutional

STAMPA

L'asset class dei CLO si suddivide comunemente tra una generazione 1.0, comprensiva dei deal emessi prima della crisi finanziaria del 2008/2009, e una nuova generazione 2.0, inclusiva di tutte le emissioni successive al 2010. In Europa, dopo un periodo di chiusura totale del mercato primario, le emissioni 2.0 sono emerse nuovamente solo nel 2013 (mentre negli Stati Uniti già dal 2010), con molte caratteristiche diverse rispetto a quelle precedenti. Una maggiore protezione strutturale

Le note dei CLO

2.0 vengono ora emesse con una maggiore protezione strutturale (credit enhancement) per ogni singola categoria di rating, rispetto alla prima generazione. Questo cambiamento è principalmente dovuto a più stringenti criteri e stress test applicati da parte delle agenzie di rating, che si traducono in strutture più conservative, con la necessità di una più ampia subordinazione delle note per poter ottenere un determinato rating rispetto al passato (vedi Grafico 1).

Grafico 1: Evoluzione del credit enhancement dei CLO europei

Fonte: Barclays, P&G Sgr. Dati aggiornati a settembre 2023. Ad esempio, lo spessore della AAA (thickness) nella struttura dei deal 1.0 era di circa il 70% mentre nelle nuove strutture è scesa al ~61% con conseguente aumento di quasi dieci punti percentuali nella protezione della medesima tranche (credit enhancement

attuale del ~39% Vs ~30% negli 1.0). A parità di note emesse, un aumento nella subordinazione delle note implica un maggior spessore della tranche junior (not rated) con conseguente minor leva finanziaria (leverage) nella struttura. Per rendere l'arbitraggio/rendimento più interessante per il junior investor (ma anche per soddisfare la domanda proveniente da alcuni nuovi mezzanine investor) nei deal 2.0 è stata introdotta una ulteriore tranche con rating B e con un CE medio di circa l'8% (nei CLO 1.0 la prima nota immediatamente senior rispetto all'equity-tranche aveva un rating BB), che riporta la leva finanziaria dell'equity spesso vicino ai valori pre crisi (~13x). Un accorciamento del periodo di reinvestimento e più stringenti criteri di eleggibilità

Ulteriori modifiche hanno riguardato una riduzione del reinvestment period a

disposizione del CLO manager, un periodo in cui il manager può di norma reinvestire i principal proceeds derivanti dal rimborso del collaterale, con le opportune limitazioni). Mediamente, nei CLO 2.0 la fine del reinvestment period (e quindi la fase di ammortamento delle note) inizia prima, dopo quattro anni dall'emissione, rispetto ai cinque/sei anni previsti nell'era 1.0. Nei CLO 2.0 sono state inserite anche maggiori restrizioni sulla tipologia di asset elegibile come collaterale. Nell'era 1.0 potevano essere presenti, ad esempio, anche asset di finanza strutturata (ad esempio ABS) mentre i pool attuali sono costituiti quasi esclusivamente da loan (con percentuali contenute, ma variabili, di high yield bond, a discrezione del manager/deal). Inoltre, ad ulteriore supporto, con il Regolamento UE 2017/2402, è stato introdotto il divieto di ricartolarizzazione. Nuove clausole "equity friendly" Allo stesso tempo, a vantaggio dell'equity investor, si è assistito ad una diminuzione del periodo minimo per il richiamo delle note (periodo detto di no call, oggi mediamente di 2 anni rispetto ai 4 precedenti) e all'introduzione di maggiori

opzioni di rifinanziamento del deal che consentono di ridurre il costo delle liabilities. Ad esempio, si sono introdotte clausole di reset o refinancing che consentono all'equity investor di richiamare le note, ma al tempo stesso di mantenere il portafoglio residuo, rifinanziandolo attraverso l'emissione di nuove note (reset) o la modifica di alcune condizioni (ad esempio durata, cedola) di alcune o tutte le note esistenti (refinancing). Ciò permette di migliorare l'equity return atteso, a fronte di minori spese di restructuring, dato che non vi è né una liquidazione del pool né una totale nuova emissione delle note. Un altro cambiamento a vantaggio degli equity holder riguarda il trattamento dei guadagni ottenuti dal collateral manager con l'attività di trading. Nei CLO 1.0, questi flussi di cassa venivano utilizzati per la costruzione della cosiddetta "pari" del portafoglio, ovvero la overcollateralizzazione delle note, rimanendo all'interno della struttura e fornendo così un'ulteriore protezione per le note più senior. Nei CLO 2.0, invece, sono state introdotte clausole di par flush e distribuzione dei trading gains, che modificano la classica waterfall sequenziale dei pagamenti e permettono,

sin da subito, di distribuire (anche se con percentuali minime e sotto determinate condizioni) alcuni guadagni al junior investor. Appesantimento dei requisiti di capitale regolamentare e allineamento di interessi tra CLO manager e investitori A seguito della crisi, gli enti regolatori hanno creato ulteriori normative atte a mitigare i rischi dell'asset class. In particolare, la regolamentazione europea si è concentrata a rivedere i requisiti di capitale per le banche/assicurazioni (CRR/Solvency) e dal 2010 è stata introdotta anche la risk retention (nota come skin in the game), che obbliga i CLO manager (o i veicoli di origination) a detenere in via continuativa il 5% delle note emesse o del collaterale, con lo scopo di allineare i loro interessi a quelli degli investitori. Un track record solido anche per i CLO 1.0 europei La richiesta di una maggior protezione nei CLO 2.0 da parte delle agenzie, a parità di rating, è avvenuta nonostante le buone performance storiche dell'asset class dei CLO 1.0 europei (vedi Grafico 2). Le performance dei CLO 2.0 rimangono per il momento migliori, grazie sia alle nuove strutture, ma anche a tassi di default che negli ultimi anni sono rimasti ben lontani rispetto a quelli

registrati durante la grande crisi. Grafico 2: tassi di default dei CLO europei dal 1997 al 2022 Fonte: S&P Global Ratings, "2022 Annual Global Leveraged Loan CLO Default and Rating Transition Study"; P&G Sgr Maggiore trasparenza delle informazioni Negli ultimi anni, di pari passo con la crescita del mercato CLO 2.0, è aumentata anche la trasparenza e la facilità di accesso ai dati dei CLO, caratteristiche necessarie per scardinare l'errata visione del passato che vedeva un CLO come una "black box". Oggi sono diversi i provider tecnologici che offrono agli investitori soluzioni dedicate per il pricing delle note, per un accesso strutturato ai dati di performance del collaterale e all'analisi documentale dei singoli deal. Come si evince dal grafico seguente, le emissioni CLO 1.0 sono state tutte richiamate (called) o rifinanziate in nuovi deal. La maggior solidità delle strutture 2.0, la miglior trasparenza nei dati del collaterale, il buon track record e la partecipazione di nuovi investitori istituzionali hanno favorito una rapida crescita del mercato europeo, che ha raggiunto una dimensione di circa 245 miliardi di dollari (dati a settembre 2023), numero

significativo ma che rimane ancora contenuto se confrontato con gli oltre 950 miliardi di dollari del mercato dei CLO US outstanding. Grafico 3: confronto storico del mercato CLO 1.0 vs 2.0 per dimensioni (miliardi di dollari) Fonte dati: CitiVelocity, P&G Sgr A cura di Luca Pantaloni, Head of ABS/CLO Management di P&G Sgr © 2023 MondoInstitutional - Riproduzione riservata