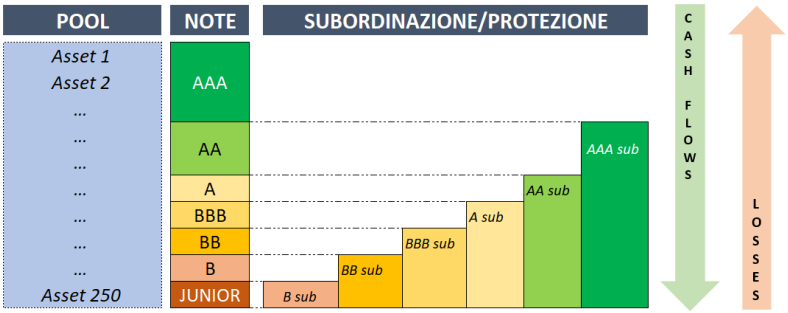
Focus CLO - La struttura: perché le tranche senior hanno un rischio di credito estremamente basso, a cura di P&G Sgr

LINK: https://www.mondoinstitutional.com/R/Notizie/View/6221



Focus CLO - La struttura: perché le tranche senior hanno un rischio di credito estremamente basso, a cura di P&G Sgr La terza puntata della serie di articoli di P&G Sgr sull'asset class dei CLO fa il punto sulle principali caratteristiche strutturali dei deal e ne evidenzia l'impatto sulla rischiosità delle diverse tranche 28/09/2023 Redazione MondoInstitutional STAMPA Un CLO non è altro che una società veicolo con attività e passività. Le attività sono costituite da un portafoglio di leveraged loan (descritti nella prima puntata), per finanziare l'acquisto dei quali la società veicolo emette obbligazioni a tasso variabile che costituiscono le passività. Le tranche dei CLO sono proprio queste obbligazioni. Il meccanismo del tranching Il tranching del passivo è, di fatto, l'operazione con cui si creano diverse tranche di note, dalla più senior alla più junior, con diversi livelli di rischio e di rendimento, per ottimizzare il costo del finanziamento, rispondendo alla naturale segmentazione del mercato degli investitori. Le note di debito hanno rating creditizi che vanno dalla AAA alla B, mentre la tranche più junior, ovvero l'equity, è Not Rated. Un'operazione di CLO può essere in effetti vista come l'operazione attraverso la quale l'equity investor compra un portafoglio di levereged loan e va a leva attraverso l'emissione delle note di debito (dalla AAA alla B). Pertanto, il rendimento per l'equity investor è tanto maggiore quanto maggiore è il differenziale tra il rendimento dell'attivo ed il costo del passivo (ovvero le cedole pagate sulle note senior e mezzanine). Il differenziale in questione viene in gergo chiamato excess spread. È proprio l'esistenza di un excess spread positivo che determina le condizioni per il cosiddetto arbitraggio, anche se il termine "arbitraggio" qui è improprio ed indica soltanto l'esistenza delle condizioni affinché il CLO possa essere emesso, ovvero che l'equity abbia almeno all'emissione un rendimento atteso positivo. Quando gli spread di mercato sulle tranche senior e mezzanine dei CLO sono troppo larghi rispetto ai rendimenti dei levereged loan, l'arbitraggio si chiude e l'emissione di CLO cessa. Le protezioni strutturali e la cascata dei pagamenti Il merito creditizio delle varie tranche deriva non solo dai rischi insiti nel portafoglio all'attivo del veicolo e dai relativi mitigants, ma anche e soprattutto dalla cascata dei pagamenti, ovvero dall'ordine con cui i flussi di cassa derivanti dal portafoglio, in linea interessi e capitale, vanno a remunerare e rimborsare le varie classi di note. Le tranche di debito sono sempre pagate in ordine di anzianità (ovvero in ordine sequenziale) a partire dalla tranche senior o AAA. Di norma i flussi di interesse pagano le cedole delle note

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

di debito dalla AAA alla B, mentre l'excess spread va, di volta in volta, alla tranche junior. I flussi di capitale invece rimborsano sequenzialmente le note e solo i flussi di capitale rimasti dopo che le tranche di debito sono state interamente ripagate vanno a ripagare il capitale della tranche junior. La junior tranche offre il più alto potenziale di rendimento (in pratica, tutto l'upside del portafoglio), ma anche il rischio maggiore, in quanto assorbe le perdite iniziali se i prestiti in portafoglio sono inadempienti. Vari meccanismi consentono poi, ai primi segnali di deterioramento del portafoglio, di dirottare i flussi per rafforzare la protezione delle tranche più senior. Se, ad esempio, i default superano un certo livello, o comunque si superano certi livelli trigger di qualità del portafoglio (ad es. in termini di rating medio o di ammontare dei loan con rating molto basso, o di vita media dei loan), i flussi di interesse dell'attivo, altrimenti destinati alla remunerazione delle tranche più junior, vengono utilizzati per pagare il capitale alle note più senior, ripristinando la corretta collateralizzazione delle stesse. Oppure può essere interrotto il periodo di reinvestimento, normalmente della durata di 4 anni, per accelerare il ripagamento di tutte le note, in ordine sequenziale. Il primo e più ovvio elemento di protezione per le varie tranche è pertanto costituito dal cosiddetto credit enhancement (o subordinazione), che rappresenta per ogni tranche lo spessore delle tranche alla stessa subordinate (ovvero l'ammontare emesso in termini percentuali rispetto all'ammontare del portafoglio di loan). Il credit enhancement di una tranche rappresenta il livello massimo di perdite che il portafoglio di loan può subire senza che vi siano perdite in conto capitale sulla stessa tranche. Per la tranche AAA il credit enhancement è dato dall'ammontare delle tranche dalla AA alla junior. Nelle strutture attuali il credit enhancement delle tranche AAA dei CLO europei si aggira intorno al 40% rispetto all'ammontare del portafoglio di loan, un livello decisamente alto, se si pensa che nelle strutture anteriori alla crisi del 2008 (i CLO 1.0) il livello non arrivava al 30% e che nemmeno durante quella crisi si è registrato un solo default di una singola tranche AAA di un CLO europeo. Una rappresentazione grafica dello spessore delle varie tranche e del relativo credit enhancement o subordinazione può semplificare il ragionamento, vedi il Grafico 1. Grafico 1: Rappresentazione grafica del credit enhancement delle tranche di un CLO L'excess spread è il secondo più ovvio elemento di protezione di tutte le tranche, perché è il primo cuscino di assorbimento delle perdite e, trattandosi di una voce di interesse, impedisce alle perdite di intaccare il rapporto tra il nominale dell'attivo performing e il nominale del passivo. Misurare la rischiosità: il break even default rate Il modo più semplice per misurare la rischiosità di una tranche di un'operazione di CLO, riassumendo elementi di qualità del portafoglio e di struttura, è di simulare l'andamento dei cash flow in scenari ipotetici di di stress. In altre parole, si può mettere sotto stress il portafoglio in termini di tasso di default per verificare quale è il livello di default necessario per intaccare il capitale di una tranche. Naturalmente, il risultato varia da deal a deal. Volendo generalizzare, a livello di tranche AAA questo livello di default, detto "BEDR", break even default rate, raggiunge livelli tra il 20% ed il 40% annuo, a seconda delle

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

ipotesi utilizzate sui tassi di prepayment del portafoglio e soprattutto sul recovery rate in caso di default. Un esempio nel Grafico 2 che, utilizzando i flussi destinati alla AAA di un deal specifico (la FOAKS 3X AR), misura il BEDR annuo per vari livelli di recovery rate. Assumendo un recovery rate del 50% (che è il livello utilizzato ad oggi per il pricing dei CLO europei, pur a fronte di un recovery rate registrato storicamente più vicino al 70%), per intaccare la AAA servirebbe un tasso di default annuo del 24%. Grafico 2: Break even default rate per la tranche AAA del CLO "FOAKS 3X AR", per diverse assunzioni di recovery rate (da 40% a 70%) Basato sui flussi di cassa della tranche FOAKS 3X AR [Intex]. Scenario: Constant Prepayment Rate 15%, 12 mesi di recovery lag, Weighted Average Life 4,2 anni Si tratta di livelli di default di gran lunga superiori rispetto a quelli storicamente sperimentati sull'asset class, e rispetto anche alle proiezioni più pessimistiche sul futuro, come si evince dal Grafico 3, che mostra default storici che hanno toccato il 13% solo nel 2009. Grafico 3: Tassi di default storici e attesi per asset (leveraged loan e bond) europei con rating speculativo Fonte: Moody's Investor Service A cura di Fabiana Gambarota, Co-Fondatrice e Managing Director di P&G Sgr © 2023 MondoInstitutional - Riproduzione riservata

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato