

Melania Fiscina

[melania.fiscina@pgalternative.com](mailto:melania.fiscina@pgalternative.com)

La scorsa settimana si è caratterizzata per un inizio lento nel mercato secondario dei CLO ma l'attività si è decisamente ripresa nelle sessioni successive. Si è infatti assistito ad elevati volumi di tranche in offerta, sia mediante run dei dealer (dove i volumi medi giornalieri hanno raggiunto i ~1.05bn) sia in asta, che, come riportano diverse fonti di mercato sono stati ben assorbiti dalla domanda degli investitori, con una minima percentuale di titoli non scambiati ("DNT").

In linea con la debolezza osservata in generale nel contesto macro (principalmente visibile negli indici azionari ma ancora limitata negli indici di credito - il Xover ha raggiunto in settimana ~299bps, dai ~287bps del 28/02, per poi chiudere il 07/03 a ~296bps), si è assistito ad un leggero allargamento degli spread dei CLO lungo tutta la struttura, con livelli che risultano più larghi di ~5bps sulle tranche IG e di ~25bps sulle sub-IG.

In generale, le AAA sono state scambiate in 90-95bps, per profili con WAL ~3anni, mentre profili high coupon mediamente in M60s to call.

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA hanno registrato cover in LM100s, nel caso di tranche con WAL <3anni, e in M100s nel caso di WAL > 3.5anni. I livelli per le single-A si attestavano in LM100s area nel caso di tranche molto corte, e in H100-VL200s nel caso di WAL >5 anni, con profili high coupon in 80-L100s area. Le BBB hanno invece registrato cover in MH200s, con profili high coupon offerti in LM100s to first call.

Infine, tra le sub-IG, le BB hanno visto cover in asta in H500s e livelli di offer in L600s, per profili dalle metriche più deboli/manager meno liquidi, mentre sono state in generale offerte in 300area to call, nel caso di profili più lunghi o high coupon. Livelli per le single-B si collocano in generale in L800-H900s.

Elevata l'attività sul primario, con il pricing di 9 deal nella settimana (6 new issue e 3 reset) e una pipeline in continua costruzione che conta al momento 11 deal.

## > CLO Secondary – Indicative Mid Spread\*

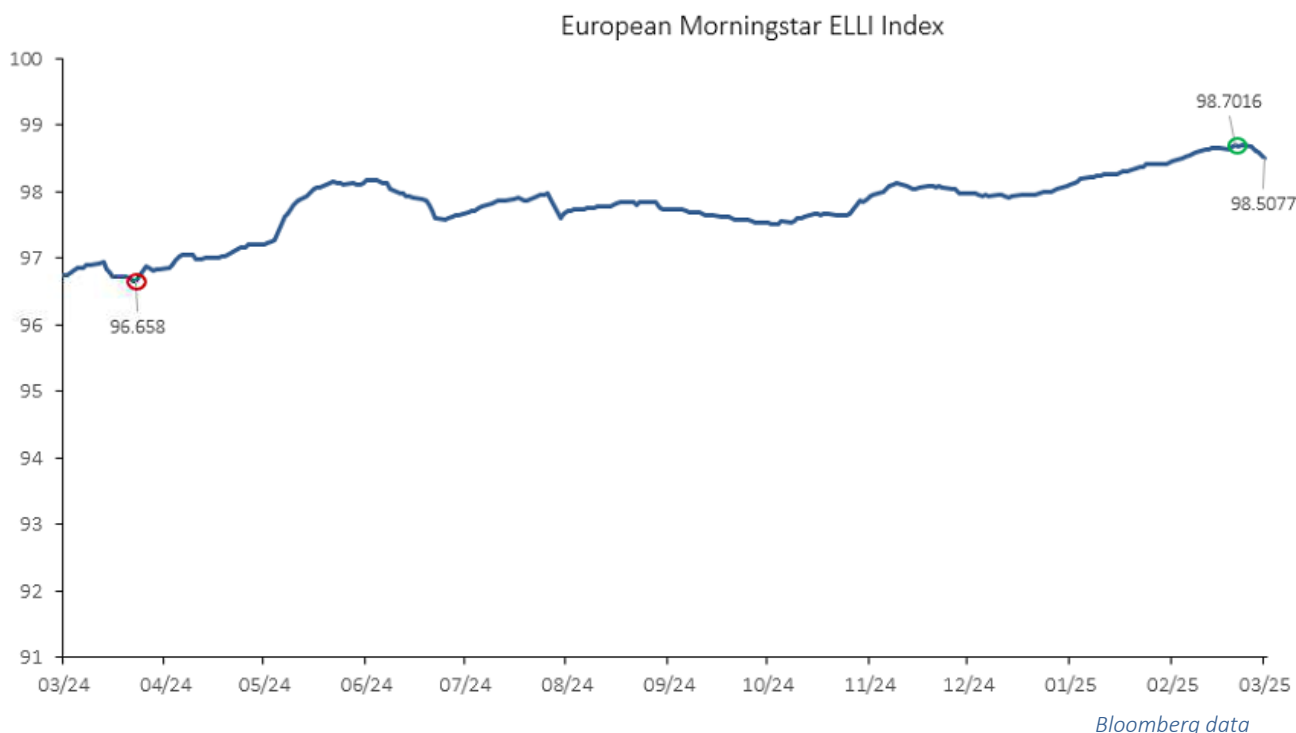
|     | 31/12/24 | 28/02/25 | 07/03/25 | WoW | YTD | YTD (%) |
|-----|----------|----------|----------|-----|-----|---------|
| AAA | 110      | 100      | 105      | +5  | -5  | -5%     |
| AA  | 185      | 160      | 165      | +5  | -20 | -11%    |
| A   | 210      | 195      | 200      | +5  | -10 | -5%     |
| BBB | 320      | 280**    | 285      | +5  | -35 | -11%    |
| BB  | 610      | 570      | 895      | +25 | -15 | -2%     |
| B   | 905      | 850      | 875      | +25 | -30 | -3%     |

\* DM calcolati considerando i titoli in offerta con cash price <100.30, prezzati nel caso no call, con ipotesi 15%CPR, 2%CDR, 50%severity, 12mesi recovery lag.

\*\* Nessuna BBB offerta sul mercato secondario in settimana con cash price <100.30

Nel corso dell'ultima settimana il valore dell'indice ELLI ha seguito un trend decrescente, attestandosi, alla chiusura del 07/03, a **98.5077** (Vs 98.692 del 28/02).

Il grafico di seguito mostra l'andamento YoY dell'indice ELLI di Morningstar; in verde e in rosso il massimo e il minimo relativi dell'ultimo anno, toccati il 26/02/25 e il 29/03/24 rispettivamente.



|                     | 31/12/24 | 28/02/25 | 07/03/25 | WoW<br>Delta Px | YTD<br>Delta Px |
|---------------------|----------|----------|----------|-----------------|-----------------|
| <b>S&amp;P ELLI</b> | 98.00    | 98.69    | 98.51    | -0.18           | + 0.51          |

L'andamento in diminuzione osservato nel valore dell'indice ELLI di Morningstar (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) si è ancora una volta riflesso nei livelli dei MVOC delle tranche CLO, che risultano in leggera riduzione rispetto alla settimana precedente, ma comunque in miglioramento da inizio anno.

Di seguito se ne riportano i livelli insieme ai *generic cash price* delle tranche CLO di secondario, per categoria di rating, con i delta nella settimana e da inizio anno.

#### > CLO Secondary – MVOC\*

|            | 31/12/24 | 28/02/25 | 07/03/25 | WoW   | YTD   |
|------------|----------|----------|----------|-------|-------|
| <b>AAA</b> | 160.0%   | 161.1%   | 160.9%   | -0.2% | +0.9% |
| <b>AA</b>  | 136.5%   | 137.4%   | 137.1%   | -0.3% | +0.6% |
| <b>A</b>   | 125.6%   | 126.4%   | 126.3%   | -0.1% | +0.7% |
| <b>BBB</b> | 115.5%   | 116.3%   | 116.1%   | -0.2% | +0.6% |
| <b>BB</b>  | 109.0%   | 109.8%   | 109.7%   | -0.1% | +0.7% |
| <b>B</b>   | 105.4%   | 106.2%   | 106.1%   | -0.1% | +0.7% |

\* Le medie dei MVOC vengono calcolate da P&G su tutto l'universo dei CLO europei, utilizzando i livelli di MVOC da Intex, aggiustati tenendo in considerazione il movimento dei prezzi dei loan (Morningstar ELLI) rispetto alla data dell'ultimo report disponibile per ogni singolo deal.

## > CLO Secondary – Generic Cash Price

|     | 31/12/24   | 28/02/25    | 07/03/25    |
|-----|------------|-------------|-------------|
| AAA | 99.2-101.2 | 98.3-101.1  | 98.3-101.1  |
| AA  | 98.0-101.8 | 94.7-101.8  | 94.7-101.8  |
| A   | 98.5-102.5 | 94.7-103.2  | 94.7-103.2  |
| BBB | 98.9-102.4 | 100.3-103.3 | 100.3-103.3 |
| BB  | 97.2-103.8 | 98.8-104.3  | 98.8-104.3  |
| B   | 88.0-100.4 | 97.0-104.0  | 97.0-104.0  |

## > CLO Secondary – Dealers' Offers\*\*

La scorsa settimana si è assistito a volumi di tranche CLO offerte mediante run dei dealer elevati e crescenti rispetto a quelli registrati nella settimana precedente. Considerando infatti una media di 13 dealer (Vs 12 della settimana precedente), l'offerta media giornaliera ha raggiunto complessivamente ~1.05bn (Vs ~860mm della settimana precedente). Del totale offerto, ~586mm (Vs ~484mm della settimana precedente) erano su CLO AAA.

Dalla tabella di seguito è possibile individuare gli avg Ask Price/Ask DM (bps)/Yield/WAL, tenendo in considerazione le tranche in offerta. Data la situazione attuale di mercato, abbiamo distinto tra caso no call (per i titoli con cash price <100.30) e caso call (per i titoli con cash price >100.30).

| as of<br>07/Mar | Size<br>(~mm) | Ask Px < 100.30, caso no call |                     |              |              | Ask Px > 100.30, caso call |                     |              |              |
|-----------------|---------------|-------------------------------|---------------------|--------------|--------------|----------------------------|---------------------|--------------|--------------|
|                 |               | Avg Ask<br>Px                 | Avg Ask DM<br>(bps) | Yield<br>(%) | WAL<br>(yrs) | Avg Ask<br>Px              | Avg Ask DM<br>(bps) | Yield<br>(%) | WAL<br>(yrs) |
| AAA             | 586           | 100.1                         | 90                  | 3.2          | 2.2          | 100.6                      | 65                  | 2.9          | 1.0          |
| AA              | 154           | 99.7                          | 150                 | 3.9          | 3.8          | 100.8                      | 40                  | 1.6          | 0.4          |
| A               | 111           | 100.2                         | 175                 | 4.1          | 3.3          | 100.8                      | 85                  | 2.5          | 0.6          |
| BBB             | 103           | 100.1                         | 265                 | 5.1          | 6.3          | 101.2                      | 110                 | 2.7          | 0.7          |
| BB              | 58            | 99.5                          | 610                 | 8.6          | 5.1          | 101.9                      | 200                 | 2.1          | 0.8          |

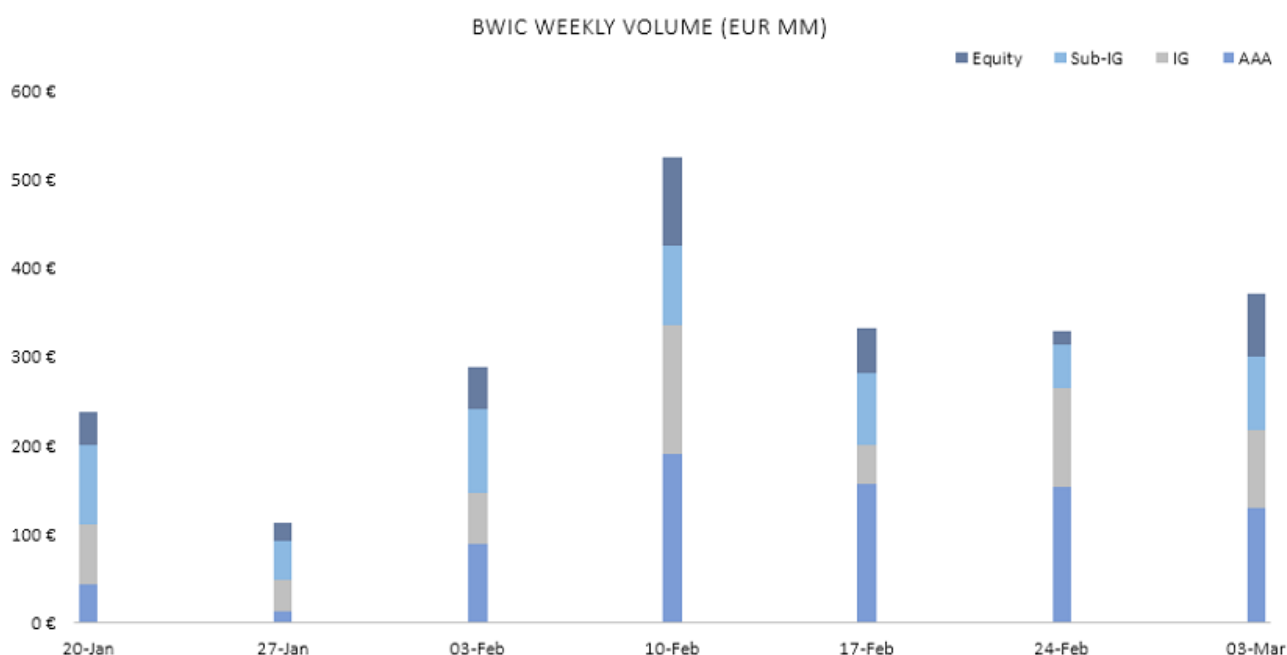
\*\* DM, WAL e Yield calcolati da Bloomberg con le ipotesi: 15% CPR, 2% CDR, 50% LGD, 12 Recovery Lag.

## > CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali in asta registrati dalla seconda metà di gennaio.

La scorsa settimana l'offerta registrata in BWIC si è dimostrata elevata e in leggero aumento rispetto alla settimana precedente, ammontando complessivamente a ~372mm (Vs ~330mm della settimana prima).

A prevalere, in asta, sono state le tranche senior che, pari a ~130mm, hanno rappresentato il ~35% del totale. L'offerta si è poi distribuita quasi equamente tra mezzanine IG e sub-IG, che ammontando a ~89mm e ~83mm rispettivamente, hanno rappresentato il ~24%/22% del totale offerto. Per concludere, buona anche l'attività su tranche equity, offerte per ~70mm (~19% del totale in lista).



## > CLO Primary

Il mercato primario ha continuato ad essere attivo anche nell'ultima settimana, durante la quale sono state prezzate nove operazioni, sei nuove emissioni (dai manager Brigade, CarVal, RBC, Bridgepoint, KKR e King Street) e tre reset (dai manager CVC, Partners Group e Five Arrows).

La pipeline rimane piena contando, al momento e da nostra evidenza, 11 deal, di cui 7 nuove emissioni (dai manager WhiteStar, Arcano, CIFIC, Acer Tree, Nassau, Redding Ridge e Albacore), 3 reset (da CELF, Cairn e Canyon) e 1 reissue (da Adagi).

Di seguito si riporta un recap dei prezzi e degli spread delle emissioni da dic-24.

| ISSUE DT | TICKER                        | MANAGER                     | AAA | AA  | A   | BBB | BB  |       | B    |      |
|----------|-------------------------------|-----------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-------|------|------|
|          |                               |                             | DM  | DM  | DM  | DM  | DM  | PX    | DM   | PX   |
| 04/12/24 | GLME 8X                       | GoldenTree Asset Mgmt       | 128 | 195 | 225 | 310 | 575 | 100.0 | 875  | 98.0 |
| 06/12/24 | CRNCL 2024-19X                | Cairn/Polus                 | 130 | 200 | 240 | 350 | 600 | 100.0 | 900  | 97.0 |
| 06/12/24 | BAST 2020-3X <i>(reset)</i>   | Carlyle Investment Managers | 132 | 215 | 275 | 370 | 600 | N/A   | 859* | N/A  |
| 06/12/24 | JUBIL 2018-20X <i>(reset)</i> | Alcentra                    | 128 | 200 | 250 | 350 | 615 | 99.5  | 900  | 96.0 |
| 06/12/24 | DRYD 2021-19X <i>(reset)</i>  | PGIM                        | 132 | 220 | 275 | 395 | 665 | N/A   | 975  | N/A  |
| 09/12/24 | AQUE 2024-10X                 | HPS                         | 128 | 200 | 245 | 320 | 575 | 100.0 | 850  | 98.0 |
| 13/12/24 | CORDA 26X <i>(reset)</i>      | CVC Credit Partners         | 128 | 200 | 245 | 335 | 575 | 100.0 | 875  | 97.5 |
| 13/12/24 | CONTE 7X <i>(reset)</i>       | Five Arrows                 | 133 | 195 | 235 | 345 | 600 | 99.75 | 900  | 96.0 |
| 13/12/24 | AVOCA 18X <i>(reset)</i>      | KKR                         | 128 | 195 | 225 | 305 | 575 | 100.0 | 860  | 98.0 |
| 13/12/24 | TIKEH 8X <i>(reset)</i>       | Tikehau                     | 132 | 200 | 250 | 350 | 600 | 100.0 | 900  | 96.5 |
| 13/12/24 | PENTA 2020-7X <i>(reset)</i>  | Partners Group              | 130 | 205 | 245 | 330 | 575 | 100.0 | 875  | 98.0 |
| 13/12/24 | WTPK 2024-1X                  | Blackstone                  | 128 | 200 | 230 | 320 | 570 | 100.0 | 865  | 98.0 |
| 16/12/24 | ICGE 2022-1X <i>(reset)</i>   | ICG Debt Advisors           | 130 | 200 | 250 | 380 | 623 | 99.5  | 865  | 99.5 |
| 16/12/24 | FGH 2019-1X <i>(reset)</i>    | FIL Investments             | 130 | 200 | 240 | 325 | 600 | 100.0 | 900  | 97.0 |

|          |                              |                             |       |     |     |         |      |       |      |       |
|----------|------------------------------|-----------------------------|-------|-----|-----|---------|------|-------|------|-------|
| 16/12/24 | VOYE 8X                      | Voya Alternative Asset Mgmt | 128   | 195 | 235 | 310     | 585  | 100.0 | 900  | 98.0  |
| 17/12/24 | ANCHE 8X <i>(reset)</i>      | Anchorage Capital Group     | 134   | 210 | 250 | 350     | 600  | 100.0 | 825* | 97.0  |
| 17/12/24 | ARMDA 4X <i>(reset)</i>      | Brigade Capital Mgmt        | 134   | 205 | 250 | 340     | 590  | 100.0 | 836* | 96.0  |
| 18/12/24 | HAYEM 14X                    | Hayfin Capital Mgmt         | 121   | 220 | 260 | 375     | 606* | N/A   | 838* | N/A   |
| 24/01/25 | FIOS 4X                      | Sona Asset Mgmt             | 127   | 190 | 225 | 310     | 560  | 100.0 | 875  | 98.0  |
| 24/01/25 | NGCE 2X <i>(reset)</i>       | Nassau Global Credit        | 128   | 190 | 230 | 320     | 565  | 100.0 | 875  | 99.0  |
| 24/01/25 | BECLO 14X <i>(reset)</i>     | BlackRock Financial Mgmt    | 125   | 175 | 205 | 285     | 520  | 100.0 | 830  | 98.5  |
| 24/01/25 | RRME 23X                     | Redding Ridge               | 126   | 175 | 200 | 275 345 | 525  | 100.0 | -    | -     |
| 24/01/25 | BRGPT 4X <i>(reset)</i>      | Bridgepoint Group           | 126   | 180 | 215 | 290     | 510  | N/A   | 810  | N/A   |
| 24/01/25 | CORDA 10X <i>(reset)</i>     | CVC Credit Partners         | 127   | 185 | 215 | 300     | 535  | N/A   | 835  | N/A   |
| 28/01/25 | AVOCA 19X <i>(reset)</i>     | KKR Financial Advisors      | 125   | 170 | 195 | 270     | 500  | 100.0 | 800  | 98.5  |
| 30/01/25 | AQUE 2025-9X                 | HPS Investment Partners     | 125   | 175 | 200 | 280     | 490  | 100.0 | 780  | 99.0  |
| 30/01/25 | PLMER 2025-1X                | Palmer Square Capital Mgmt  | 125   | 185 | 200 | 280     | 475  | 100.0 | 780  | 99.0  |
| 31/01/25 | ACLO 13X                     | Spire Partners              | 122   | 170 | 200 | 280     | 485  | 100.0 | 800  | 99.0  |
| 31/01/25 | PENTA 2017-3X <i>(reset)</i> | Partners Group              | 125   | 180 | 200 | 295     | 485  | 100.0 | 790  | 99.0  |
| 31/01/25 | CFOUR 9X                     | Capital Four Mgmt           | 126   | 180 | 215 | 280     | 475  | 100.0 | 800  | 99.0  |
| 31/01/25 | SHCLO 4X                     | Signal Harmonic Limited     | 129   | 193 | 220 | 300     | 525  | 100.0 | 825  | 98.5  |
| 04/02/25 | ARESE 21X                    | Ares Mgmt                   | 122   | 170 | 195 | 270     | 475  | 100.0 | 790  | 99.0  |
| 06/02/25 | PSTET 2025-1X                | Palmer Square Capital Mgmt  | 85    | 155 | 190 | 275     | 470  | 100.0 | 745  | 100.0 |
| 06/02/25 | HARVT 34X                    | Investcorp Credit Mgmt      | 125   | 175 | 200 | 290     | 480  | 100.0 | 780  | 99.0  |
| 07/02/25 | FICLO 2023-1X <i>(reset)</i> | FMR Investment Mgmt         | 123   | 175 | 205 | 270     | 475  | 100.0 | 780  | 98.5  |
| 07/02/25 | DRYD 2017-56X <i>(reset)</i> | PGIM                        | 128   | 180 | 215 | 300 375 | 500  | 100.0 | 825  | 98.5  |
| 11/02/25 | HNLY 11X                     | Napier Park Global Capital  | 120   | 165 | 195 | 260     | 475  | 100.0 | 760  | 99.0  |
| 13/02/25 | CANYE 2025-1X                | Canyon Capital Advisors     | 128   | 180 | 210 | 295     | 495  | 100.0 | 785  | 98.5  |
| 14/02/25 | CORDA 34X                    | CVC Credit Partners         | 120   | 170 | 195 | 270     | 475  | 100.0 | 800  | 99.0  |
| 14/02/25 | ARBR 14X                     | Oaktree Capital Mgmt        | 119   | 175 | 200 | 285     | 470  | 100.0 | 750  | 99.0  |
| 14/02/25 | ICGE 2023-1X <i>(reset)</i>  | ICG Debt Advisors           | 125   | 175 | 225 | 350     | 520  | 100.0 | 845* | N/A   |
| 14/02/25 | TCLO 10X                     | Chenavari Credit Partners   | 125   | 185 | 235 | 335     | 505  | 100.0 | 875  | 98.0  |
| 14/02/25 | SNDPE 14X                    | Sound Point Capital Mgmt    | 118   | 160 | 200 | 280     | 460  | 100.0 | 750  | 100.0 |
| 14/02/25 | OCPE 2025-12X                | Onex Credit Partners        | 120   | 170 | 200 | 275     | 475  | 100.0 | 790  | 99.0  |
| 17/02/25 | BOPHO 11X                    | Cross Ocean Mgmt            | 125   | 175 | 215 | 320     | 520  | 100.0 | 795  | 99.0  |
| 20/02/25 | JUBIL 2025-30X               | Alcentra                    | 119.5 | 170 | 210 | 300 350 | 485  | 100.0 | 785  | 99.0  |
| 21/02/25 | BCCE 2025-1X                 | Bain Capital Credit         | 118   | 170 | 210 | 330     | 500  | 100.0 | 825  | 99.0  |
| 21/02/25 | MARGA 3X                     | M&G                         | 120   | 170 | 235 | 275     | 470  | 100.0 | 770  | 99.0  |
| 21/02/25 | ARINI 5X                     | Arini Capital Mgmt          | 120   | 175 | 218 | 280     | 470  | 100.0 | 800  | 99.0  |
| 24/02/25 | RRME 24X                     | Apollo Credit Mgmt          | 116   | 195 | 260 | 330 450 | -    | -     | -    | -     |
| 27/02/25 | RAVPK 1X                     | Blackstone/GSO              | 117   | 165 | 195 | 270     | 475  | 100.0 | 750  | 99.0  |
| 28/02/25 | TIKEH 13X                    | Tikehau Capital Europe Ltd  | 119   | 170 | 215 | 320     | 500  | 100.0 | 825  | 99.0  |
| 28/02/25 | DRYD 2022-111X               | PGIM                        | 122   | 175 | 225 | 335     | 500  | 100.0 | 825  | 98.5  |
| 28/02/25 | CFOUR 1X <i>(reset)</i>      | Capital Four Mgmt           | 120   | 175 | 225 | 330     | 500  | 100.0 | 875  | 98.5  |
| 28/02/25 | AQUE 2019-4X <i>(reset)</i>  | HPS Investment Partners     | 118   | 170 | 215 | 290     | 475  | 100.0 | 790  | 99.0  |
| 04/03/25 | CORDA 3X <i>(reset)</i>      | CVC Credit Partners         | 120   | 165 | 210 | 305     | 500  | 100.0 | 850  | 98.5  |
| 05/03/25 | CONTE 5X <i>(reset)</i>      | Five Arrows Managers        | 120   | 170 | 215 | 310     | 500  | 100.0 | 875  | 98.5  |
| 05/03/25 | ARMDA 7X                     | Brigade Capital Mgmt        | 119   | 170 | 215 | 300     | 490  | 100.0 | 785  | 99.0  |
| 07/03/25 | ABCVL 3X                     | CarVal CLO Mgmt             | 120   | 185 | 235 | 320     | 525  | 100.0 | 825  | 99.0  |

|          |                       |                       |     |     |     |     |     |       |      |      |
|----------|-----------------------|-----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-------|------|------|
| 07/03/25 | PENTA 2021-2X (reset) | Partners Group        | 117 | 165 | 210 | 305 | 510 | 100.0 | 850  | 99.0 |
| 07/03/25 | BBAME 6X              | RBC Global Asset Mgmt | 120 | 170 | 220 | 305 | 500 | N/A   | 820* | N/A  |
| 07/03/25 | BRGPT 8X              | Bridgepoint Group     | 120 | 170 | 215 | 295 | 475 | 100.0 | 770  | 99.0 |
| 07/03/25 | AVOCA 32X             | KKR Capital Advisors  | 117 | 165 | 200 | 280 | 475 | 100.0 | 835  | 99.0 |
| 07/03/25 | RFTE 2025-1X          | King Street Capital   | 122 | 170 | 220 | 300 | 500 | 100.0 | 835  | 95.0 |

\*Bloomberg data – BB/B coupon | \*\* not refinanced | ^ B+ rated note priced at 850DM/98px | ^^BBB- rated priced at +405bps | ^B+ rated note priced at 785DM/98.75px | ^\* F1 class priced at 800DM/97.5px

## > Indici di Mercato (07/Mar)

| Index                   | Last Px | Δ Weekly | Δ Monthly | Δ YTD  |
|-------------------------|---------|----------|-----------|--------|
| XOVER (bps)*            | 296     | +7       | +8        | -17    |
| CDX HY (bps)            | 326     | +18      | +30       | +15    |
| Cash EU HY (bps)        | 281     | -1       | -14       | -18    |
| Cash US HY (bps)        | 343     | +2       | +42       | +14    |
| MAIN (bps)              | 55      | +1       | +2        | -3     |
| CDX IG (bps)            | 51      | +2       | +4        | +2     |
| CASH EU IG              | 76      | -4       | -4        | -9     |
| CASH US IG              | 123     | 0        | +6        | +3     |
| SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp | 58      | +1       | -1        | -6     |
| SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp | 101     | +1       | -2        | -12    |
| S&P500                  | 5770    | -3.1%    | -4.9%     | -1.9%  |
| FTSE MIB                | 38593   | -0.2%    | +3.6%     | +12.9% |

Bloomberg data - Indices

**P&G SGR SpA**

Via Flaminia 491, 00191 Roma

T. +39 06 4543 081

**FOLLOW US!**



### Disclaimer

Il presente documento è stato redatto da P&G SGR S.p.A. ed ha finalità esclusivamente informative. Le informazioni e le idee qui contenute sono di proprietà esclusiva di P&G SGR S.p.A. e il destinatario di tali informazioni comprende e si impegna a trattare tale materiale come riservato e confidenziale. Né questo documento né qualsiasi altra dichiarazione (orale o di altro tipo) fatta in qualsiasi momento in relazione allo stesso costituisce un'offerta, un invito o una raccomandazione ad acquistare o cedere titoli o a concludere qualsiasi transazione. La presente relazione non costituisce o fa parte di, e non deve essere interpretata come, alcuna offerta di vendita o sottoscrizione di, o invito a offrire, acquistare o sottoscrivere, alcun titolo, né essa o parte di essa deve rappresentare una base per, o su cui fare affidamento in qualsiasi connessione con, qualsiasi contratto o impegno. Si consiglia alle potenziali controparti di esaminare e/o ottenere una consulenza professionale indipendente e di trarre le proprie conclusioni in merito alle informazioni così fornite. È vietata la divulgazione, l'uso, la diffusione o la copia non autorizzati (in tutto o in parte) di questo documento o di qualsiasi informazione in esso contenuta. La diffusione del presente documento non obbliga P&G SGR S.p.A. a concludere alcuna transazione. P&G SGR SpA non rilascia alcuna dichiarazione in merito a qualsiasi questione o in merito all'accuratezza o alla completezza di qualsiasi dichiarazione fatta nel presente documento o fatta in qualsiasi momento oralmente o in altro modo in relazione al presente e ogni responsabilità (per negligenza o altro) in relazione a tali questioni o dichiarazioni è espressamente esclusa, salvo che in caso di dolo o colpa grave.