

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana si è caratterizzata per una intensa attività nel mercato secondario dei CLO, tornato a pieno regime dopo il rallentamento dovuto alla pausa natalizia. Si è infatti assistito ad elevati e crescenti volumi di tranche in offerta, sia in BWIC (~385mm) sia da run dei dealer (~640mm media giornaliera) che, come riportano diverse fonti di mercato, sono stati ben assorbiti dalla domanda degli investitori.

In linea con la minore volatilità del contesto macro e con il movimento osservato negli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana ~240bps, dai ~241bps del 09/01, per poi chiudere venerdì a ~243bps), il tono nel mercato dei CLO è stato costruttivo, con spread in restringimento, lungo tutta la struttura, rispetto ai livelli registrati sul finire dello scorso anno.

In generale, tranche AAA dai profili più lunghi (~5yrs) sono state scambiate in 120a-L120s mentre profili naturalmente corti e di deal delevered continuano ad essere offerti in area 70-100s.

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA hanno registrato cover in VH170-L180s mentre le single A in VL-L200s. Gli spread per le BBB si attestano invece nel range H200-L300s per tranche dalle metriche creditizie migliori mentre carta Tier-2/3 o dai profili più lunghi viene offerta intorno a MH300-L400s.

Il tiering continua ad essere sempre più pronunciato tra le mezzanine sub-IG, riflettendo una divergenza nella qualità del collaterale. I livelli per tranche BB di migliore qualità/dai manager più liquidi/con minor duration si collocano infatti in area VH500s ma profili dal collaterale più debole (bassi livelli di MVOC) o più lunghi in duration hanno registrato cover in L700-800s. Gli spread per le single-B si attestano invece nel range LM800-1000s.

Sul mercato primario l'attività sembra aver ripreso pieno ritmo. In settimana si è assistito al pricing di due soli deal (2 refi) ma la pipeline è piena, contando, al momento e da nostra evidenza, 14 deal (10 reset e 4 nuove emissioni).

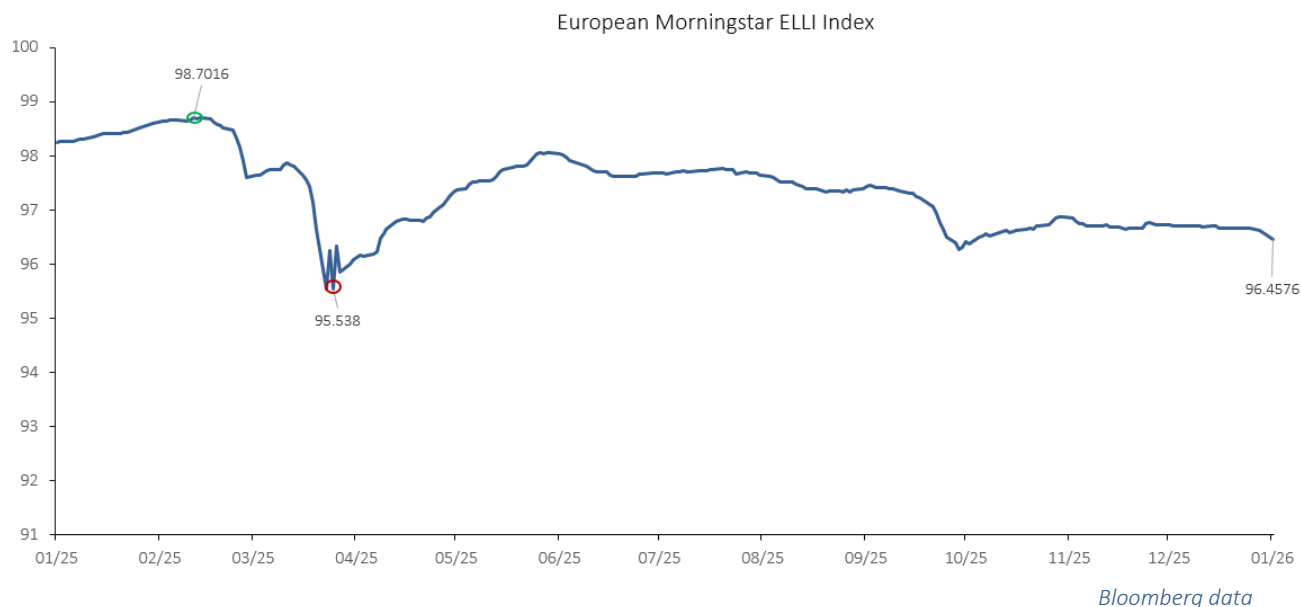
> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/25	09/01/26	16/01/26	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	115	110	105	-5	-10	-9%
AA	185	185	180	-5	-5	-3%
A	230	225	215	-10	-15	-7%
BBB	340	335	325	-10	-15	-4%
BB	610	605	595	-10	-15	-2%
B	900	890	880	-10	-20	-2%

* 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.

Nel corso della settimana il valore dell'indice ELLI ha continuato a seguire un trend in leggera diminuzione, che aveva già preso avvio dagli ultimi giorni del 2025, attestandosi, alla chiusura di venerdì, a **96.4576** Vs 96.6559 il 09/01/26.

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 09/04/25 rispettivamente.



	31/12/25	09/01/26	16/01/26	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	96.66	96.66	96.46	-0.20	-0.20

In linea con l'andamento in leggera diminuzione osservato nel valore dell'indice ELLI (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan), i livelli di MVOC delle tranche CLO sono leggermente diminuiti, nella settimana, lungo tutta la struttura.

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*

	31/12/25	09/01/26	16/01/26	WoW	YTD
AAA	158.5%	158.5%	158.4%	-0.1%	-0.1%
AA	134.5%	134.5%	134.4%	-0.1%	-0.1%
A	124.1%	124.1%	124.0%	-0.1%	-0.1%
BBB	114.0%	114.0%	113.8%	-0.2%	-0.2%
BB	107.9%	107.9%	107.8%	-0.1%	-0.1%
B	104.2%	104.2%	104.1%	-0.1%	-0.1%

* 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

	31/12/25	09/01/26	16/01/26
AAA	99.7-100.4	99.7-100.4	99.1-100.6
AA	99.5-100.6	99.5-100.6	96.7-101.3
A	100.0-100.3	100.0-100.3	99.6-101.5
BBB	98.7-100.3	98.7-100.3	99.0-102.3
BB	99.1-99.7	99.1-99.7	87.0-101.7
B	96.7-100.6	96.7-100.6	87.0-12.0

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

Nella settimana si è assistito ad una ripresa dell'attività, con volumi di tranche in offerta crescenti. Considerando una media di 12 dealer attivi, l'offerta media giornaliera ammontava complessivamente a ~640mm (Vs ~650mm della settimana precedente); del totale in offerta, ~429mm (Vs ~419mm 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 della scorsa settimana. 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 16/Gen	Size (~mm)	Ask Px < 100.30, caso no call				Ask Px > 100.30, caso call			
		Avg Ask Px	Avg Ask DM (bps)	Yield (%)	WAL (yrs)	Avg Ask Px	Avg Ask DM (bps)	Yield (%)	WAL (yrs)
AAA	429	100.1	90	3.1	2.1	100.5	80	2.8	1.1
AA	76	99.2	170	4.0	4.2	100.6	90	3.0	0.8
A	76	100.2	210	4.6	7.0	100.8	140	3.5	1.0
BBB	32	99.8	325	5.7	5.8	101.2	155	3.5	0.7
BB	14	97.8	665	9.2	6.9	101.0	295	5.0	0.4

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

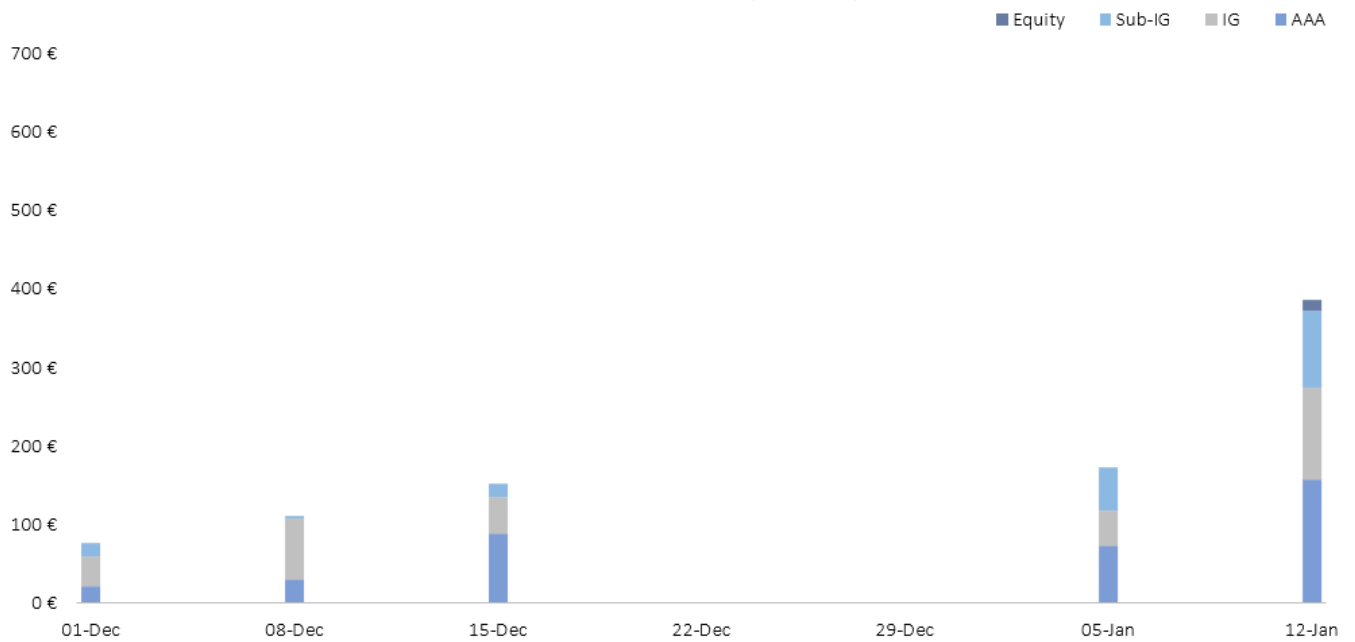
> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali registrati in asta dalla prima settimana di dicembre.

Nella settimana si è assistito ad un deciso incremento dei volumi di tranche offerte in BWIC, dopo il rallentamento dell'attività osservato a cavallo tra la fine del 2025 e l'inizio del nuovo anno. L'offerta complessiva ammontava infatti a ~385mm (Vs ~170mm della settimana precedente), risultando così ben superiore alla media settimanale registrata nel corso dello scorso anno (~270mm).

I flussi si sono principalmente concentrati su tranche senior che, pari a ~157mm, hanno rappresentato il ~41% del totale offerto. A seguire, le mezzanine IG, ~116mm/30%, e le mezzanine sub-IG, ~98mm/25% del totale. Esiguo il numero di tranche equity, ~14mm/4% del totale.

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

Nel corso della settimana si è assistito ad una decisa ripresa dell'attività di primario, con i pricing di due refi (da Fair Oaks e M&G) e una pipeline già piena, che lascia attendere livelli di spread più stretti rispetto a quanto visto a fine 2025.

La pipeline conta, al momento e da nostra evidenza, 14 operazioni, di cui 10 reset (dai manager Barings, Alcentra, Napier Park, Partners Group, Redding Ridge, CIFC, CVC, Guggenheim, Brigade e Invesco) e 4 nuove emissioni (dai manager Palmer Square, Permira, Nassau e Fidelity).

Di seguito si riporta un recap dei prezzi e degli spread delle emissioni da dicembre 2025.

ISSUE DT	TICKER	MANAGER	AAA	AA	A	BBB	BB		B	
			DM	DM	DM	DM	DM	PX	DM	PX
02/12/25	PENTA 2025-21X	Partners Group	127	190	225	315	530	100.0	825	100.0
04/12/25	ARESE 17X <i>(reset)</i>	Ares Mgmt	130	190	220	310	530	100.0	880	98.5
04/12/25	CORDA 12X <i>(reset)</i>	CVC Credit Partners	125	195	225	335	557	100.0	900	97.0
04/12/25	ARCAN 3X	Arcano Loan Advisors	135	200	240	330	565	100.0	875	98.0
05/12/25	BABSE 2025-1X	Barings	126	200	240	350	595	100.0	895	99.0
05/12/25	OCPE 2017-1X <i>(reset)</i>	Onex Credit Partners	130	195	225	320	525	100.0	850	100.0
05/12/25	AQUE 15X	HPS Investment Partners	132	200	245	350	615	100.0	N/A	N/A
05/12/25	GROSV 2025-4X	CQS	127.5	210	250	350	600	100.0	900	99.25
05/12/25	TIKEH 3X <i>(reset)</i>	Tikehau	133	200	230	350	585	100.0	925	98.0
05/12/25	AVOCA 21X <i>(reset)</i>	KKR Financial Advisors	130	190	210	305	535	100.0	856*	98.0
11/11/25	VESPK 1X <i>(reset)</i>	Blackstone	131	198	230	335	550	100.0	925	98.25
11/11/25	INDI 1X <i>(refi)</i>	Indigo	126	200	240	340	600	100.0	-	-
12/12/25	CGMSE 2025-3X	Carlyle Investment Mgmt	131	200	230	300	555	100.0	875	100.0
14/12/25	FIOS 1X <i>(reset)</i>	Sona Asset Mgmt	134	200	230	330	580	100.0	870	98.5
14/12/25	HAYEM 9X <i>(reset)</i>	Hayfin Capital Mgmt	138	210	260	390	645	100.0	850*	N/A

17/12/25	ARINI 8X	Arini Capitl Mgmt	130	195	225	315	535	100.0	850	100.0
18/12/25	LOGIC 3X	Acer Tree Investment	135	205	250	360	600	100.0	935	98.25
19/12/25	VENDM 2020-1X (reset)	Carlyle Investment Mgmt	132	200	250	350	620	100.0	970	92.5
20/12/25	MDPKE 13X (reset)	UBS Asset Mgmt	132	200	240	355	620	100.0	960	95.0
16/01/26	FOAKS 5X (refi)	Fair Oaks	123.5	175	200	275	525	100.0	815	100.0
16/01/26	MARGA 2X (refi)	M&G	123.5	180	210	290	490	100.0	-	-

**Bloomberg data – BB/B coupon*

> Indici di Mercato (16/Gen)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)	243	+2	-2	-1
CDX HY (bps)	289	-24	-31	-28
Cash EU HY (bps)	281	+2	-6	-1
Cash US HY (bps)	314	-7	-34	-22
MAIN (bps)	50	0	-1	0
CDX IG (bps)	49	0	-2	-1
CASH EU IG	62	-1	-1	-1
CASH US IG	104	-4	-9	-4
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	53	+1	-1	-1
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	91	+1	-3	-2
S&P500	6940	-0.4%	+1.5%	+1.4%
FTSE MIB	45800	+0.2%	+2.3%	+1.9%

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.