

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana si è caratterizzata per una crescente attività nel mercato secondario dei CLO, con un maggior numero di dealer attivi e volumi di tranches in offerta in salita, sia in BWIC (~300mm) sia da run dei dealer (~840mm media giornaliera), dove in alcune sessioni si è quasi raggiunto ~1bn. Come riportano diverse fonti di mercato, l'offerta è però stata ben assorbita dalla domanda degli investitori, in particolare interessati a profili IG corti.

Nonostante la volatilità del contesto macro e l'andamento osservato negli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana un minimo di ~240bps – un picco intraday di ~259bps era stato toccato nella precedente – per poi chiudere venerdì a ~247bps), il tono sul mercato CLO rimane costruttivo, con spread stabili e in minimo restringimento lungo tutta la struttura.

Le tranches AAA sono state scambiate in 70-80bps area nel caso di profili corti e in 115-120s per carta più lunga (~5 anni WAL).

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA hanno registrato cover in 160-180s mentre le single-A in L200s, con profili single-A più lunghi in 200a/M100s to call. Le tranches BBB continuano a ricevere una buona domanda, con livelli di spread che si attestano nel range MH-H200s per tranches di migliore qualità; carta Tier-2/3 o dai profili più lunghi continua invece ad essere offerta intorno a MH300-L400s.

Tra le mezzanine sub-IG continua ad essere evidente il tiering. Le tranches BB dalle metriche creditizie più solide e dai profili naturalmente più corti vengono scambiate in H400-500s mentre tranches dal collaterale più debole (bassi livelli di MVOC) o più lunghe in duration in L700-800s. Gli spread per le single-B continuano a muoversi nei range [MH700-L800] per le migliori e [MH900-1000s] per i deal dalle metriche più deboli.

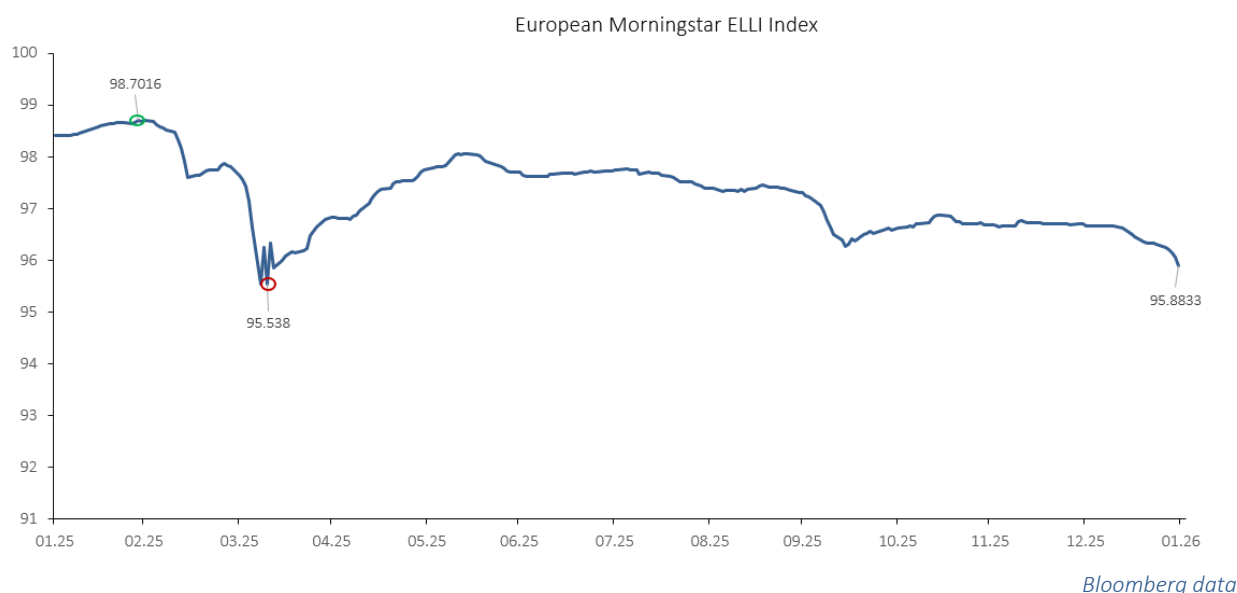
Nel mercato primario sono stati prezzati 7 deal (5 reset, 1 refi e 1 nuove emissioni) mentre la pipeline è in salita, con 24 operazioni (9 reset, 3 refi e 12 nuove emissioni).

> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/25	23/01/26	30/01/26	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	115	100	100	0	-15	-13%
AA	185	175	170	-5	-15	-8%
A	230	215	210	-5	-20	-9%
BBB	340	325	320	-5	-20	-6%
BB	610	595	590	-5	-20	-3%
B	900	880	870	-10	-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.

Nel corso della settimana il valore dell'indice ELLI è diminuito significativamente (continuando a seguire il trend decrescente che aveva già preso avvio a fine 2025), in parte dovuto sia all'eccesso di offerta (record storico di emissioni di loan in Europa a fine gennaio) sia a seguito dei numerosi repricing. Alla chiusura di venerdì, il valore dell'indice si attestava a **95.8833** Vs 96.315 del 23/01/26. 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	23/01/26	30/01/26	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	96.66	96.32	95.88	-0.43	-0.78

La diminuzione osservata nel valore dell'indice ELLI (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) continua a riflettersi anche nei livelli di MVOC delle tranche CLO, che risultano in diminuzione, nella settimana e da inizio anno, 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	23/01/26	30/01/26	WoW	YTD
AAA	158.5%	158.2%	157.9%	-0.3%	-0.6%
AA	134.5%	134.2%	133.9%	-0.3%	-0.6%
A	124.1%	123.8%	123.5%	-0.3%	-0.6%
BBB	114.0%	113.7%	113.4%	-0.3%	-0.6%
BB	107.9%	107.6%	107.4%	-0.2%	-0.5%
B	104.2%	104.0%	103.8%	-0.2%	-0.4%

* 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	23/01/26	30/01/26
AAA	99.7-100.4	99.6-100.8	99.7-100.8
AA	99.5-100.6	97.0-101.3	97.0-101.3
A	100.0-100.3	100.0-101.5	100.1-101.6
BBB	98.7-100.3	98.0-102.3	99.2-102.1
BB	99.1-99.7	95.0-102.0	95.2-102.2
B	96.7-100.6	82.5-100.9	85.0-102.2

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

Nell'ultima settimana, anche grazie alla presenza di un maggior numero di controparti attive, abbiamo assistito a volumi di tranche offerte mediante run dei dealer crescenti, che, in alcune sessioni centrali della settimana, hanno quasi raggiunto ~1bn. Considerando infatti una media di 14 dealer attivi (Vs 13 della settimana precedente), l'offerta media giornaliera ammontava complessivamente a ~840mm (Vs ~720mm della settimana precedente); del totale in offerta, ~560mm (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 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 30/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	560	100.1	90	3.0	2.2	100.5	80	2.9	1.1
AA	94	99.2	145	3.7	4.0	100.7	110	3.2	0.9
A	96	100.2	220	4.7	5.7	101.0	125	3.3	1.0
BBB	56	100.0	305	5.6	6.5	101.3	160	3.7	0.9
BB	14	98.1	655	9.1	6.5	101.4	365	5.7	0.9

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

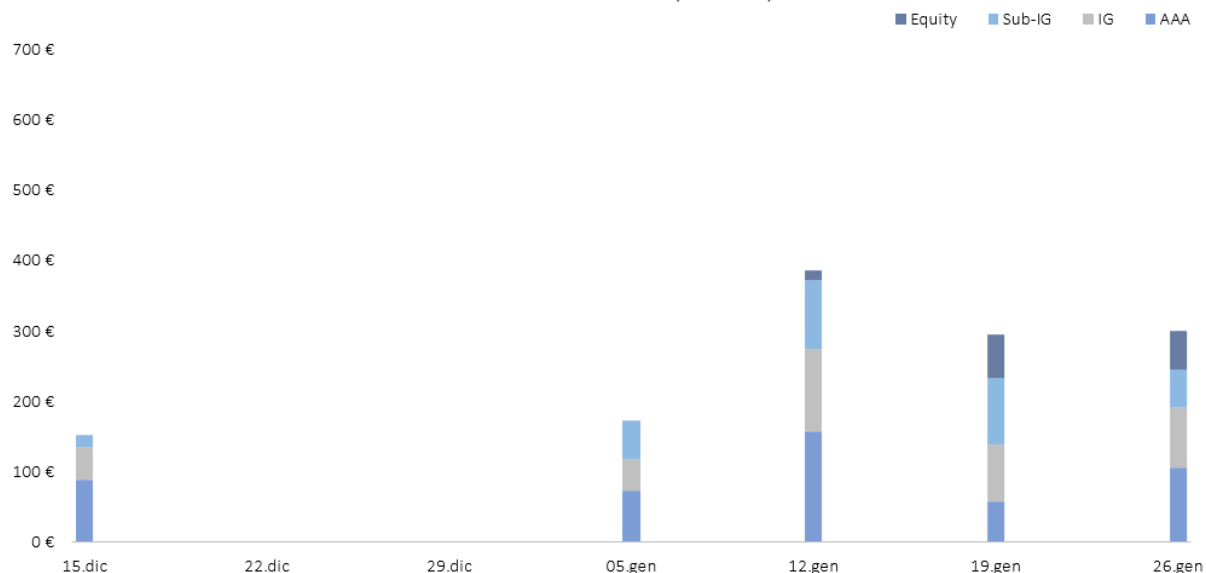
> CLO Secondary – BWIC Volumes

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

Nella settimana l'offerta in BWIC si è mantenuta pressoché in linea con quella della precedente, ammontando complessivamente a ~300mm (Vs ~295mm della settimana prima), e risultano così appena al di sopra della media settimanale registrata da inizio anno (~290mm).

I flussi si sono principalmente concentrati sulle tranche senior che, pari a ~105mm, hanno rappresentato il ~36% del totale, seguite dalle mezzanine IG, pari a ~85mm/28% del totale. L'offerta si è poi equamente distribuita tra mezzanine sub-IG ed equity, ~54mm/18% del totale per ciascun bucket.

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

L'attività sul mercato primario continua a seguire un buon ritmo. Nella settimana abbiamo infatti assistito al pricing di 7 operazioni, di cui 5 reset (dai manager CIFIC, CVC, Capital Four, Napier Park e Guggenheim), 1 refi (da Goldentree) e 1 nuova emissione (da Nassau).

La pipeline è comunque in continua costruzione, contando, al momento e da nostra evidenza, 24 operazioni, di cui 9 reset (dai manager Alcentra, Napier Park, Signal, Partners Group, Ares, Redding Ridge, Blackstone, Polus e Bluebay), 3 refi (da ICG, Nassau e Oaktree) e 12 nuove emissioni (dai manager Fidelity, Serone, Five Arrows, Blackstone, Pine Bridge, Cross Ocean, AXA, Onex Credit Partners, KKR, Redding Ridge, CIFIC e Signal).

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 <i>(reset)</i>	Carlyle Investment Mgmt	132	200	250	350	620	100.0	970	92.5
20/12/25	MDPKE 13X <i>(reset)</i>	UBS Asset Mgmt	132	200	240	355	620	100.0	960	95.0
16/01/26	FOAKS 5X <i>(refi)</i>	Fair Oaks	123.5	175	200	275	525	100.0	815	100.0
16/01/26	MARGA 2X <i>(refi)</i>	M&G	123.5	180	210	290	490	100.0	-	-
20/01/26	BABSE 2024-1X <i>(reset)</i>	Barings	127	190	220	315	550	100.0	895	97.75
22/01/26	RRME 18X <i>(reset)</i>	Redding Ridge	123	160	195	265	460	100.0	-	-
22/01/26	INVESC 12X <i>(refi)</i>	Invesco	126	168	195	225	375	100.0	-	-
23/01/26	ARMDA 6X <i>(reset)</i>	Brigade Capital Mgmt	125	175	200	270	500	100.0	800	100.0
23/01/26	PLMER 2026-1X	Palmer Square Capital Mgmt	123	165	195	270	460	100.0	780	100.0
23/01/26	PENTA 2022-11X <i>(reset)</i>	Partners Group	127	165	200	270	465	100.0	800	100.0
23/01/26	PRVD 14X	Permira Credit	123	160	200	265	475*	-	780*	-
26/01/26	CIFCE 3X <i>(reset)</i>	CIFC	123	170	200	255	475	100.0	815	100.0
26/01/26	GLME 7X <i>(refi)</i>	Goldentree Loan Mgmt	-	160	180	260	450	100.0	725	100.0
27/01/26	CORDA 16X <i>(reset)</i>	CVC Credit Partners	128	175	200	270	515	100.0	840	100.0
27/01/26	NGCE 6X	Nassau	130	180	220	305	525	100.0	825	100.0
29/01/26	CFOUR 7X <i>(reset)</i>	Capital Four	124	165	210	265	480	100.0	825	100.0
30/01/26	HNLY 7X <i>(reset)</i>	Napier Park	124	165	190	250	460	100.0	775	100.0
30/01/26	BILB 2X <i>(reset)</i>	Guggenheim	124	165	195	275	465	100.0	799	100.0

**Bloomberg data – BB/B coupon*

> Indici di Mercato (30/Gen)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)	247	+5	+3	+3
CDX HY (bps)	296	+5	-20	-20
Cash EU HY (bps)	285	+11	0	+2
Cash US HY (bps)	324	+12	-14	-12
MAIN (bps)	51	+1	+1	+1
CDX IG (bps)	49	0	-1	-1
CASH EU IG	59	-1	-3	-3
CASH US IG	105	+3	-3	-3
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	54	0	-1	-1
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	91	+1	-2	-2
S&P500	6939	+0.34%	+1.17%	+1.37%
FTSE MIB	45527	+1.55%	+0.34%	+1.30%

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.