

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana è iniziata lentamente nel mercato secondario dei CLO ma l'attività si è decisamente ripresa nelle sessioni successive, con buoni volumi di tranche in offerta, sia da run dei dealer (~750mm media giornaliera) sia e soprattutto in BWIC, dove le liste ammontavano complessivamente a ~550mm. L'attività si concentra principalmente nelle giornate di martedì e giovedì, con numerose tranche sub-IG ed Equity in lista che, come riportano diverse fonti di mercato, sono state ben assorbite dalla domanda degli investitori. L'approccio rimane però sempre più selettivo, con una preferenza per pool collaterali di elevata qualità ed alto prezzo medio, continuando a sostenere il restringimento degli spread di questi profili nonostante il prezzo medio dei leveraged loan in discesa.

La volatilità osservata a livello macro - anche a seguito della debolezza nel settore dei software, con conseguenti preoccupazioni su maggiore rischio idiosincratico - e nell'andamento degli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana ~248bps, per poi chiudere venerdì a ~244bps), non sembra essersi materializzata al momento negli spread delle tranche CLO, che si sono mossi pressoché lateralmente, ma si traduce - come riportano diverse fonti - in prezzi più speculativi per tranche dal collaterale più debole e quindi in un tiering sempre più pronunciato, in particolare all'interno del bucket sub-IG.

Le tranche AAA sono state scambiate in 70-90bps area nel caso di profili corti e in 115-1120s per carta più lunga (~5 anni WAL).

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA hanno registrato cover in LM100s mentre le single-A in VL200s. Gli spread delle BBB continuano a collocarsi nel range MH-H200s per tranche di migliore qualità mentre carta Tier-2/3 o dai profili più lunghi rimane intorno a MH300-L400s.

Con riferimento invece alle BB (elevati volumi offerti in BWIC questa settimana, in particolare giovedì), i livelli si muovono tra [H400-500s] per tranche top-Tier o di deal *well-delevered* e [L700-850s] per tranche dalle metriche creditizie più deboli (bassi livelli di MVOC) o più lunghe in duration. Nel caso delle single-B la dispersione dei livelli è ancora maggiore, con spread che si muovono, in funzione del tiering, negli intervalli [MH700-L800] per le migliori e [MH900-1000s] per profili Tier2-3.

Nel mercato primario sono stati prezzati 10 deal (5 reset, 1 refi e 4 nuove emissioni) mentre la pipeline è in costruzione, con 20 operazioni (9 reset, 1 refi e 10 nuove emissioni).

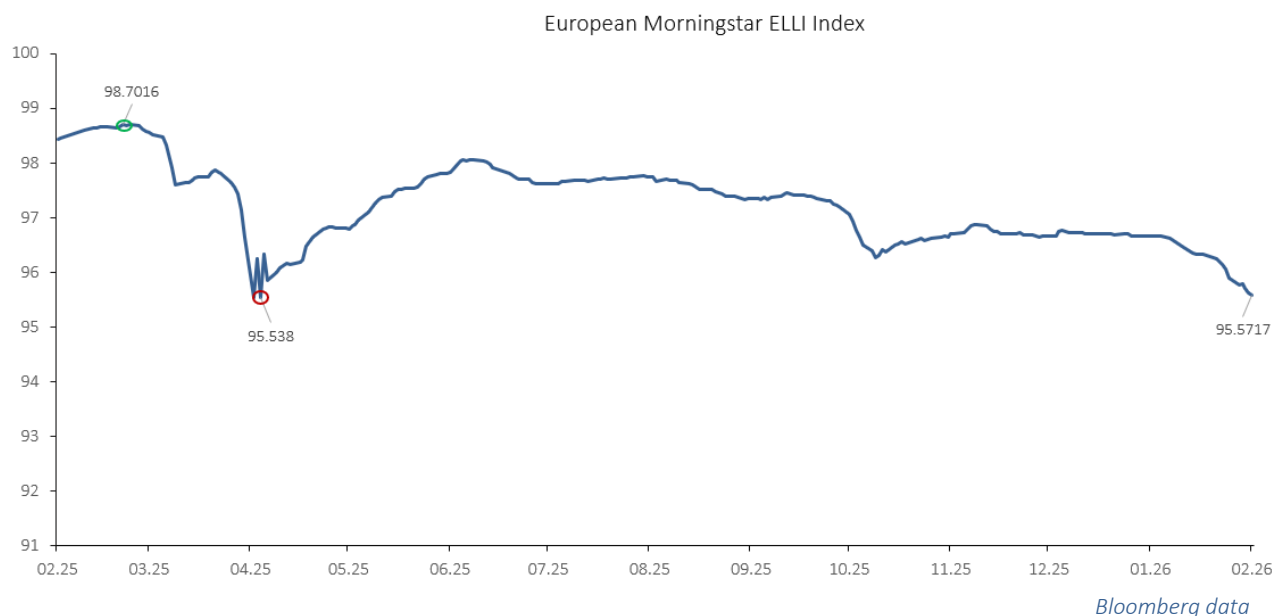
> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/25	30/01/26	06/02/26	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	115	100	105	+5	-10	-9%
AA	185	170	165	-5	-20	-11%
A	230	210	215	+5	-15	-7%
BBB	340	320	320	0	-20	-6%
BB	610	590	600	+10	-10	-2%
B	900	870	885	+15	-15	-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 abbiamo continuato ad assistere ad una discesa nei prezzi bid dei leveraged loan, movimento ben visibile dall'andamento decrescente dell'indice ELLI di Morningstar. Il valore dell'indice ha infatti chiuso la settimana a **95.5717** Vs 95.8833 del 30/01/26, avvicinandosi sempre più al minimo relativo dell'ultimo anno (95.538), mentre i livelli di spread dei CLO rimangono vicini ai minimi toccati pre-Liberation day.

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	30/01/26	06/02/26	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	96.66	95.88	95.57	-0.31	-1.09

Il trend decrescente seguito dal valore dell'indice ELLI (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) si traduce in livelli di MVOC delle tranche CLO via via più bassi. I livelli risultano infatti 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	30/01/26	06/02/26	WoW	YTD
AAA	158.5%	158.2%	157.4%	-0.5%	-1.1%
AA	134.5%	134.2%	133.4%	-0.5%	-1.1%
A	124.1%	123.8%	123.0%	-0.5%	-1.1%
BBB	114.0%	113.7%	113.0%	-0.4%	-1.0%
BB	107.9%	107.6%	107.0%	-0.4%	-0.9%
B	104.2%	104.0%	103.5%	-0.3%	-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

	31/12/25	30/01/26	06/02/26
AAA	99.7-100.4	99.7-100.8	99.7-100.8
AA	99.5-100.6	97.0-101.3	97.0-101.1
A	100.0-100.3	100.1-101.6	99.8-101.6
BBB	98.7-100.3	99.2-102.1	99.2-102.0
BB	99.1-99.7	95.2-102.2	91.3-102.2
B	96.7-100.6	85.0-102.2	88.0-102.2

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

Nell'ultima settimana i volumi di tranche CLO offerte sul secondario, mediante run dei dealer, sono rimasti elevati, ma in diminuzione rispetto a quelli registrati nella precedente. Considerando infatti una media di 12 dealer attivi (Vs 14 della settimana prima), l'offerta media giornaliera ammontava complessivamente a ~750mm (Vs ~840mm della settimana precedente); del totale in offerta, ~500mm (Vs ~560mm 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 06/Feb	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	500	100.1	95	3.1	2.6	100.5	80	2.9	1.1
AA	68	99.5	125	3.4	3.0	100.7	100	3.1	0.9
A	85	100.2	210	4.5	5.5	101.0	120	3.2	1.0
BBB	52	100.2	280	5.4	7.2	101.2	170	3.8	1.0
BB	19	97.5	675	9.3	6.6	101.3	385	5.9	0.9

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

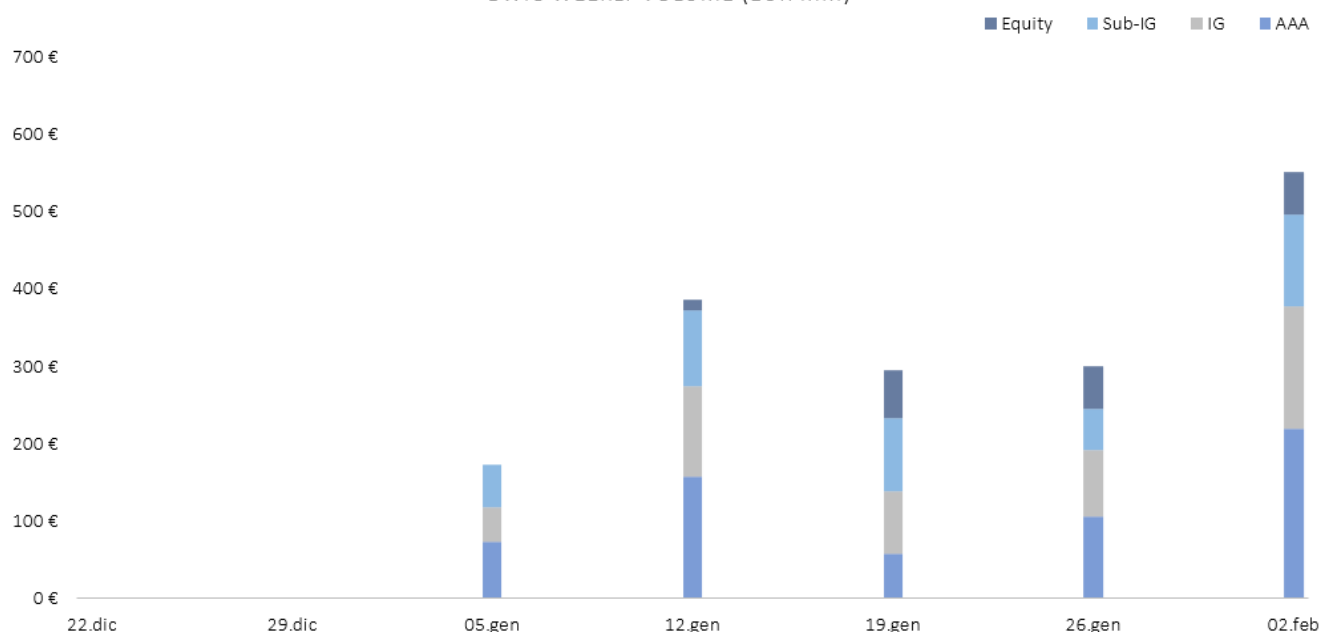
> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali registrati in asta dall'ultima settimana di dicembre.

Negli ultimi giorni si è assistito ad un deciso incremento dell'attività in BWIC, concentratasi in particolare nelle giornate di martedì e giovedì. Il totale di tranche in lista ammontava complessivamente a ~550mm (Vs ~300mm della settimana prima), collocandosi ben di sopra della media settimanale registrata da inizio anno (~340mm) e nel 2025 (~270mm).

Nel complesso, i flussi si sono principalmente concentrati sulle tranche senior che, pari a ~218mm, hanno rappresentato il ~40% del totale, seguite dalle mezzanine IG, pari a ~159mm/30% del totale e dalle mezzanine sub-IG, ~118mm/20% del totale. Buona anche l'attività su tranche equity, ~55mm/10% della carta in lista.

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

Il mercato primario continua ad essere particolarmente attivo. Nell'ultima settimana abbiamo assistito al pricing di 5 operazioni, di cui 4 nuove emissioni (dai manager Fidelity, Signal, Cross Ocean e Pine Bridge), 1 refi (da ICG) e 5 reset (dai manager Redding Ridge, Partners Group, CVC, Alcentra e Ares). La costruzione della pipeline continua a pieno ritmo; da nostra evidenza, ci sono 20 deal in fase di marketing. Di questi, 9 sono reset (dai manager Napier Park, Signal, Blackstone, Polus, Bluebay, Blackrock, Permira, Voya e Oaktree), 1 è un refi (da Nassau) e 10 sono nuove emissioni (dai manager Serone, Five Arrows, Blackstone, AXA, KKR, Redding Ridge, CIFIC, Diameter, Signal e CQS). 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	-	-
20/01/26	BABSE 2024-1X (reset)	Barings	127	190	220	315	550	100.0	895	97.75
22/01/26	RRME 18X (reset)	Redding Ridge	123	160	195	265	460	100.0	-	-
22/01/26	INVESC 12X (refi)	Invesco	126	168	195	225	375	100.0	-	-
23/01/26	ARMDA 6X (reset)	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 (reset)	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 (reset)	CIFC	123	170	200	255	475	100.0	815	100.0
26/01/26	GLME 7X (refi)	Goldentree Loan Mgmt	-	160	180	260	450	100.0	725	100.0
27/01/26	CORDA 16X (reset)	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 (reset)	Capital Four	124	165	210	265	480	100.0	825	100.0
30/01/26	HNLY 7X (reset)	Napier Park	124	165	190	250	460	100.0	775	100.0
30/01/26	BILB 2X (reset)	Guggenheim	124	165	195	275	465	100.0	799	100.0
02/02/26	FICLO 8X	Fidelity CLO Advisers LP	124	165	200	265	465	100.0	790	100.0
02/02/26	RRME 19X (reset)	Redding Ridge	122	160	195	255	450	100.0	-	-
03/02/26	JUBIL 2024-28X (reset)	Alcentra	124	170	200	305	525	100.0	870	100.0
03/02/26	SHCLO 6X	Signal Loan Mgmt	127	180	220	300	540	100.0	925	97.0
04/02/26	BOPHO 12X	Cross Ocean	127	185	220	305	550	100.0	875	98.0
04/02/26	PENTA 2024-17X (reset)	Partners Group	121	165	190	260	480	100.0	795	100.0
04/02/26	EGLXY 2025-8X	PineBridge Investments	129	185	215	295	515	100.0	910	98.0
06/02/26	ICGE 2023-2X (refi)	ICG Debt Advisors	129	185	215	295	515	100.0	910	98.0
06/02/26	CORDA 24X (reset)	CVC Credit Partners	124.5	160	205	290	550	100.0	875	99.0
06/02/26	ARESE 16X (reset)	Ares Mgmt	122	165	205	290	530	100.0	925	98.0

**Bloomberg data – BB/B coupon*

> Indici di Mercato (06/Feb)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)	244	-3	+2	0
CDX HY (bps)	301	+5	-11	-15
Cash EU HY (bps)	281	-4	-3	-2
Cash US HY (bps)	335	+11	+8	-1
MAIN (bps)	52	0	+1	+1
CDX IG (bps)	50	+1	+1	0
CASH EU IG	61	+2	-4	-1
CASH US IG	108	+3	0	0
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	54	0	0	-1
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	90	-1	-1	-3
S&P500	6932	-0.10%	-0.49%	+1.27%
FTSE MIB	45877	+0.77%	+0.35%	+2.08%

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.