

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana è iniziata lentamente nel mercato secondario dei CLO, dato un primo giorno di US bank holiday, ma l'attività si è subito ripresa nei giorni successivi. I volumi di tranche in offerta sono stati infatti piuttosto elevati, sia da run dei dealer (~850mm media giornaliera), dove in alcune sessioni è stato raggiunto ~1bn, sia in asta (~425mm), anche se in diminuzione rispetto alla settimana precedente. Secondo quanto riportato da diverse fonti di mercato, la domanda degli investitori sembra ben assorbire l'offerta ma l'approccio rimane selettivo, con un interesse maggiore verso profili di migliore qualità e il tentativo di sfruttare questa finestra di volatilità per comprare a prezzi bid più competitivi.

In linea con la volatilità del contesto macro e con il movimento degli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana ~255bps, dai ~248bps del 13/02, per poi chiudere venerdì a ~247bps), gli spread dei CLO hanno seguito un allargamento nella settimana, con una dispersione dei livelli via via maggiore scendendo lungo la struttura.

Le tranche AAA sono state scambiate in area 80-100bps per profili più corti e in L120s per profili più lunghi (~5anni WAL).

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA hanno registrato cover in area M-MH100s per duration più brevi e in H100-200a nel caso di carta più lunga, mentre i livelli per le single-A si attestavano in M200-MH200s a seconda della bontà del collaterale. Le tranche BBB sono invece state scambiate nei range MH-H200s e 300a-LM300s, in funzione delle metriche creditizie e della liquidità del manager, con tranche high coupon che vengono offerte in H100-LM200s *to first call*.

Tra le sub-IG, la dispersione dei livelli continua ad essere sempre maggiore, rendendo il tiering sempre più pronunciato. Gli spread per le BB si collocano infatti in H400-LM500s per tranche top-Tier e in L700-850s per profili dalle metriche peggiori. Con riferimento alle single-B, si è assistito ad un minimo rilascio di colore, con buona parte delle tranche offerte in asta non scambiate (DNT, principalmente per MVOC inferiori a 102%); livelli indicativi si collocano in un ampio range [H700-1000s].

Il mercato primario rimane attivo, con il pricing di 14 deal (7 nuove emissioni, 6 reset e 1 CLO direct lending/middle market) mentre in pipeline si contano, da nostra evidenza, 9 deal (5 reset e 4 nuove emissioni).

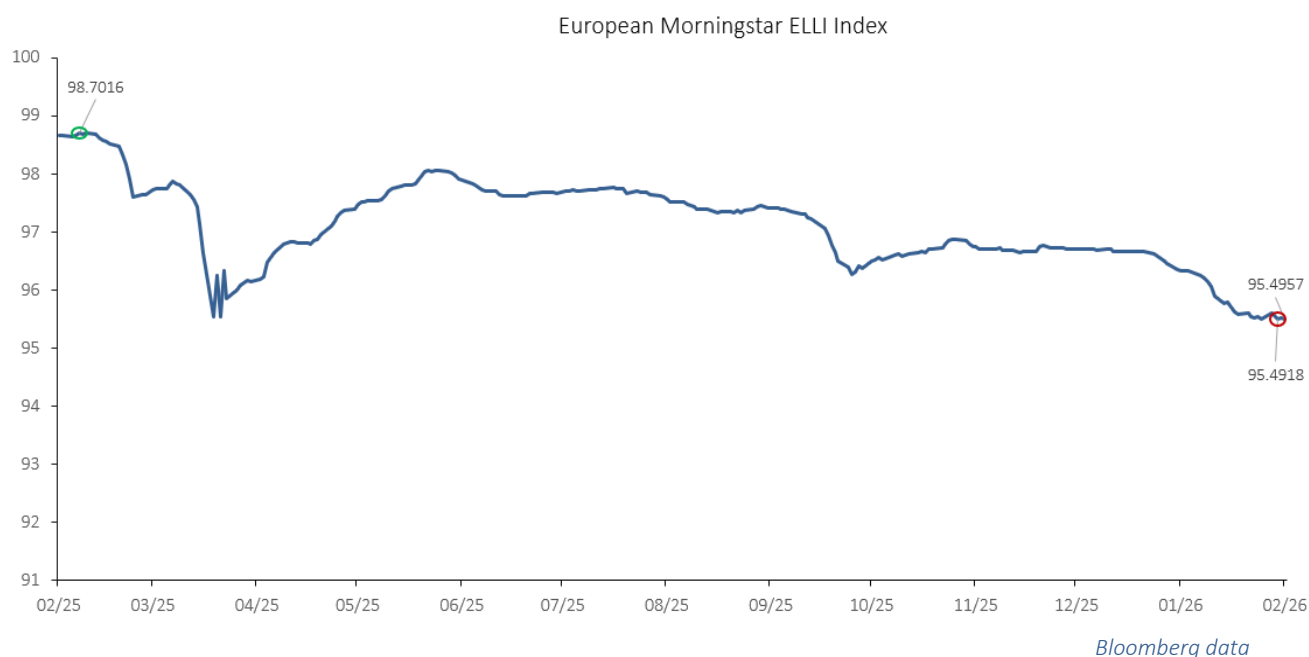
> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/25	13/02/26	20/02/26	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	115	105	110	+5	-5	-4%
AA	185	170	170	0	-15	-8%
A	230	220	230	+10	0	0%
BBB	340	330	340	+10	0	0%
BB	610	615	635	+20	+25	+4%
B	900	905	925	+20	+25	+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.

Il valore dell'indice ELLI di Morningstar ha seguito un andamento decrescente nei primi giorni della settimana, toccando, il 18/02/26, un nuovo minimo dell'ultimo anno, a 95.4918. Il suo valore è poi minimamente risalito nei giorni successivi attestandosi, alla chiusura di venerdì, a **95.4957** Vs 95.492 del 13/02/26.

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 18/02/26 rispettivamente.



	31/12/25	13/02/26	20/02/26	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	96.66	95.49	95.50	0.00	-1.17

Nonostante la diminuzione osservata nel valore dell'indice ELLI (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan), i livelli di MVOC delle tranche CLO sono rimasti stabili durante la 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	13/02/26	20/02/26	WoW	YTD
AAA	158.5%	157.0%	157.0%	0.0%	-1.5%
AA	134.5%	133.1%	133.1%	0.0%	-1.4%
A	124.1%	122.8%	122.8%	0.0%	-1.3%
BBB	114.0%	112.8%	112.8%	0.0%	-1.2%
BB	107.9%	106.8%	106.8%	0.0%	-1.1%
B	104.2%	103.2%	103.2%	0.0%	-1.0%

* 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	13/02/26	20/02/26
AAA	99.7-100.4	99.7-100.8	99.7-100.8
AA	99.5-100.6	99.9-101.1	96.7-101.0
A	100.0-100.3	99.7-101.4	99.2-101.5
BBB	98.7-100.3	96.7-102.0	98.4-102.0
BB	99.1-99.7	95.0-102.2	94.0-101.6
B	96.7-100.6	93.0-101.2	85.0-100.8

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

La scorsa settimana i volumi di tranche in offerta mediante run dei dealer sono stati piuttosto elevati, e crescenti rispetto a quelli registrati nella settimana precedente, raggiungendo, per buona parte delle sessioni, ~1bn. Considerando una media di 12 dealer attivi, l'offerta media giornaliera ammontava complessivamente a ~850mm (Vs ~740mm della settimana precedente); del totale in offerta, ~550mm (Vs ~515mm 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 20/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	550	100.1	100	3.1	2.8	100.4	85	2.9	1.1
AA	94	99.5	150	3.7	3.9	100.6	120	3.3	1.0
A	98	100.0	220	4.6	5.9	100.9	145	3.2	1.0
BBB	75	100.0	290	5.4	7.5	101.0	190	3.9	0.9
BB	14	97.6	635	9.0	6.9	101.0	410	6.2	1.1

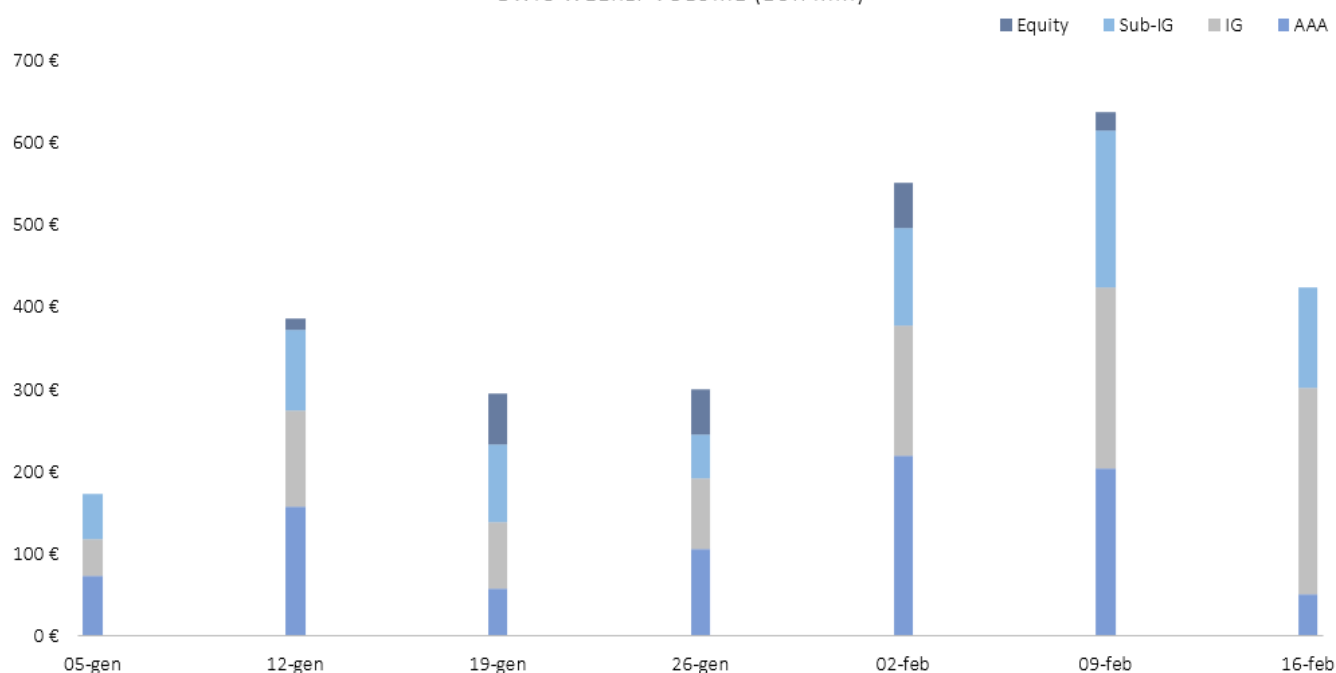
** DM, WAL e Yield calcolati da Bloomberg con le ipotesi: 15% CPR, 2% CDR, 50% LGD, 12 Recovery Lag.

> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali registrati in asta dalla prima settimana di gennaio. Nel corso della settimana si è assistito ad elevati volumi di tranche offerte in BWIC ma in diminuzione rispetto a quelli osservati nelle due settimane precedenti. L'offerta media complessiva ammontava infatti a ~425mm (Vs ~640mm della settimana prima), risultando comunque al di sopra della media settimanale registrata da inizio anno (~395mm) e nel 2025 (~270mm).

I flussi si sono concentrati principalmente sulle mezzanine IG (più del 50% AA) che, pari a ~250mm, hanno rappresentato il ~60% del totale. A seguire, le mezzanine sub-IG (principalmente single-B) e le tranche senior che, ammontando a ~125mm e ~50mm rispettivamente, hanno rappresentato il ~28%/12% dell'offerta in lista. Nessuna attività invece su tranche equity.

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

Il mercato primario continua ad essere particolarmente attivo, con il pricing di 13 deal nella settimana, di cui 7 nuove emissioni (dai manager CQS, CIFC, Investcorp, Brigade, Alcentra, Diameter ed Elmwood) e 6 reset (da Voya, Palmer Square, Bluabay, BlackRock, Guggenheim e Napier Park). Inoltre si è anche assistito all'emissione del secondo direct lending/middle market CLO di Ares.

La pipeline conta, al momento e da nostra evidenza, 9 deal in fase di marketing. Di questi, 5 sono reset (dai manager Napier Park, Signal, Permira, Alcentra e KKR) e 4 sono nuove emissioni (dai manager Royal London, Ares, HPS e UBS).

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 (reset)	Sona Asset Mgmt	134	200	230	330	580	100.0	870	98.5
14/12/25	HAYEM 9X (reset)	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 Asset Mgmt	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
03/02/26	JUBIL 2024-28X	Alcentra	124	170	200	305	525	100.0	870	100.0
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
09/02/26	CRNCL 2023-16X (reset)	Polus	126	190	225	300	650	100.0	950	93.0
10/02/26	NGCE 4X (refi)	Nassau Global Credit	122	170	200	285	520	100.0	-	-
10/02/26	ARBR 13X (reset)	Oaktree Capital Mgmt	117	160	200	300	535	100.0	850	100.0
12/02/26	RRME 28X	Redding Ridge	119	160	195	265	455	100.0	-	-
12/02/26	AVOCA 35X	KKR Financial Advisors	120	160	185	260	445	100.0	760	100.0
13/02/26	MNMNT 4X	Serone Capital Loan mgmt	125	195	235	325	545	100.0	900	97.5
13/02/26	OCPE 2026-15X	Onex Credit Partners	120	160	205	300	455	100.0	787	100.0
13/02/26	CONTE 15X	Five Arrows	123	170	220	290	545	100.0	850	100.0
13/02/26	ADAGI XIV-X	AXA Investment Managers	123	175	220	300	600	100.0	<i>retained</i>	<i>retained</i>
13/02/26	MROPK 1X (reset)	Blackstone	122	170	200	310	595	100.0	906*	N/A
13/02/26	PRVD 7X (refi)	Permira Credit	117**	170**	205	-	550	100.0	-	-
13/02/26	CORDA 31X (refi)	CVC Credit Partners	-	175		300	555	100.0	750	99.75

13/02/26	NEWBR 1X	Blackstone	122	165	190	250	470	N/A	760	N/A
13/02/26	CFOUR 4X (reset)	Capital Four	119	165	-	310	550	100.0	-	-
17/02/26	VOYE 3X (reset)	Voya Alternative Asset Mgmt	125	165	235	300	540	100.0	851*	N/A
17/02/26	GROSV 10X	CQS investment Mgmt	127	180	245	330	595	100.0	900	97.5
18/02/26	CIFCE 8X	CIFC Asset Mgmt	120	170	220	295	525	100.0	800	100.0
18/02/26	PLMER 2022-1X (reset)	Palmer Square Capital Mgmt	122	175	210	300	480	100.0	875	99.0
18/02/26	HARVT 39X	Investcorp Credit Mgmt	120	170	230	295	465	100.0	840	100.0
19/02/26	AEDL 2X	Ares Mgmt	135	190	260	375	-	100.0	-	-
19/02/26	ARMDA 10X	Brigade	120	175	215	300	465	100.0	890	99.25
19/02/26	BBAME 1X (reset)	Blue Bay	124	180	230	310	540	100.0	950	95.0
20/02/26	JUBIL 2026-33X	Alcentra	122	190	25	300 450	550	100.0	-	-
20/02/26	BECLO 7X (reset)	BlackRock	123	180	235	330 465	610	100.0	1025	91.0
20/02/26	BILB 3X (reset)	Guggenheim	123	180	230	310	550	100.0	925	98.0
20/02/26	DIA 1X	Diameter CLO Advisors	126	185	220	325	545	100.0	-	-
20/02/26	HNLY 4X (reset)	Napier Park	123	180	225	300	550	100.0	900	98.0
20/02/26	ELME 2026-1X	Elmwood Asset Mgmt	122	180	210	280	525	100.0	850	99.0

*Bloomberg data – BB/B coupon | ** Both classes will benefit from a [3] months make-whole clause (starting from the Non-Call Period end date).

> Indici di Mercato (20/Feb)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)	247	0	-5	+3
CDX HY (bps)	307	-3	+12	-9
Cash EU HY (bps)	287	-6	-3	+5
Cash US HY (bps)	343	-4	+23	+7
MAIN (bps)	52	0	0	+2
CDX IG (bps)	51	-1	+1	+1
CASH EU IG	64	+1	0	+1
CASH US IG	112	-1	+5	+4
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	54	-1	-1	0
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	92	-1	-3	-1
S&P500	6909	+1.12%	-0.09%	+0.94%
FTSE MIB	46473	+2.29%	+3.66%	+3.40%

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.