

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana il mercato secondario dei CLO si è mostrato particolarmente attivo, con elevati volumi di tranches in offerta, sia da run dei dealer (~740mm media giornaliera, in linea con la precedente) sia e soprattutto in BWIC (~640mm), che hanno ben incontrato, secondo quanto riportato da diverse fonti di mercato, la domanda degli investitori.

Nonostante la volatilità del contesto macro - legata, fra gli alti temi, alla debolezza del settore dei software e alle conseguenti preoccupazioni su rischi idiosincratichi - e l'andamento degli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana ~241bps, dai ~244bps del 06/02, per poi chiudere venerdì a ~248bps), gli spread dei CLO con rating IG continuano a mostrarsi resilienti, muovendosi pressoché lateralmente nella settimana e risultando appena più larghi nel caso di profili più deboli.

Ad essere maggiormente colpite sono invece le tranches sub-IG, e in particolare le single-B, che hanno dominato i flussi in BWIC nella settimana. Tuttavia, il rilascio di colore è stato limitato, con molte linee non scambiate (DNT) e alcuni profili dai bassi livelli di MVOC, che hanno ricevuto prezzi bid di ~3/5pt inferiori nella settimana.

In generale, le tranches AAA hanno registrato cover in 80-90bps area nel caso di profili corti e in L120s per carta più lunga (~5 anni WAL).

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA sono state scambiate in LM100s mentre le single-A in VL200s. Gli spread delle BBB continuano a collocarsi nel range MH-H200s per tranches di migliore qualità e in 300-LM300s per carta sopra pari. BBB Tier-2/3 o dai profili più lunghi rimangono nel range MH300-L400s.

Con riferimento invece alle BB, i livelli si attestano in H400s nel caso di profili primary-like e in H400-LM500s per tranches top-Tier o di deal *well-delevered*; BB dalle metriche creditizie più deboli (bassi livelli di MVOC) o più lunghe in duration sono invece state scambiate in L700-850s. La dispersione dei livelli è ancora maggiore tra le single-B, con spread che si muovono, in funzione del tiering, negli intervalli [MH700-L800] per le migliori e [MH900-1000s] per profili Tier2-3.

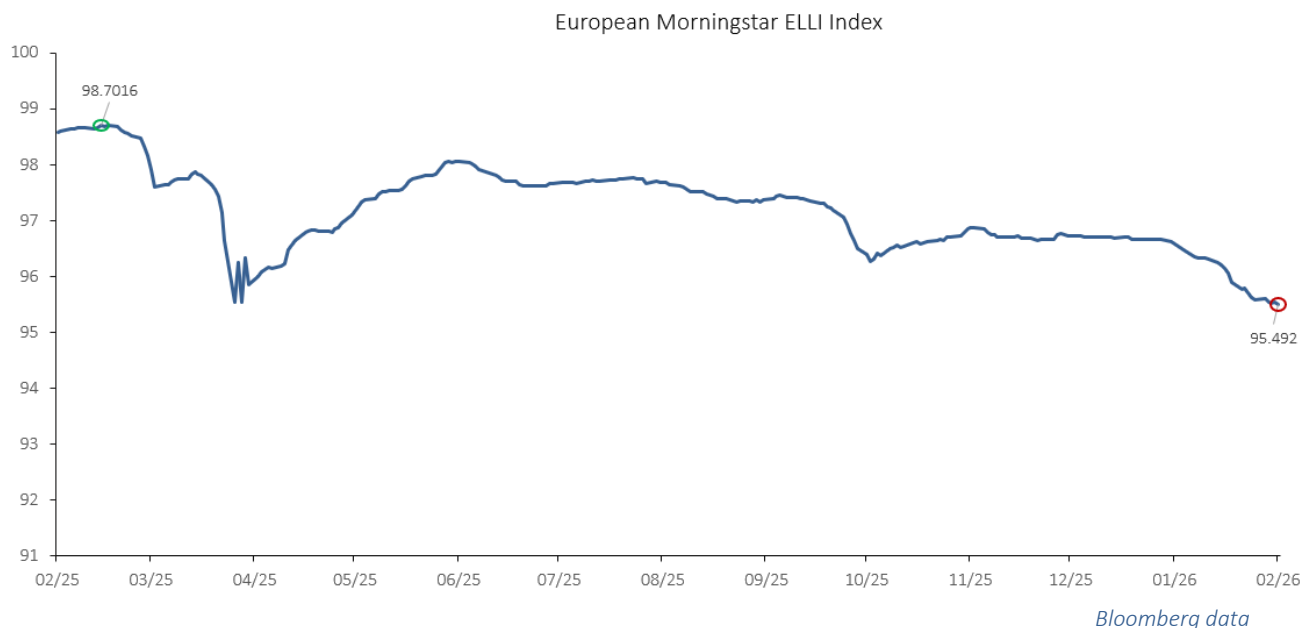
Nel mercato primario sono stati prezzati 14 deal (3 reset, 4 refi e 7 nuove emissioni) mentre la pipeline è in salita, con 19 operazioni (10 reset e 9 nuove emissioni).

> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/25	06/02/26	13/02/26	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	115	105	105	0	-10	-9%
AA	185	165	170	+5	-15	-8%
A	230	215	220	+5	-10	-4%
BBB	340	320	330	+10	-10	-3%
BB	610	600	615	+15	+5	+1%
B	900	885	905	+20	+5	+1%

* 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 continuato a seguire il trend decrescente che aveva preso avvio ad inizio anno. Il suo valore si attestava, alla chiusura di venerdì, a **95.492** Vs 95.5717 del 06/02/26, confermandosi come un nuovo minimo dell'ultimo anno (Vs 95.538 del 09/04/25). 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 13/02/26 rispettivamente.



	31/12/25	06/02/26	13/02/26	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	96.66	95.57	95.49	-0.08	-1.17

La diminuzione osservata nel valore dell'indice ELLI (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) e la debolezza nel mercato dei leveraged loan, in parte legata al settore software e a preoccupazioni su rischio idiosincratco, continuano ad influenzare negativamente i livelli di MVOC delle tranche CLO che risultano ancora una volta 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	06/02/26	13/02/26	WoW	YTD
AAA	158.5%	157.4%	157.0%	-0.4%	-1.5%
AA	134.5%	133.4%	133.1%	-0.3%	-1.4%
A	124.1%	123.0%	122.8%	-0.2%	-1.3%
BBB	114.0%	113.0%	112.8%	-0.2%	-1.2%
BB	107.9%	107.0%	106.8%	-0.2%	-1.1%
B	104.2%	103.5%	103.2%	-0.3%	-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	06/02/26	13/02/26
AAA	99.7-100.4	99.7-100.8	99.7-100.8
AA	99.5-100.6	97.0-101.1	99.9-101.1
A	100.0-100.3	99.8-101.6	99.7-101.4
BBB	98.7-100.3	99.2-102.0	96.7-102.0
BB	99.1-99.7	91.3-102.2	95.0-102.2
B	96.7-100.6	88.0-102.2	93.0-101.2

> CLO Secondary – Dealers’ Offers**

Durante la settimana si è assistito a buoni volumi di tranche in offerta mediante run dei dealer, in linea, anche se appena inferiori, a quelli registrati nella precedente. Considerando infatti una media di 12 dealer attivi, l’offerta media giornaliera ammontava complessivamente a ~740mm (Vs ~750mm della settimana precedente); del totale in offerta, ~515mm (Vs ~500mm 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 13/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	515	100.1	95	3.1	2.7	100.5	85	2.9	1.1
AA	68	100.2	140	3.6	3.8	100.7	110	3.1	0.9
A	77	100.1	210	4.5	6.3	100.9	115	3.2	0.9
BBB	55	100.1	300	5.5	7.7	101.1	195	4.0	1.1
BB	15	97.7	620	8.7	6.6	101.3	385	5.9	1.0

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

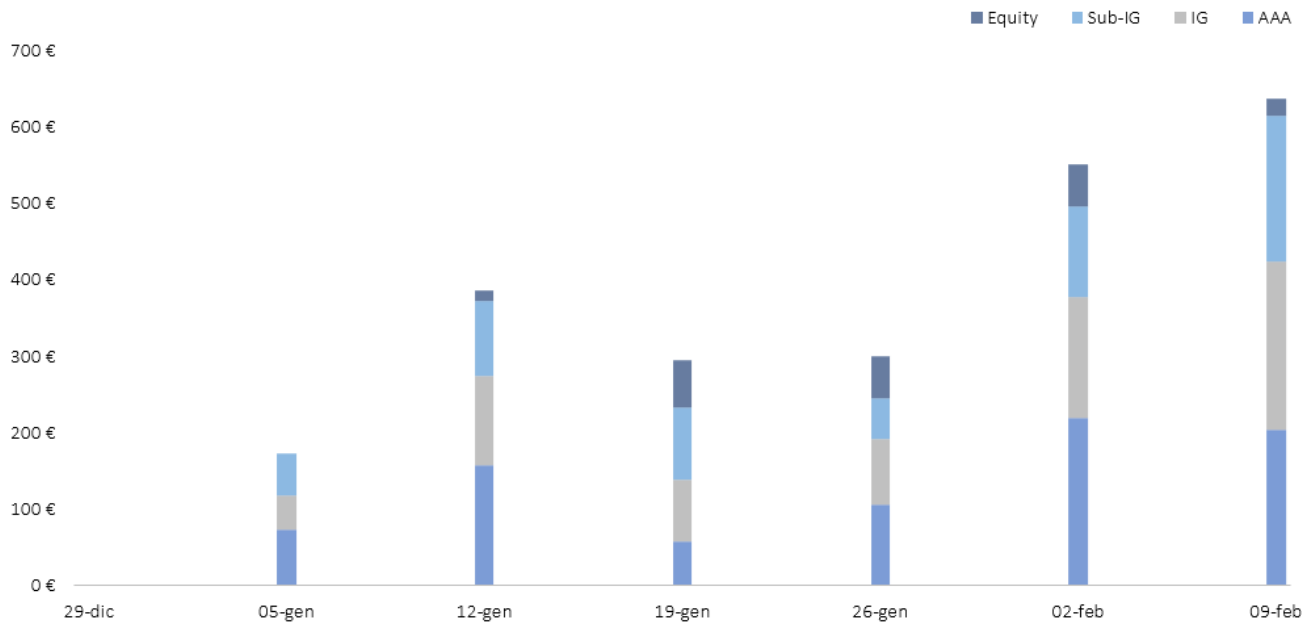
> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali registrati in asta da fine dicembre.

Nell’ultima settimana si è assistito ad una significativa attività in BWIC, con elevati e crescenti volumi di tranche in offerta che hanno raggiunto nel complesso ~640mm (Vs ~550mm della settimana prima), risultando ben di sopra della media settimanale registrata da inizio anno (~390mm) e nel 2025 (~270mm).

I flussi si sono distribuiti pressoché equamente lungo la struttura. I bucket di AAA, mezzanine IG e mezzanine sub-IG ammontavano infatti a ~205mm/220mm/190mm rispettivamente, rappresentando in ordine il ~32%/34%/30% del totale in lista. Minore l’attività su tranche equity che, pari a ~25mm hanno rappresentato soltanto il ~4% del totale.

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

L'attività procede a pieno ritmo sul mercato primario, dove abbiamo assistito al pricing di 14 deal nel corso della settimana, di cui 7 nuove emissioni (dai manager Redding Ridge, KKR, Serone, Onex, Five Arrows, AXA e Blackstone), 4 refi (da Nassau, Permira, CVC e Capital Four) e 3 reset (da Oaktree, Blackstone e Polus).

La pipeline è in continua costruzione, contando, al momento e da nostra evidenza, 19 deal in fase di marketing. Di questi, 10 sono reset (dai manager Alcentra, Napier Park, Signal, Bluebay, Blackrock, Guggenheim, Voya, KKR e Palmer Square) e 9 sono nuove emissioni (dai manager Alcentra, Investcorp, Elmwood, Ares, HPS, CIFC, Diameter, UBS 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 (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
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	retained	retained
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	-	-

*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 (13/Feb)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)	248	+4	+6	+3
CDX HY (bps)	310	+9	+18	-6
Cash EU HY (bps)	294	+13	+13	+11
Cash US HY (bps)	347	+12	+28	+11
MAIN (bps)	52	+1	+2	+2
CDX IG (bps)	52	+2	+3	+2
CASH EU IG	63	+2	-1	+1
CASH US IG	112	+4	+7	+5
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	55	+1	+2	+1
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	93	+3	+2	0
S&P500	6836	-1.39%	-1.50%	-0.14%
FTSE MIB	45431	-0.97%	-0.81%	+1.08%

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.