

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana si è caratterizzata per una buona attività nel mercato secondario dei CLO, nonostante buona parte degli operatori fosse impegnata alla SFVegas conference. Si è infatti assistito ad elevati volumi di tranche CLO in offerta, in particolare in asta (~750mm in totale, ma concentrati principalmente negli ultimi tre giorni), che, insieme alla debolezza del contesto macro, hanno portato ad un allargamento degli spread.

In linea con la volatilità osservata nei mercati in generale e negli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana ~264bps, dai ~247bps del 20/02, per poi chiudere venerdì a ~260bps) e date le preoccupazioni nel settore software, innescate da rapidi progressi AI, si è infatti assistito ad un widening dei livelli lungo la struttura, di ~5/15bps tra le IG e di ~30/50bps tra le sub-IG, dove il tiering diventa sempre più evidente, sia sul mercato secondario sia sul primario.

Le tranche AAA sono state scambiate in area 80-100bps per profili più corti e in M120s per profili più lunghi (~5anni WAL).

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA hanno registrato cover in area MH-H100s per duration più brevi e in H100-200a nel caso di carta più lunga, mentre i livelli per le single-A si attestavano in VL200-MH200s a seconda della bontà del collaterale. Le tranche BBB sono invece state scambiate nei range 300a-VL300s e in L-LM300s in funzione delle metriche creditizie e della liquidità del manager, con tranche high coupon che vengono offerte in MH100-LM200s *to first call*.

Il tiering continua ad essere sempre più pronunciato all'interno del bucket sub-IG. Gli spread per le BB, infatti, si muovono da LM-MH500s per tranche top-Tier a L700-850s per profili dalle metriche peggiori. Con riferimento alle single-B, c'è stato un elevato numero di tranche offerte in asta, data l'intenzione dei seller di ripulire le code dei portafogli, ma il rilascio di colore è stato minimo (TRADED/DNT); livelli indicativi si collocano in un ampio range [MH700-1100s].

Il mercato ha appena rallentato il passo, con il pricing di 3 deal nella settimana (2 nuove emissioni e 1 reset) ma la pipeline continua ad essere piena, contando, da nostra evidenza, 16 deal (8 reset, 3 refi e 5 nuove emissioni).

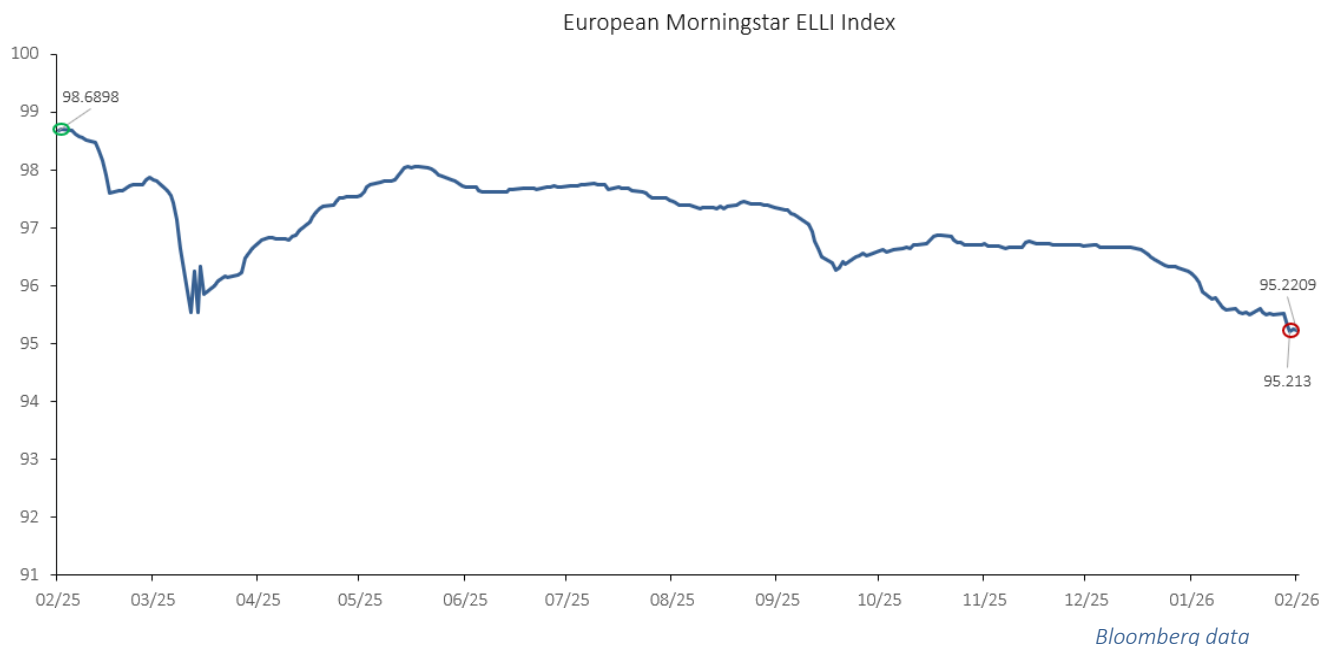
> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/25	20/02/26	27/02/26	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	115	110	110	0	-5	-4%
AA	185	170	175	+5	-10	-5%
A	230	230	235	+5	+5	+2%
BBB	340	340	345	+5	+5	+1%
BB	610	635	670	+35	+60	+10%
B	900	925	985	+60	+85	+9%

* 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.

Nella settimana il valore dell'indice ELLI di Morningstar ha continuato a seguire un andamento decrescente, registrando, il 25/02/26, un nuovo minimo relativo dell'ultimo anno, a **95.213**. Il valore è poi minimamente risalito negli ultimi due giorni, chiudendo venerdì a **95.2209**.

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 28/02/25 e il 25/02/26 rispettivamente.



	31/12/25	20/02/26	27/02/26	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	96.66	95.50	95.22	-0.27	-1.44

La diminuzione osservata nel valore dell'indice ELLI (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) sta influenzando negativamente i livelli dei MVOC delle tranche dei 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	20/02/26	27/02/26	WoW	YTD
AAA	158.5%	157.0%	156.8%	-0.2%	-1.7%
AA	134.5%	133.1%	132.9%	-0.2%	-1.6%
A	124.1%	122.8%	122.6%	-0.2%	-1.5%
BBB	114.0%	112.8%	112.5%	-0.3%	-1.5%
BB	107.9%	106.8%	106.6%	-0.2%	-1.3%
B	104.2%	103.2%	103.0%	-0.2%	-1.2%

* 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	20/02/26	27/02/26
AAA	99.7-100.4	99.7-100.8	99.7-100.8
AA	99.5-100.6	96.7-101.0	96.7-100.9
A	100.0-100.3	99.2-101.5	98.5-101.5
BBB	98.7-100.3	98.4-102.0	97.7-102.0
BB	99.1-99.7	94.0-101.6	89.0-101.3
B	96.7-100.6	85.0-100.8	85.0-100.0

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

I volumi di tranche offerte mediante run dei dealer sono stati contenuti nel corso dell'ultima settimana, se confrontati con quelli della precedente. Considerando infatti una media di 11 dealer attivi (Vs 12 della settimana prima), l'offerta media giornaliera ammontava complessivamente a ~710mm (Vs ~850mm della settimana precedente); del totale in offerta, ~441mm (Vs ~550mm 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 27/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	441	100.1	100	3.1	2.7	100.4	90	2.9	1.1
AA	83	99.5	145	3.6	3.7	100.6	130	3.3	1.0
A	68	99.9	215	4.4	5.6	100.8	150	3.5	1.1
BBB	76	99.7	605	5.4	6.9	100.9	195	4.0	0.9
BB	18	96.6	670	9.2	6.8	101.0	415	6.2	1.0

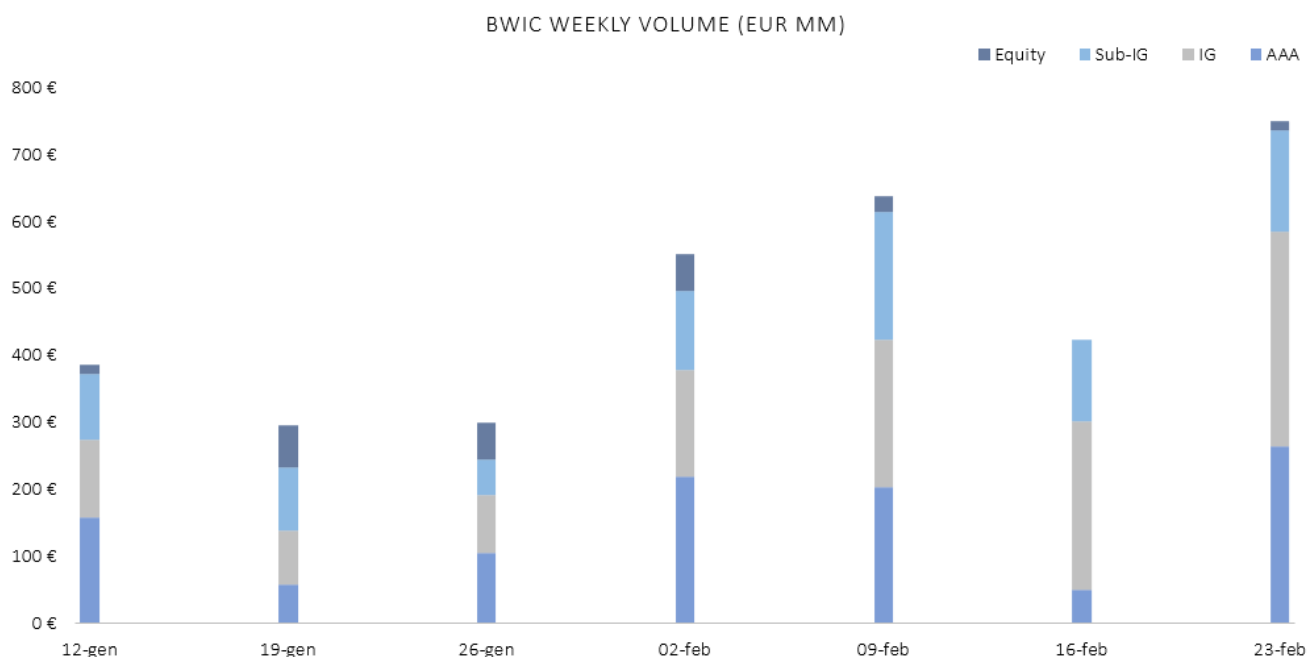
** DM, WAL e Yield calcolati da Bloomberg con le ipotesi: 15% CPR, 2% CDR, 50% LGD, 12 Recovery Lag.

> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali registrati in asta da metà gennaio

Nel corso della settimana si è assistito ad un deciso aumento delle tranche offerte in BWIC, concentratesi in particolare negli ultimi giorni della settimana. L'offerta complessiva ha raggiunto i ~750mm (Vs ~425mm della settimana prima), risultando ben al di sopra della media settimanale registrata da inizio anno (~435mm) e nel 2025 (~270mm).

I flussi si sono concentrati principalmente sulle mezzanine IG (più del 90% AA e BBB) e le tranche senior che, pari a ~320mm/263mm rispettivamente, hanno rappresentato i ~43%/35% del totale. A seguire, le mezzanine sub-IG (~60% erano BB) che, pari a ~150mm, hanno costituito il ~20% del totale offerto. Esigua l'offerta di tranche equity (~14mm/~2% del totale in lista).



> CLO Primary

Durante la settimana si è assistito al pricing di tre operazioni sul mercato primario, di cui due nuove emissioni (dai manager Bridgepoint e Royal London Asset Mgmt) e un reset (da Permira). La debolezza osservata in particolare sulle mezzanine sub-IG nel secondario, insieme al tiering, sembrano interessare adesso anche i livelli di primario (~50bps wider), data la richiesta da parte degli investitori di maggiori concessioni per assorbire la nuova offerta. Pertanto, in alcuni casi, i manager preferiscono trattenere ad esempio la single-B piuttosto che offrirla pubblicamente e collocarla a livelli molto larghi (~1025bps livello osservato su un reset della settimana).

La pipeline conta, al momento e da nostra evidenza, 16 deal. Di questi, 8 sono reset (dai manager Napier Park, Signal, Partners Group, Alcentra, WhiteStar, Albacore e KKR), 3 sono refi (da Five Arrows, CVC e Onex Credit Partners) e 5 sono nuove emissioni (dai manager Blackstone, Carlyle, BlueBay, Ares e HPS).

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	PX	B	
			DM	DM	DM	DM	DM		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 (refi)	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	retained	retained
13/02/26	MROPK 1X (reset)	Blackstone	122	170	200	310	595	100.0	906*	N/A

13/02/26	PRVD 7X <i>(refi)</i>	Permira Credit	117**	170**	205	-	550	100.0	-	-
13/02/26	CORDA 31X <i>(refi)</i>	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 <i>(reset)</i>	Capital Four	119	165	-	310	550	100.0	-	-
17/02/26	VOYE 3X <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	BlackRock	123	180	235	330 465	610	100.0	1025	91.0
20/02/26	BILB 3X <i>(reset)</i>	Guggenheim	123	180	230	310	550	100.0	925	98.0
20/02/26	DECLO 1X	Diameter CLO Advisors	126	185	220	325	545	100.0	-	-
20/02/26	HNLY 4X <i>(reset)</i>	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
20/02/26	MDPKE 23X	UBS Asset Mgmt	123	175	235	335	610	100.0	906*	N/A
24/02/26	BRGPT 10X	Bridgepoint Credit Mgmt	122	175	220	300	500	100.0	780	100.0
27/02/26	PRVD 4X <i>(reset)</i>	Permira Credit	123	190	240	325	575	100.0	1025	N/A
27/02/26	HAMBR 2X	Royal London Asset Mgmt	126	190	240	330	585	100.0	925	98.0

*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 (27/Feb)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)	260	+13	+18	+16
CDX HY (bps)	332	+25	+39	+16
Cash EU HY (bps)	297	+10	+22	+15
Cash US HY (bps)	365	+22	+51	+29
MAIN (bps)	56	+3	+5	+5
CDX IG (bps)	56	+5	+7	+6
CASH EU IG	69	+5	+10	+6
CASH US IG	120	+9	+18	+13
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	59	+5	+6	+5
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	101	+9	+11	+8
S&P500	6879	-0.44%	-1.40%	+0.49%
FTSE MIB	47210	+1.59%	+2.62%	+5.04%

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.