

I Collateralized Loan Obligation (CLO): analisi dello strumento e del mercato

Diversificazione, protezione e performance in un'unica struttura rivolta per lo più a investitori istituzionali e investitori professionali, più accessibile grazie agli Etf

a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche di Consultique SCF

Collateralized Loan Obligation (CLO) rappresentano circa il 25% del mercato europeo del credito strutturato (CLO, Mbs, Rmbs, Cmbs) stimato in 1.100 miliardi di euro, e si configurano come uno strumento distintivo, con bassa correlazione rispetto ad altre alternative. In un contesto caratterizzato da rendimenti tradizionali compressi e dalla necessità di diversificazione, i CLO sono in grado di offrire un flusso cedolare maggiore rispetto alle obbligazioni Investment grade e un solido track record in termini di default.

Prima di analizzare nello specifico lo strumento, analizziamo sinteticamente il loro funzionamento. Il Collateralized Loan Obligation è un veicolo d'investimento (Special purpose vehicle, Spv) creato per finanziare un portafoglio diversificato di leveraged loan, ovvero prestiti concessi a società con rating sub Investment grade. Quest'ultimi, sono in genere prestiti Senior secured, ovvero con un grado di rimborso privilegiato rispetto ad altri strumenti e garantiti da beni e attività dell'azienda. Tipicamente, un prestito all'in-

terno di un portafoglio di un CLO ha un rating compreso tra BB+ e B-, una scadenza media compresa tra i 5 e i 7 anni, e un rimborso degli interessi generalmente a tasso variabile indicizzato all'Euribor. Ogni prestito è garantito da beni reali. Questo permette di avere una volatilità relativamente bassa, grazie ad una duration molto contenuta.

La Spv emette diverse tranche di titoli, ciascuna con un diverso grado di rischio e priorità nei rimborsi: Senior (rating AAA/A), Mezzanine e Junior (equity). Le tranches Senior sono le prime a ricevere i flussi di cassa e le ultime a subire perdite; le Junior, al contrario, assorbono per prime le perdite. Questo meccanismo di subordinazione, detto Credit enhancement, protegge le tranches più sicure. I CLO non usano leva finanziaria né derivati.

Il portafoglio dei CLO è gestito attivamente da un Collateral manager (tipicamente, fondi internazionali specializzati nel credito privato), che può acquistare o vendere i prestiti, rispettando limiti precisi di concentrazione e diversificazione. Si tratta, quindi, di strumenti gestiti attivamente, per i quali è essenziale che il gestore possieda una profonda conoscenza ed esperienza del mercato del credito. Per poter operare nei mercati europei, un CLO deve rispettare determinati requisiti: un obbligo per l'Originator, ovvero colui che struttura i portafogli di crediti sottostanti, di detenere almeno il 5% dell'esposizione per allineare i suoi interessi con quelli degli investitori. Oltre a questo, i CLO hanno degli obblighi di trasparenza e repository verso l'ESMA e un obbligo da parte degli investitori professionali di due diligence costante. Per l'investitore retail, essendo il prodotto definito complesso, è necessaria la visione del KID per comprenderne la complessità. Attualmente, il mercato dei CLO in Europa

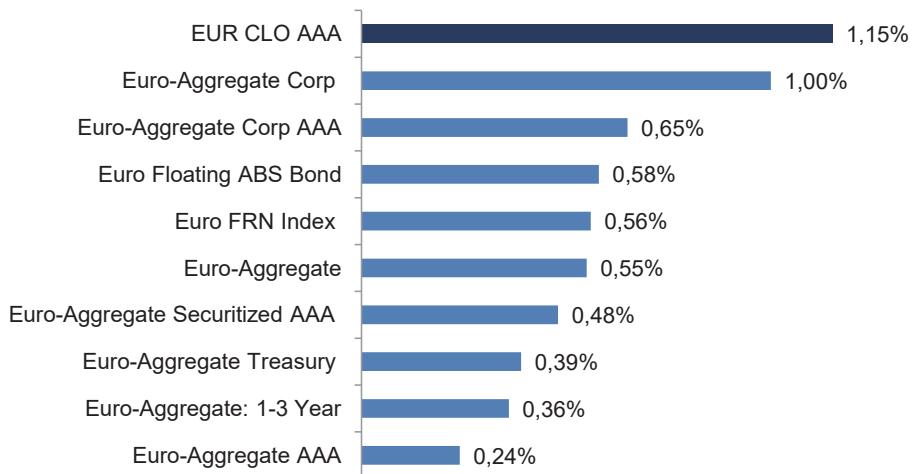
L'ANDAMENTO STORICO DEI CASI DI INADEMPIENZA DEI CLO

Rating category	Total tranches	Defaulted tranches	Default rate	Rating category	Total tranches	Defaulted tranches	Default rate
US AAA	5.357	0	0,00%	Euro AAA	1.299	0	0,00%
US AA	3.713	1	0,00%	Euro AA	1.110	0	0,00%
US A	3.358	5	0,10%	Euro A	823	0	0,00%
US BBB	3.126	9	0,30%	Euro BBB	841	4	0,50%
US BB	2.474	30	1,20%	Euro BB	718	17	2,40%
US B	424	14	3,30%	Euro B	465	1	0,20%
US 1.0	4.322	40	0,90%	Euro 1.0	1.475	22	1,50%
US 2.0	14.130	19	0,10%	Euro 2.0	3.781	0	0,00%
US Total	18.452	59	0,30%	Euro Total	5.256	22	0,40%

Fonte: S&P Global Ratings, "Default, Transition, and Recovery: 2023 Annual Global Leveraged Loan CLO Default and Rating Transition Study", 27 giugno 2024. I dati relativi agli Usa si riferiscono al periodo 1996/2023, mentre quelli relativi all'euro si riferiscono al periodo 2001/2023.

Tabella 1

LO SPREAD DEGLI EUR CLO AAA RISPETTO AD ASSET CLASS COMPARABILI



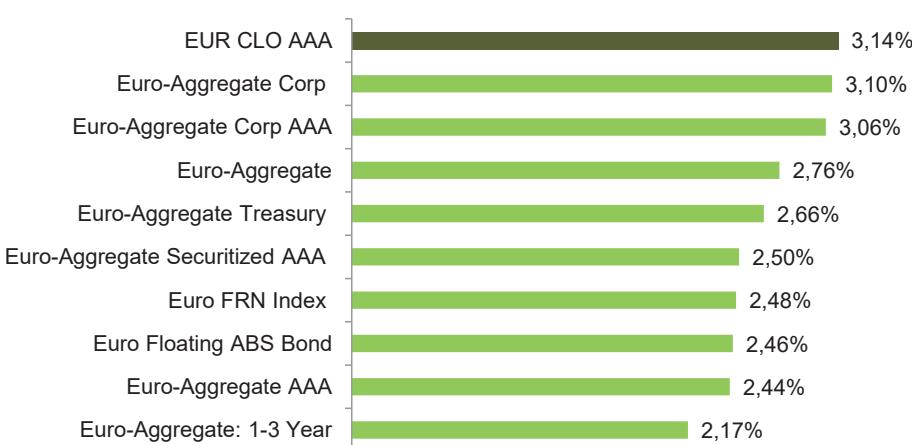
Fonte: UBS, Bloomberg, JP Morgan. Per il grafico dello spread, il margine di sconto è indicato grafico 1 per EUR CLO AAA e Euro Floating ABS Bond. Lo spread corretto per le opzioni è indicato per tutti gli altri indici. Tutti i dati sono aggiornati al 30 maggio 2025.

mostra una crescita del 10% rispetto al 2023, con una grandezza complessiva pari a 266 miliardi di euro (dati Citi, BofA a gennaio 2025). Analizzando meglio la storia di questi prodotti, si nota come i CLO hanno sperimentato negli anni un tasso praticamente nullo di default per le tranches AAA/AA in un periodo di circa 27 anni, mentre i primi tassi positivi, anche se di entità minima, si verificano a partire dalla tranche A per il mercato americano, mentre per il mercato europeo solo a partire dal rating BBB, come evidenziato nella tabella 1 (pag. 47).

A conferma della resilienza di questa asset

class, la ricerca della società Valitana ha evidenziato livelli di break even (ovvero la percentuale di crediti deteriorati sopra la quale il CLO potrebbe incorrere in perdite) particolarmente elevati per le tranches Senior. Per i CLO denominati in dollari, il tasso di default annuo sui prestiti sottostanti necessario affinché una tranne AAA registri una perdita si colloca intorno al 41%, mentre per i CLO in euro raggiunge circa il 50%. Il quadro cambia significativamente per le tranches BBB, dove il break even scende a 9% per le strutture in dollari e 13,3% per quelle in euro. Considerando l'intera vita del CLO, il tasso cumulativo di default che porterebbe a una perdita sulla tranne AAA è pari al 67,7% nel mercato statunitense e al 73% in quello europeo. Per le tranches BBB, le soglie si riducono rispettivamente al 28,7% (Europa) e 33,3% (Usa). Infine, in uno scenario estremo di default su oltre due terzi del portafoglio sottostante, la perdita stimata sarebbe di circa 34% per i CLO in dollari e 36,5% per i CLO in euro. Analizzando il profilo di rendimento relativo di questa asset class, emerge chiaramente dai grafici 1 e 2 come i CLO denominati in euro con rating AAA offrono uno spread interessante pari a circa 115 punti base rispetto ad asset risk free. Attualmente, gli Etf Ucits su CLO Eur AAA presentano un rendimento a scadenza intorno al 3,15%. Dando uno sguardo alla volatilità annualizzata dal 2018 a oggi dell'indice European CLOie AAA, essa si

LO YIELD TO WORST DEGLI EUR CLO AAA RISPETTO AD ASSET CLASS COMPARABILI



Fonte: UBS, Bloomberg, JP Morgan. Per il grafico dello spread, il margine di sconto è indicato grafico 2 per EUR CLO AAA e Euro Floating ABS Bond. Lo spread corretto per le opzioni è indicato per tutti gli altri indici. Tutti i dati sono aggiornati al 30 maggio 2025.

TARGET PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE

ISIN	Nome Etf	Esposizione	Tipologia investitore			Conoscenza e/o esperienza		
			Retail	Investitore professionale	Controparte qualificata	Investitore base	Investitore informato	Investitore avanzato
LU2825556892	Fair Oaks AAA CLO Ucits Etf	Globale	✓	✓	✓	✗	✓	✓
IE0008GO35B5	Invesco USD AAA CLO Ucits Etf	Usd	✓	✓	✓	✗	✗	✓
LU2994521073	Janus Henderson USD AAA CLO Active Core Ucits Etf	Usd	✓	✓	✓	✗	✓	✓
IE000Q9IHH10	iShares € AAA CLO Active Ucits Etf	Eur	✗	✓	✓	✗	✗	✓
IE000VU9AUN9	State Street Blackstone Euro AAA CLO Ucits Etf	Eur	✓	✓	✓	✗	✗	✓
IE000Y2JPPS4	Invesco EUR AAA CLO Ucits Etf	Eur	✓	✓	✓	✗	✗	✓
LU2941599081	Janus Henderson EUR AAA CLO Active Core Ucits Etf	Eur	✓	✓	✓	✗	✓	✓
LU3028243122	UBS EUR AAA CLO Ucits Etf	Eur	✗	✓	✓	Neutral	Neutral	✓

Fonte: elaborazione dati di Consultique SFNC, dai KID degli Etf.

grafico 3

attesta poco sotto il 4%, rendendola un'alternativa più redditizia e meno volatile all'indice Euro Aggregate AAA con una volatilità pari a circa poco più del 5% e un rendimento "yield to worst" a maggio 2025 pari al 2,44%. Andando adesso ad analizzare gli Etf attualmente quotati sui mercati europei che permettono l'esposizione a questi strumenti, si classificano tutti come attivi, con un'evidente differenza in termini di profilo di rischio e rendimento dei sottostanti. Da un confronto tra i due Etf CLO AAA più longevi (Invesco e Janus Henderson in Eur), si nota che solamente il 14,6% del portafoglio è sovrapponibile, quindi molto dell'esposizione dipende dalle scelte dei gestori. Se guardiamo ai prospetti informativi degli Etf CLO AAA, alcuni dichiarano di investire esclusivamente in tranches AAA, mentre altri si prefiggono di detenere le

tranche migliori in misura almeno pari al 80/85% del portafoglio, con la restante parte che può essere investite in tranches di rating inferiore, tipicamente mai sotto la classe A.

Inoltre, ogni emittente individua il target di investitore per i quali tale prodotto può essere considerato adeguato. Come si può vedere dal grafico 3, non è mai considerato adeguato a investitori con conoscenza ed esperienza base, e in due casi non è considerato destinato a clientela al dettaglio. Per tutte le considerazioni svolte precedentemente, tali prodotti permettono rendimenti competitivi con una volatilità contenuta, bassa correlazione rispetto ad altre asset class e sottostanti tra loro molto diversificati e differenti. Nella tabella 2 si propone una lista degli Etf quotati su Borsa Italiana che permettono l'esposizione a questi strumenti.

ETFPLUS: GLI ETF* CON ESPOSIZIONE AL MERCATO DEI COLLATERALIZED LOAN OBLIGATION (CLO)

Isin	Etf	Copertura valuta	Ter %	Geografia	AuM (mln Eur)
LU2941599081	Janus Henderson Eur AAA Clo Active Core Ucits Etf	NH	0,25%	Europa	269,76
IE0008GO35B5	Invesco Usd AAA Clo Ucits Etf Acc	NH	0,25%	Usa	217,16
IE000Y2JPPS4	Invesco Eur AAA Clo Ucits Etf Acc	NH	0,25%	Europa	207,80
LU2994521073	Janus Henderson Usd AAA Clo Active Core Ucits Etf (Eur Hedged) Acc	H	0,25%	Usa	120,03
LU2825556892	Fair Oaks AAA Clo Ucits Etf Eur Acc	NH	0,35%	Globale	112,02
IE000VU9AUN9	State Street Blackstone Euro AAA Clo Ucits Etf	NH	0,25%	Europa	110,14
LU3028243122	Ubs Eur AAA Clo Ucits Etf Acc	NH	0,25%	Europa	99,37

Fonte: Consultique, al 13 novembre 2025. *Nota: sono state riportate solo le classi ad accumulazione.

Tabella 2