



# POURQUOI LES OBLIGATIONS EUROPÉENNES ADOSSÉES À DES PRÊTS (CLOs)

Communication promotionnelle | En dehors des États-Unis : Réservé aux investisseurs professionnels et qualifiés |  
Document ne pouvant être redistribué

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. La valeur d'un investissement et ses revenus peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et il est possible que vous ne récupériez pas le montant investi à l'origine.

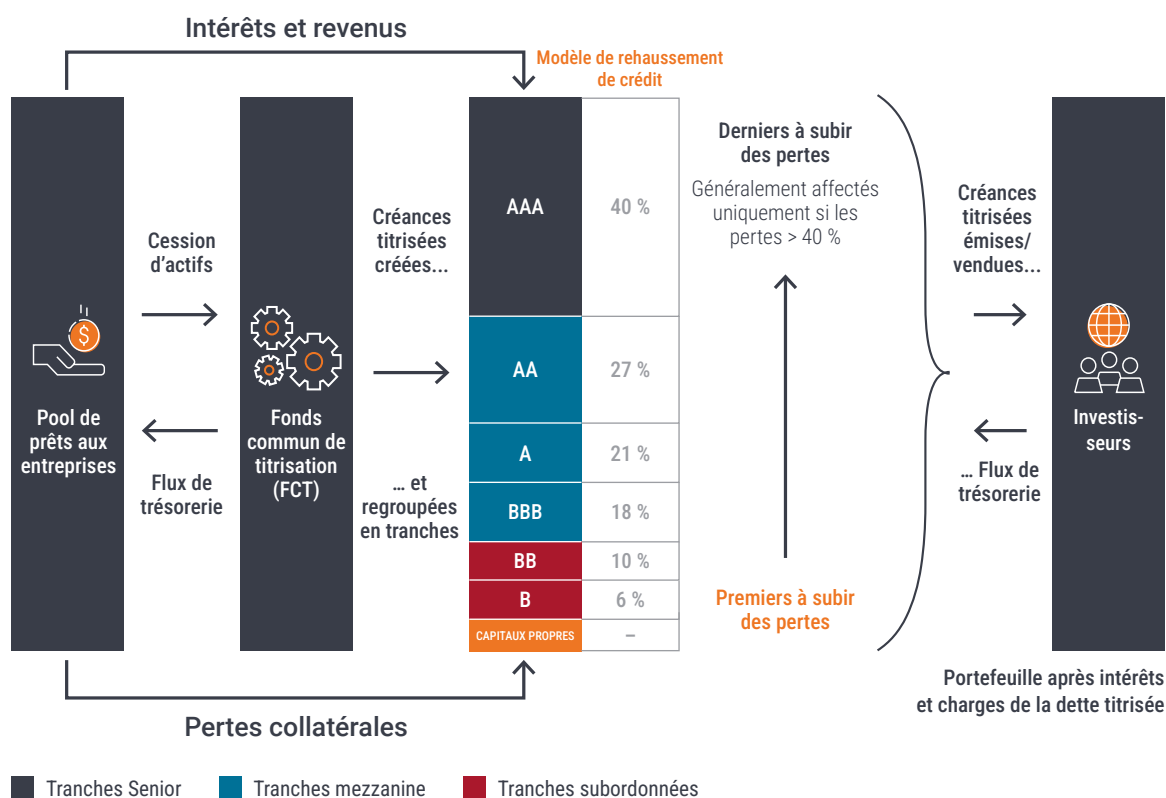
# POINTS À RETENIR

- Le rendement plus élevé et le profil de revenu défensif des investissements à taux variable tels que les CLOs ont attiré les spécialistes de l'allocation d'actifs souhaitant améliorer la diversification de leurs portefeuilles.
- La valeur relative favorise les CLOs notés AAA qui peuvent offrir un spread et un rendement supérieurs aux obligations d'entreprises Investment grade (IG). Les données historiques montrent que les CLOs AAA génèrent également de meilleures performances ajustées du risque sur le long terme et en période de volatilité des marchés.
- La diversité du marché et le cadre réglementaire européen nécessitent une approche active de l'investissement dans les CLOs, capable d'évaluer l'ensemble des risques et des rendements potentiels de chaque transaction et de cerner la valeur relative afin d'optimiser la performance.

## Qu'est-ce qu'un CLO ?

Une obligation adossée à des prêts (CLO) – un portefeuille de prêts (à effet de levier) contractés par des entreprises, de notation à haut rendement qui ont été titrisés – peut être considérée comme analogue à une mini-banque (en tant qu'agrégateur de prêts). Il s'agit de prêts essentiellement syndiqués consentis aux grandes entreprises, dont la valorisation est généralement supérieure à 1 milliard d'euros et souvent bien supérieure.

Graphique 1 : Structure du CLO et rehaussement de crédit



Source : Janus Henderson Investors. À titre d'illustration uniquement. Rehaussement de crédit : utilisé en titrisation pour améliorer la qualité de crédit et les notations des tranches de dette. Les pourcentages indiqués incluent un léger excès de spread. L'excédent de spread est le revenu net réalisé sur le portefeuille de prêts après paiement des intérêts de la dette titrisée et des charges opérationnelles.

Le premier CLO a été émis dans les années 1990 et les gérants spécialisés dans les CLOs, on en compte 67 actuellement en Europe<sup>1</sup> – ont forgé leur expérience et leur expertise sur ce marché. Ils sélectionnent un portefeuille de prêts aux entreprises et les détiennent dans un fonds commun de créances (FCC). Ce FCC émet différentes tranches de dette, qui sont classées par ordre de priorité et donc de qualité de crédit en fonction de l'ordre de leurs créances sur les flux d'intérêts et de capital du pool de prêts.

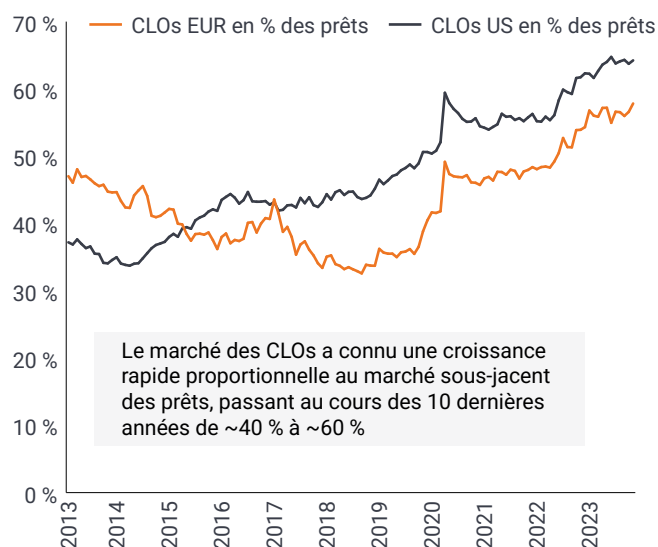
En cas de défaut d'un prêt, toutes les pertes sont réparties à partir du bas de la structure du CLO, en commençant par la classe d'actions. Chaque tranche subséquente offre une protection contre les pertes du portefeuille par rapport aux obligations plus senior. Cependant, le premier niveau de défense est le revenu net réalisé sur le portefeuille de prêts après paiement des intérêts de la dette titrisée et des charges opérationnelles. Ce revenu net, souvent appelé excédent de spread, est redirigé par les détenteurs d'actions si nécessaire pour aider à compenser les pertes du portefeuille. En règle générale, les pertes du portefeuille doivent être supérieures à 40 % avant que les obligations les plus senior notées AAA ne commencent à être affectées. Les prêts détenus par un CLO sont également garantis. Bien que le type de titres et de recouvrement à la suite d'un défaut puisse varier, l'historique des CLOs montre que les recouvrements moyens ont généralement été supérieurs à 60 %<sup>2</sup>. Cela suggère que tous les prêts d'un portefeuille de CLOs type pourraient faire défaut et que les obligations AAA pourraient malgré tout être entièrement remboursées. Bien qu'il s'agisse clairement d'une illustration, celle-ci montre les protections structurelles inhérentes aux CLOs AAA contre les pertes.

Le marché européen des CLOs n'a cessé de croître au fil du temps et sa valorisation s'élève aujourd'hui à environ 250 milliards d'euros<sup>3</sup>. Néanmoins, les CLOs sont absents de la plupart des principaux indices et de nombreux investisseurs y sont peu exposés. Les CLOs les mieux notés sont principalement détenus par de grands investisseurs institutionnels en quête d'amélioration de leur rendement, tels que les services de gestion de trésorerie des banques, les gestionnaires d'actifs, les fonds de pension et de dotation, les hedge funds, les family offices et les compagnies d'assurance. Les CLOs européens sont généralement cotés en fonction de leur spread par rapport à l'EURIBOR et sont donc généralement à taux variable, le taux d'intérêt étant ajusté périodiquement en fonction de ce taux de référence sous-jacent.

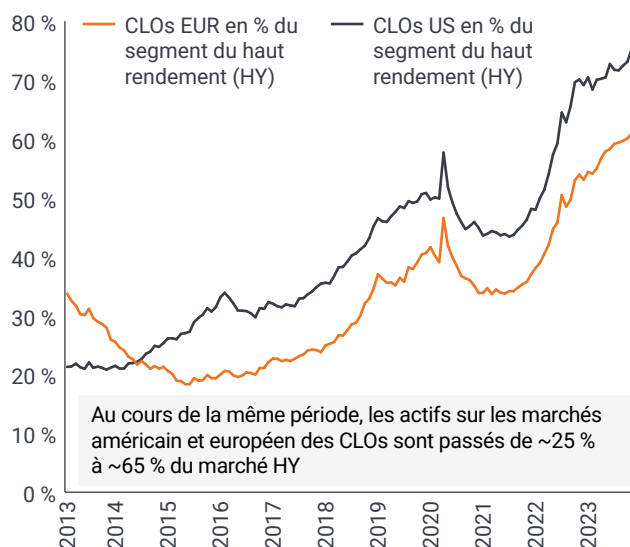
## Haut rendement et prêts sont indissociables

Les entreprises qui se financent par le biais de prêts ne sont généralement pas différentes de celles qui se financent par le biais d'obligations à haut rendement (HY). En effet, les entreprises individuelles ont souvent recours à la fois aux obligations à haut rendement et aux prêts. Les CLOs sont une source de financement institutionnel très importante pour les entreprises – le marché européen des CLOs représente environ 60 % du marché des prêts, représenté par l'indice européen des prêts à effet de levier (graphique 2). De même, le marché européen des CLOs représente environ 60 % de la taille du marché européen du haut rendement (graphique 3). L'importance du marché des CLOs s'est accrue ces dernières années en Europe et aux États-Unis, tant en termes de proportion du marché des prêts qu'il contribue à financer que de par sa taille par rapport au marché du haut rendement.

**Graphique 2 : Part du marché des CLOs au sein du marché des prêts**



**Graphique 3 : Part du marché des CLOs au sein du marché HY**



Source : Janus Henderson Investors, BofA Securities CLO Factbook, au 10 novembre 2023. À titre d'illustration uniquement.

<sup>1</sup>Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, Intex Calc et indices JPMorgan, au 29 novembre 2024.

<sup>2</sup>Source : UBS, au 31 décembre 2024.

<sup>3</sup>Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg et Intex Calc, au 31 décembre 2024.

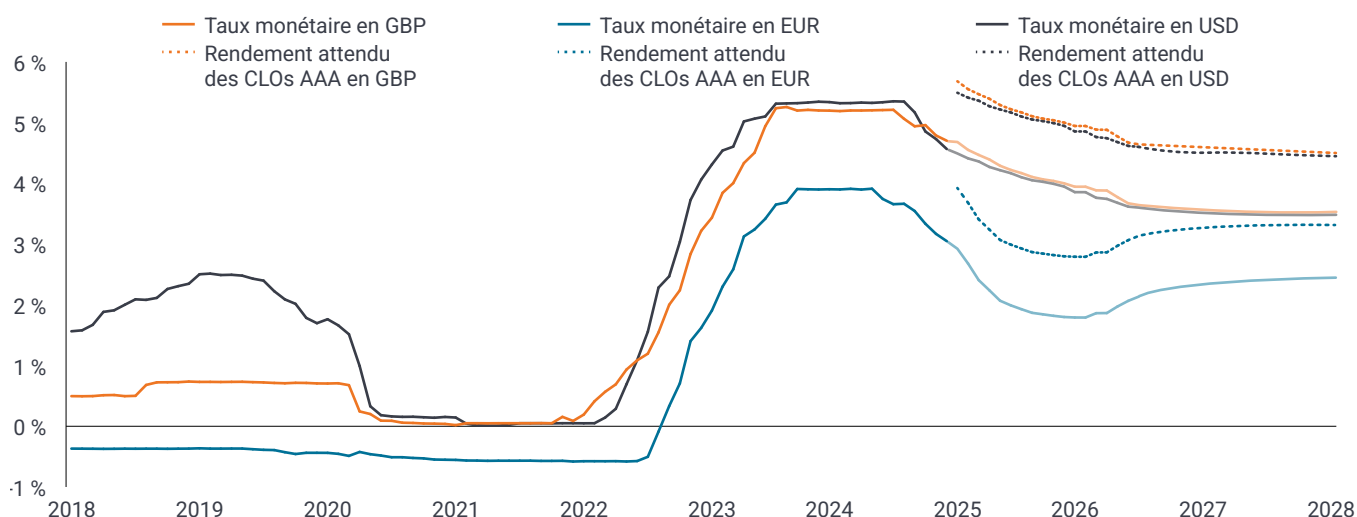
### Pourquoi investir dans les CLOs aujourd'hui ?

Les revenus issus d'un titre de CLOs sont composés d'un spread de crédit et d'un taux monétaire sous-jacent basé sur l'EURIBOR. Ces revenus vont donc fluctuer en fonction des variations de ce taux monétaire. Le consensus du marché estime que les taux d'intérêt mondiaux ont récemment atteint leur pic, mais il subsiste un ensemble de facteurs macroéconomiques et politiques qui rendent la trajectoire à venir des taux très incertaine.

De plus, lorsque les taux d'intérêt baissent, la composante spread des instruments de crédit à taux variable joue un rôle plus important dans leur rendement global, attirant souvent davantage de capitaux puisque les investisseurs s'efforcent de maintenir leurs niveaux de revenus. Le graphique 4 illustre comment le fait d'investir dans les CLOs AAA et d'obtenir un spread de crédit supposé de 1 % peut aider à maintenir les niveaux de revenu si les taux monétaires commencent à diminuer comme le prévoit le marché. De plus, dans un environnement de stagnation ou d'inversion des courbes de rendement (où les taux à court terme sont similaires ou supérieurs aux taux à long terme), les instruments à taux variable peuvent être avantageux étant donné qu'ils offrent des opportunités de portage des revenus intéressantes sans qu'il soit nécessaire de s'exposer inutilement au risque de duration.

#### Graphique 4 : Conserver des rendements plus élevés à mesure que les taux de monétaires baissent

L'investissement dans les CLOs AAA peut permettre de limiter les risques



Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, au 26 novembre 2024.

Remarque : Graphique affichant un historique des taux monétaires, des courbes à terme des swaps de taux d'intérêt en USD, GBP et EUR. Les rendements attendus des CLOs AAA sont la somme des courbes à terme respectives en USD, GBP et EUR avec un spread de crédit supposé de 100 pb pour les CLOs AAA. À titre d'illustration uniquement. **Rien ne garantit que les tendances passées se poursuivront ni que les prévisions se réaliseront. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Selon nous, les CLOs AAA permettent aux investisseurs de profiter des caractéristiques de revenu intéressantes décrites ci-dessus sans s'exposer à des risques de crédit importants. Ils apportent également des avantages en matière de diversification des portefeuilles.

#### Graphique 5 : Générer du rendement tout en essayant d'atténuer le risque



Source : Janus Henderson Investors.

Pourquoi opter pour les CLOs AAA ?

Outre les avantages liés au maintien des rendements basés sur le monétaire décrits ci-dessus, les CLOs AAA peuvent également offrir des opportunités en matière de valeur relative. En examinant les opportunités offertes par les CLOs AAA par rapport au crédit IG, nous estimons que les investisseurs peuvent accéder à de meilleurs rendements, à une meilleure qualité de crédit et à une valeur relative intéressante, tout en présentant l'avantage d'une sensibilité négligeable aux variations des taux d'intérêt.

La valeur relative favorise les CLOs AAA

Pour obtenir un niveau similaire de spread de crédit et de rendement disponible au sein des CLOs AAA, les investisseurs devraient se positionner sur le segment de crédit BBB (graphique 6). Ces rendements des CLOs AAA reposent sur des estimations prudentes de la courbe des taux prévisionnelle en euro qui devrait diminuer au fil du temps. Cela signifie qu'il existe un potentiel de hausse du rendement si les taux d'intérêt ne baissent pas comme prévu. La durée moyenne de spread plus courte pour les CLOs AAA, comme le montre le graphique 6, contribue également à atténuer la sensibilité aux fluctuations des spreads de crédit du marché.

Figure 6 : La valeur relative favorise les CLOs AAA

|                               | Spread de crédit (pb) <sup>1</sup> | Rendement total (EUR) (%) <sup>2</sup> | Duration du spread (en années) <sup>3</sup> | Duration des taux d'intérêt (années) <sup>4</sup> |
|-------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| CLOs AAA                      | 105                                | 3,2                                    | 3,3                                         | 0,2                                               |
| Obligations d'entreprises IG  | 90                                 | 3,2                                    | 4,6                                         | 4,5                                               |
| Obligations d'entreprises AAA | 52                                 | 2,8                                    | 5,9                                         | 6,0                                               |
| Obligations d'entreprises AA  | 54                                 | 2,8                                    | 4,7                                         | 4,7                                               |
| Obligations d'entreprises A   | 82                                 | 3,1                                    | 4,8                                         | 4,7                                               |
| Obligations d'entreprises BBB | 102                                | 3,3                                    | 4,5                                         | 4,3                                               |

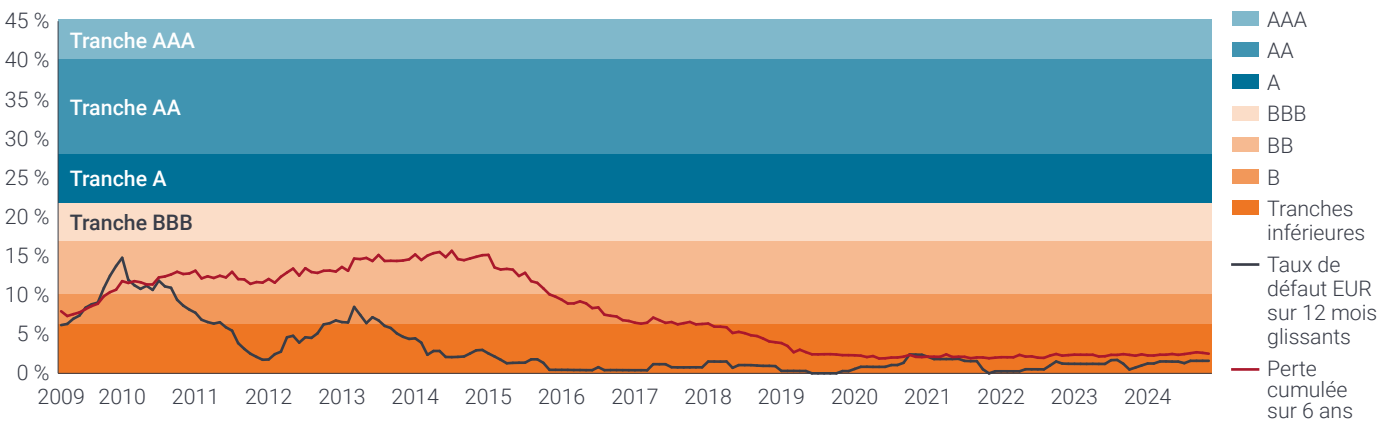
Source : Janus Henderson Investors, JP Morgan, Citi, ICE indices, Bloomberg, au 31 décembre 2024. <sup>1</sup> Pour les CLOs, sur la base de la marge d'actualisation ; pour le crédit d'entreprise, les swaps d'OAS. <sup>2</sup> Pour les CLOs, le rendement total est calculé en additionnant le spread de crédit et le taux de swap correspondant à la durée de vie moyenne. Il s'agit du taux Euro SWAP à 4 ans pour CLOs ; pour le crédit d'entreprise, le « yield-to-worst » est présenté. <sup>3</sup> Pour les CLOs, sur la base des estimations de la durée de vie moyenne et de la durée du spread pour les indices de crédit. La durée du spread est une mesure de la variation du prix d'une obligation en réponse à une variation de son spread de crédit. <sup>4</sup> Indices de crédit basés sur la durée effective. Pour les CLOs AAA, sur la base d'estimations. **Les rendements peuvent varier et ne sont pas garantis.** Les opinions ci-dessus sont celles de l'équipe et ne doivent pas être interprétées comme des conseils. Elles peuvent également ne pas refléter d'autres opinions de la société.

Protection structurelle et défauts

Il n'y a jamais eu de défaut d'un CLO A, AA ou AAA en Europe, même pendant les tensions macroéconomiques imputables à la crise financière mondiale (graphique 8 au verso). Le graphique 7 permet d'illustrer pourquoi cela a été le cas. Il montre le classement typique des différentes tranches de dette au sein d'un CLO européen. À l'opposé, nous avons superposé les taux de défaut historiques glissants des titres à haut rendement et les pertes cumulées estimées (en supposant un taux de recouvrement de 60 % après un défaut de paiement). La ligne de perte cumulée culmine à près de 16 %, ce qui est nettement inférieur au niveau nécessaire pour commencer à avoir un impact sur la valeur d'une tranche moyenne notée A.

Même dans des environnements caractérisés par des taux de défaut élevés, les protections structurelles des CLOs, telles que la capture de l'excès de spread lorsque cela est nécessaire pour absorber l'impact des pertes de défaut sur les prêts du portefeuille et les clauses (ou déclencheurs) qui contrôlent les flux de trésorerie du principal, ont contribué à réduire sensiblement les pertes sur les tranches notées BBB et BB. Avec un rehaussement de crédit de 40 % par rapport à un CLO AAA typique, cela impliquerait également que des pertes de plus de deux fois et demie le niveau maximal de la crise financière mondiale sont nécessaires pour commencer à subir une perte potentielle sur une obligation AAA.

Graphique 7 : Cumul historique des pertes sur prêts vs protection de la tranche de CLOs



Source : Crédit Suisse, UBS, au 31 octobre 2024. Taux de perte calculé sur la base des défauts cumulés et d'un taux de recouvrement de 60 %. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** À titre d'illustration uniquement.

Le graphique 8 indique des taux de dépréciation (ou de perte par défaut) à plus long terme pour les CLOs et soutient leur résilience inhérente par rapport aux obligations d'entreprises.

Graphique 8 : Taux de dépréciation sur 10 ans selon la notation initiale (1993-2017)

| Tranche | CLOs en Euro | CLOs en Dollar | Obligations d'entreprises en euro |
|---------|--------------|----------------|-----------------------------------|
| AAA     | 0,0 %        | 0,0 %          | 0,1 %                             |
| AA      | 0,0 %        | 0,0 %          | 0,7 %                             |
| A       | 0,0 %        | 0,2 %          | 2,2 %                             |
| BBB     | 0,5 %        | 2,3 %          | 3,5 %                             |
| BB      | 5,3 %        | 4,2 %          | 15,7 %                            |

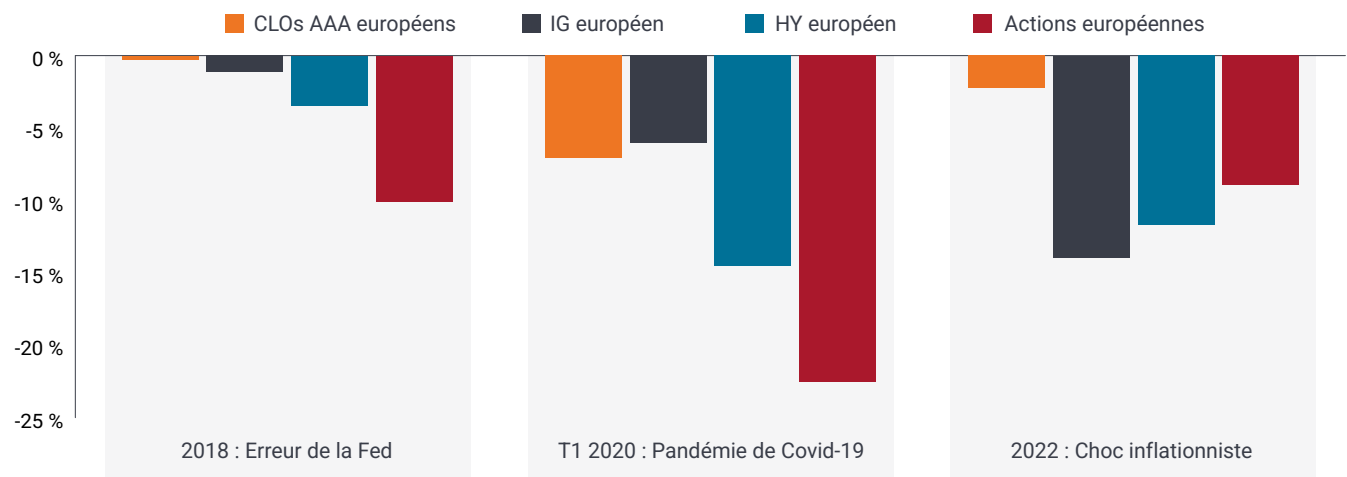
Source : Moody's Investors Services, au 31 octobre 2024 : **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**  
À titre d'illustration uniquement.

Performance en cas de pertes : un risque « mark-to-market » égal ou inférieur à celui des obligations d'entreprises IG

Le risque de marché des CLOs AAA par rapport aux autres classes d'actifs européennes peut être évalué en examinant leur performance lors de périodes de volatilité des marchés. C'est ce que nous faisons dans le graphique 9 en nous concentrant sur quelques périodes particulièrement volatiles :

- **L'erreur de hausse des taux de la Fed en 2018** – la décision de la Réserve fédérale américaine de relever ses taux d'intérêt, perçue comme une erreur, a entraîné une certaine volatilité sur les marchés obligataires et les marchés actions. Par rapport aux obligations IG et HY européennes et aux actions, l'impact sur les CLOs européens a été négligeable, ce qui démontre leur stabilité face aux ajustements des taux d'intérêt.
- **Apparition de la pandémie** – l'incertitude et les perturbations économiques déclenchées par la pandémie de COVID-19 ont entraîné une correction généralisée dans diverses classes d'actifs. Les CLOs AAA ont globalement fait jeu égal avec les obligations IG européennes.
- **Choc inflationniste et hausses de taux en 2022** – les craintes liées à l'inflation et aux hausses de taux en Europe et à l'échelle mondiale ont entraîné une hausse de la volatilité des obligations IG, HY en euro et des actions, ce qui contraste avec les pertes minimales subies par les CLOs. La nature à taux variable des CLOs a servi de tampon contre la volatilité du marché observée par les classes d'actifs à taux fixe comme les obligations IG et HY en euro.

Graphique 9 : Risque baissier minimal pour les CLOs AAA

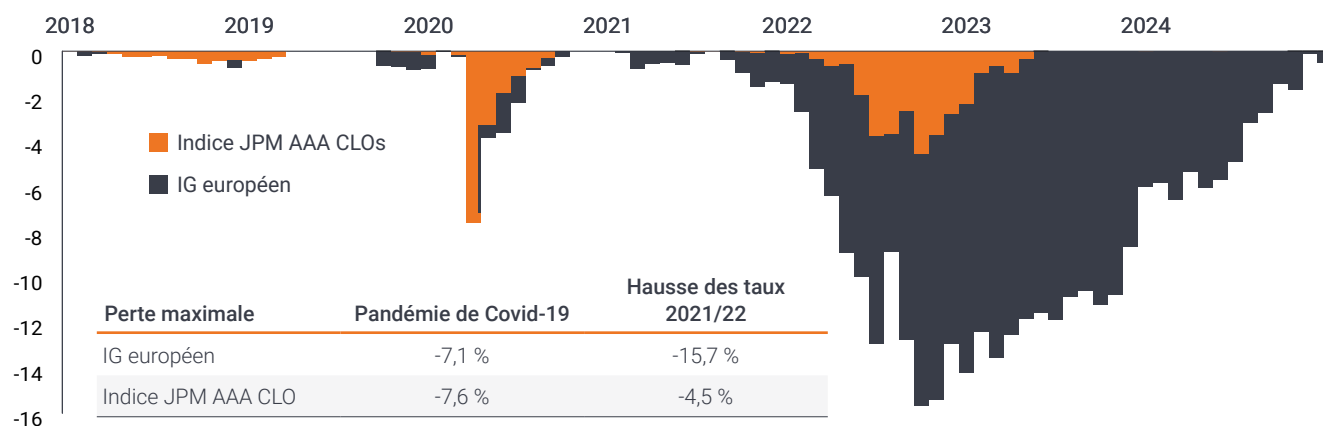


Source : Janus Henderson Investors, JP Morgan, Citi, Bloomberg. Performances en EUR. Pour les CLOs AAA européens : Indice JP Morgan European AAA CLO. IG européen : Indice ICE BofA Euro Corporate Bond. HY européen : Indice CE BofA European Currency Non-Financial High Yield 2% Constrained. Actions européennes : MSCI Europe.

Remarque : Les périodes 2018 et 2022 correspondent aux performances de l'année civile. À titre d'illustration uniquement. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Le graphique 10 va plus loin en examinant la durée et l'ampleur des pertes au cours de ces périodes. Les barres orange ou noires marquent les points de perte par rapport aux points hauts précédents. Lorsque ces barres disparaissent (atteignent zéro), cela indique que la classe d'actifs a retrouvé les niveaux de performance de ces points hauts. Il souligne une fois de plus la résilience des CLOs AAA, avec des pertes minimales lors de l'évènement de taux de 2018 et une reprise rapide post-COVID, contre une reprise un peu plus prolongée du crédit IG. En 2022, les pertes des CLOs AAA ont été moins prononcées et la reprise plus rapide, en partie en raison de son caractère à taux variable, contrairement aux impacts plus graves et durables sur le segment IG en Euro, qui affiche une durée de taux plus élevée et ne s'est pas encore rétabli.

**Graphique 10 : Des pertes limitées et brèves par rapport aux obligations d'entreprises traditionnelles**



Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, JP Morgan, au 31 décembre 2024.

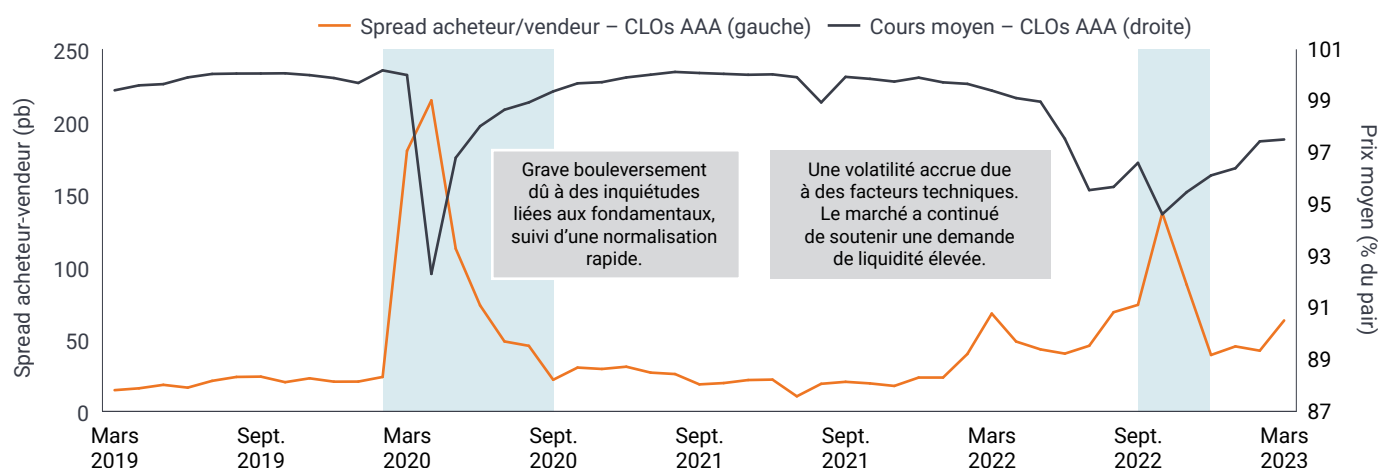
Remarque : Graphique illustrant les pertes cumulées. Indice JPM AAA CLO : indice JP Morgan European CLOIE AAA. Indice IG européen : Indice ICE BofA Euro Corporate Bond. Performances des pertes du 31 décembre 2017 au 31 décembre 2024. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

## La liquidité résiste à la volatilité du marché

La crise financière mondiale a largement stigmatisé la dette titrisée, la qualifiant de « risquée » et « illiquide ». Certains ont vu les CLOs sous cet angle, mais une analyse plus approfondie de l'historique des défauts et des performances lors des épisodes de volatilité des marchés et de reprises rapides remet en question ce point de vue. En tant qu'investisseur actif dans les CLOs depuis plus de 15 ans, l'expérience nous apprend que la liquidité est également bien meilleure que beaucoup le pensent.

La crise de la gestion actif-passif (LDI) en 2022<sup>4</sup> l'a soulignée, avec environ 3,3 milliards d'euros de CLOs AAA<sup>5</sup> négociés sur un horizon de temps court. Le véritable test de liquidité est toutefois la capacité à lever des fonds efficacement sans coûts excessifs. En octobre 2022, au plus fort de la crise des LDI, le coût moyen de la liquidité des CLOs AAA – la différence entre les cours acheteur et vendeur d'une obligation spécifique ou le spread acheteur-vendeur – était d'environ 1,4 %, dans un contexte de baisse moyenne des prix au comptant de 5 % (graphique 11). Ainsi, alors que les spreads acheteur/vendeur et les prix ont ressenti l'impact de l'absorption de ces volumes, les marchés sont restés fonctionnels et l'on a pu observer des prix rationnels. On peut également voir comment les conditions de marché se sont rapidement normalisées après cela, comme le montre le graphique 11.

**Graphique 11 : Marché actif des CLOs en période de volatilité avec normalisation rapide du coût de la liquidité**



Source : Janus Henderson Investors, JP Morgan, mars 2023. **Rien ne garantit que les tendances passées se poursuivront.**

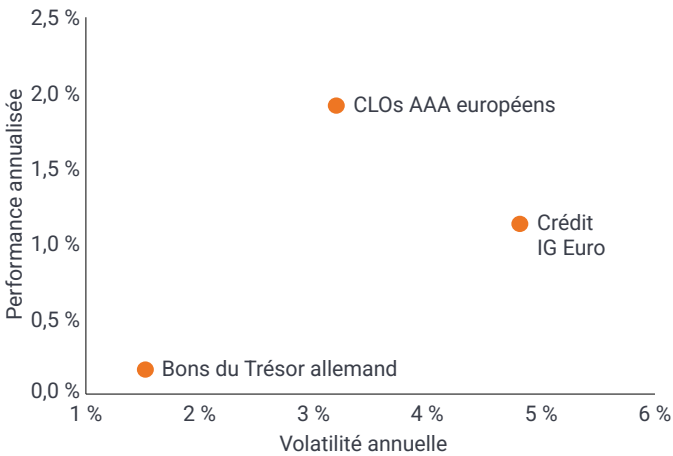
<sup>4</sup> Cette crise a affecté les régimes de retraite britanniques à prestations définies, qui ont dû vendre rapidement des actifs pour faire face aux appels de marge après l'annonce du « mini-budget » du gouvernement qui a provoqué une forte hausse des rendements des gilts. <sup>5</sup> Source : Janus Henderson Investors et les traders de CLOs européens, novembre 2023. Période couverte : du 1 septembre 2022 au 30 novembre 2022.

De meilleures performances ajustées du risque de la part des CLOs AAA

Sur une période plus longue, les CLOs AAA européens affichent des performances ajustées du risque supérieures assorties d'une volatilité inférieure à ceux des actifs IG traditionnels tels que les obligations d'entreprise IG en euros, comme l'illustre le graphique 12. Pour ceux qui cherchent à construire des portefeuilles obligataires diversifiés, les CLOs AAA représentent selon nous une alternative efficace, améliorant le potentiel de performance du portefeuille sans risque supplémentaire. C'est certainement ce que nous avons retenu à travers notre expérience en tant que gérants de portefeuilles obligataires largement diversifiés depuis de nombreuses années.

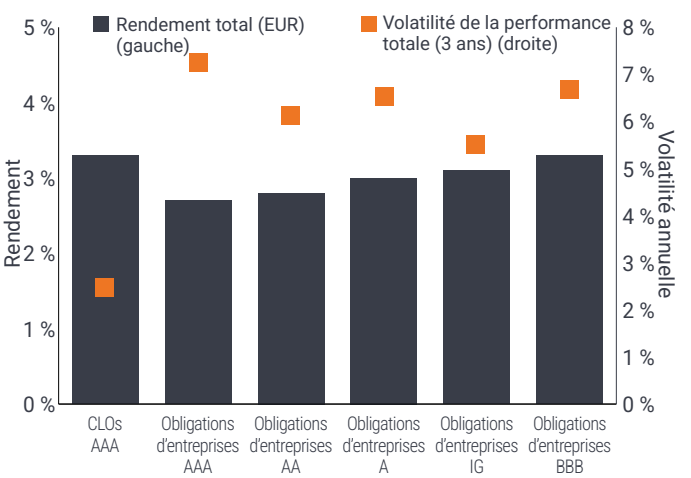
Une autre façon d'analyser la performance potentielle par rapport au risque est de considérer les rendements disponibles aujourd'hui par rapport à la volatilité historique des performances. Le graphique 13 analyse cette situation pour les CLOs AAA par rapport aux obligations d'entreprises. Les investisseurs en CLOs AAA peuvent bénéficier d'un revenu nettement plus élevé, générant un rendement total comparable à celui des obligations d'entreprises BBB, tout en bénéficiant d'un bien meilleur profil de risque global.

Graphique 12 : Les performances ajustées du risque annualisées sur 10 ans sont intéressantes par rapport aux obligations traditionnelles



Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, JP Morgan, Citi, au 30 novembre 2024. Pour les CLOs AAA européens, les performances du 29 décembre 2017 au 30 novembre 2024 correspondent à l'indice JP Morgan European AAA CLO. Avant cela, les performances étaient estimées en utilisant les mouvements de spread des CLOs AAA, le portage supposé et la performance des liquidités. Les performances des liquidités sont estimées à l'aide d'Euribor 1 mois. Indice Euro IG : Indice ICE BofA Euro Corporate Bond. Bons du Trésor allemand : Indice ICE BofA German Treasury Bill. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Graphique 13 : Un rendement attractif par rapport aux obligations d'entreprises pour un actif à faible volatilité



Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, indices ICE et JP Morgan, au 31 octobre 2024. **Les rendements peuvent varier et ne sont pas garantis.**

Pourquoi une gestion active ?

Investir dans les CLOs conduit inévitablement à une gestion active compte tenu de l'environnement réglementaire en Europe et de la diversité au sein de l'univers des CLOs. Comme le montre le graphique 15, 67 gestionnaires sont à l'origine de 640 opérations. Chaque opération présente des risques et des caractéristiques spécifiques uniques, liés aux différences de collatéral, de gestion et d'année d'émission. Ces écarts nécessitent une approche ciblée de la sélection des titres, soulignant l'importance de comprendre la stratégie de chaque gérant et les risques spécifiques de leurs CLOs.

Graphique 15 : De l'indice CLO à l'analyse



Source : Janus Henderson, Bloomberg, Intex Calc et indices JP Morgan, au 29 novembre 2024. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Alors qu'une approche active se concentre sur la sélection des titres, les stratégies d'investissement passives, qui ne font pas la distinction entre les différentes structures de CLOs ou n'évaluent pas la qualité de leur gestion ou de leur collatéral, peuvent construire des portefeuilles qui ne correspondent pas aux préférences des investisseurs en matière de risque, de rendement ou de qualité souhaitée du collatéral. Cela est particulièrement important dans des environnements macroéconomiques plus fragiles et de perturbations des marchés. Bien que le risque fondamental de défaut ne soit pas considéré comme une préoccupation majeure pour les CLOs AAA compte tenu des protections structurelles inhérentes pour les investisseurs, on peut observer, dans des environnements plus fragiles, une dispersion importante des prix de marché des opérations de CLOs.

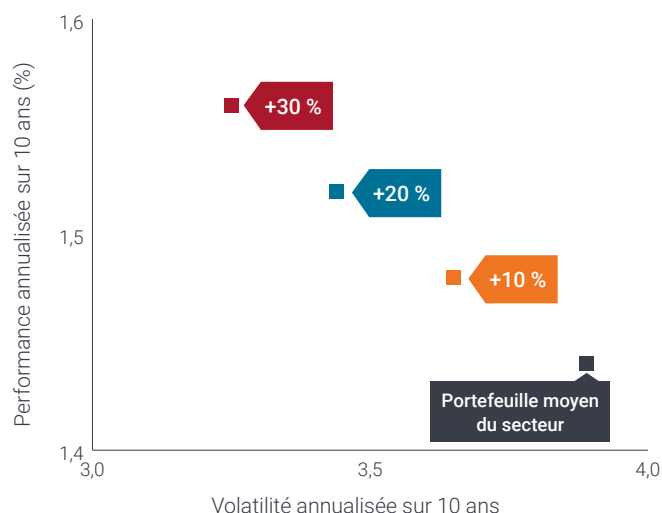
La gestion active implique de comprendre les risques et les opportunités au sein des différentes tranches de CLOs. La qualité du collatéral peut entraîner un risque de crédit dans les tranches junior et un risque de marché accru dans les tranches AAA en cas de perturbations du marché. Sur des marchés favorables, la variation des prix n'est pas visible dans les CLOs AAA, mais dans les tranches plus junior. Toutefois, lorsque l'instabilité du marché est plus marquée, une dispersion apparaît entre les CLOs AAA. Une compréhension claire de la « hiérarchisation » des gérants de CLOs, telle que la variation de la qualité du collatéral, est donc essentielle pour gérer le risque des obligations notées AAA. Une approche active permet également d'optimiser le portefeuille de diverses autres manières, par exemple en identifiant le meilleur segment des courbes de spread dans lequel investir ou en évaluant l'impact d'un remboursement anticipé sur le rendement d'une obligation.

La gestion active devient particulièrement critique en Europe, où les exigences réglementaires imposent un exercice de due diligence approfondi des gérants de CLOs et de leurs stratégies. Cet environnement réglementaire oblige les investisseurs à sélectionner activement les CLOs en se basant sur une compréhension approfondie des risques collatéraux et de la qualité de la gestion, en distinguant les différentes opérations pour construire un portefeuille conforme aux objectifs d'investissement et à la tolérance au risque. En ce qui concerne notre univers actuel, tel que défini par l'indice JP Morgan European CLOIE AAA, nous sommes exposés à environ 50 % des 67 gérants de CLOs européens dans le but d'optimiser la performance ajustée au risque et de gérer tout risque baissier pour les clients.

Les fonds négociés en bourse (ETF) offrent une solution aux investisseurs qui souhaitent investir sur le marché des CLOs sans les contraintes opérationnelles d'un investissement direct. En investissant par le biais d'ETF, les clients peuvent bénéficier de l'expertise de gérants expérimentés qui effectuent les vérifications préalables et les souscriptions nécessaires, ce qui leur permet d'accéder à une sélection rigoureuse de CLOs. Cette approche permet aux investisseurs de bénéficier des performances potentielles des CLOs tout en atténuant les défis de la gestion active et de la conformité réglementaire.

Nous pensons également que l'évaluation des risques ESG fait désormais partie intégrante de l'investissement dans le crédit, et nécessite une expertise à la fois quantitative et qualitative déployée par le biais d'une approche active.

## Graphique 14 : Quels résultats pour l'ajout de 10 %, 20 % et 30 % de CLOs AAA à l'allocation de votre portefeuille obligataire



Pour les investisseurs obligataires actifs, l'ajout de CLOs AAA peut constituer la pierre angulaire des portefeuilles d'investissement avec différents facteurs de risque et de performance. C'est ce que notre équipe Construction & Stratégie de portefeuille a analysé en examinant la composition des classes d'actifs du portefeuille obligataire typique d'un client européen et comment l'ajout de 10 %, 20 %, 30 % de CLOs AAA améliore la dynamique risque-rendement du portefeuille.

Source : Janus Henderson Investors, Bloomberg, Morningstar, JP Morgan. Au 30 novembre 2024. Indices utilisés comme représentatifs dans des portefeuilles hypothétiques : Obligations internationales - Bloomberg Global Aggregate TR Hdg EUR ; Euro IG - ICE BofA Euro Corporate TR EUR ; Emprunts d'Etat de la zone euro - Bloomberg Euro Agg GvtR TR EUR ; Euro HY - Bloomberg Pan Euro HY TR EUR ; Haut rendement mondial - Bloomberg Global High Yield TR EUR ; Dette émergente - indice Bloomberg EM Hard Currency Agg TR USD ; Prêts bancaires - Credit Suisse Western European Leveraged Loan TR Hdg EUR ; Obligations américaines - Bloomberg US Agg Bond TR EUR ; Obligations convertibles - Refinitiv Europe CB TR EUR ; Liquidités - ICE BofA EURCcy 3M Dep BdRt CM TR EUR (Cash). Le portefeuille client moyen est basé sur la moyenne des portefeuilles obligataires des clients européens de Janus Henderson. Les portefeuilles sont hypothétiques et la performance est basée sur les performances historiques des indices. Les investisseurs ne doivent pas partir du principe qu'ils vivront une expérience d'investissement similaire. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**



**Matthew Bullock**  
Responsable Construction  
& Stratégie de portefeuille  
pour la zone EMOA

« L'histoire montre que les CLOs AAA européens, en raison de leur corrélation minimale par rapport aux obligations conventionnelles et de leurs solides caractéristiques risque/rendement, ont amélioré la performance des portefeuilles. »

Pourquoi nous ?

Chez Janus Henderson, nous bénéficions d’une vaste expertise sur les marchés mondiaux de la titrisation (36 milliards de dollars d’actifs sous gestion, dont 21 milliards de dollars de CLOs, 15 experts), d’une plateforme d’ETF à gestion active axée sur les actifs titrisés, leader sur le marché américain (près de 19 milliards de dollars d’actifs sous gestion), d’investissements de longue date dans les CLOs européens et de la plateforme européenne d’ETF Janus Henderson Tabula<sup>6</sup>.

Équipe de gestion pour les CLOs européens

Une équipe expérimentée qui s’appuie sur des compétences qualitatives et quantitatives

|                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                   |                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| <br>GESTION DE<br>PORTEFEUILLE | <br><b>Denis Struc</b><br>Gérant de portefeuille<br>20 ans d'expérience dans le secteur<br>A rejoint l'entreprise en 2010 | <br><b>Ian Bettney</b><br>Gérant de portefeuille<br>25 ans d'expérience dans le secteur<br>A rejoint l'entreprise en 2005 | <br><b>Kareena Moledina</b><br>Gérant de portefeuille client principal (EMOA) /<br>Obligations ESG<br>17 ans d'expérience<br>A rejoint l'entreprise en 2018 |                                                                                                   |                                                           |
|                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                   |                                                           |
| PLATEFORMES<br>DE RECHERCHE<br>MONDIALES                                                                        | OBLIGATIONS D'ENTREPRISES                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                            | TITRISATIONS                                                                                                                                                                                                                                   | CLOS ET PRÊTS – PERSPECTIVES ET<br>GROUPE DE NOTATION                                             |                                                           |
|                                                                                                                 | 26 analystes   19 années d'expérience en moyenne                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                            | 12 analystes   13 années d'expérience en moyenne                                                                                                                                                                                               | 9 gérants de portefeuille   2 analystes   18 années<br>d'expérience en moyenne                    |                                                           |
|                                                                                                                 | <b>Mike Talaga, CFA</b><br>Responsable mondial de la Recherche crédit                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                            | <b>John Kerschner, CFA</b><br>Responsable Produits titrisés - Monde,<br>Gérant de portefeuille                                                                                                                                                 | <b>John Lloyd, CFA</b><br>Responsable mondial du crédit multisectoriel,<br>gérant de portefeuille |                                                           |
| PRINCIPAUX<br>PARTENAIRES<br>D'INVESTISSEMENT                                                                   | RECHERCHE<br>QUANTITATIVE                                                                                                                                                                                  | TRADING<br>OBLIGATAIRE                                                                                                                                                                                     | GESTION DU RISQUE<br>OBLIGATAIRE                                                                                                                                                                                                               | RECHERCHE CENTRALISÉE<br>SUR LES ACTIONS                                                          | ÉQUIPE INVESTISSEMENT<br>RESPONSABLE                      |
|                                                                                                                 | 22 professionnels<br>10 années d'expérience<br>en moyenne                                                                                                                                                  | 20 traders<br>22 années d'expérience<br>en moyenne                                                                                                                                                         | 7 analystes<br>14 années d'expérience<br>en moyenne                                                                                                                                                                                            | 38 analystes<br>17 années d'expérience<br>en moyenne                                              | 30 professionnels<br>10 années d'expérience<br>en moyenne |

Source : Janus Henderson Investors, au 30 septembre 2025.  
Remarque : Les plateformes de recherche regroupent les personnes considérées à la fois comme analystes et gérants de portefeuille. La recherche quantitative inclut les développeurs.

Une plateforme mondiale de CLOs bien établie

|                                                                                                    |                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| STRATÉGIES ETF CLOS AMÉRICAINS                                                                     | PLATFORME ETF EUROPÉENNE                                           |
| #1 ETF CLOs AAA aux États-Unis par montant d’encours                                               | 16 Participants autorisés et sur 30 contreparties de trading d’ETF |
| #1 Fournisseur d’ETF CLOs aux États-Unis, par volume de transactions                               | Coté sur 10 places boursières européennes                          |
| 16 Participants autorisés                                                                          | Accès à plusieurs régions                                          |
| Le principal gérant actif d’ETF titrisés avec 18 Mlds \$ sur les 22 Mlds \$ d’encours des ETF CLOs | 1,5 Mld \$ d’actifs ETP européens                                  |



- Des relations étroites dans l’écosystème mondial des CLOs
- Contreparties établies aux États-Unis et en Europe
- 21 Mlds \$ de CLOs gérés à l’échelle mondiale

Source : Janus Henderson Investors et Morningstar, au 16 décembre 2024 pour les ETF axés sur les actifs titrisés. Actifs sous gestion pour les CLOs à l’échelle mondiale, au 31 décembre 2024.  
<sup>6</sup> Source : Janus Henderson Investors, au 30 septembre 2024 (sauf indication contraire). Actifs sous gestion pour les CLOs à l’échelle mondiale, au 31 décembre 2024.

POUR PLUS D'INFORMATIONS, VEUILLEZ CONSULTER  
LE SITE JANUSHENDERSON.COM

Janus Henderson  
INVESTORS

### Informations importantes

Les points de vue présentés ici s'entendent à la date de publication. Ils sont uniquement destinés à des fins d'information et ne doivent pas être utilisés ou interprétés comme un conseil fiscal, juridique ou d'investissement ou une offre de vente, une sollicitation d'une offre d'achat ou encore une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur du marché. Aucune des informations contenues dans ce document ne constitue une offre directe ou indirecte de services de gestion d'investissement spécifiques à l'une des exigences des clients. Les opinions et les exemples constituent une illustration des thèmes généraux et n'indiquent pas une intention de négociation, peuvent être modifié(e)s à tout moment et peuvent ne pas refléter les opinions des autres collaborateurs de la société. Le présent document n'est pas destiné à indiquer ou impliquer que l'une des illustrations/l'un des exemples mentionné(e)s est actuellement, ou a été par le passé, détenu(e) au sein de l'un des portefeuilles. Aucune des prévisions n'est garantie et nous ne garantissons pas que les informations fournies soient exhaustives ou opportunes, ni n'émettons aucune garantie à l'égard des résultats obtenus suite à leur utilisation. Janus Henderson Investors est la source des données, sauf indication contraire, et a des raisons suffisantes de croire que les informations et les données provenant de tiers qu'il utilise sont fiables. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Investir comporte des risques, dont une éventuelle perte de capital et une fluctuation de la valeur de vos placements.**

Tous les produits ou services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. Ce document ou les informations qu'il contient peuvent faire l'objet de restrictions légales, ne peuvent être reproduits ou mentionnés sans autorisation écrite expresse ou utilisés dans toute juridiction ou circonstance où leur utilisation serait illégale. Janus Henderson n'est pas responsable de la distribution illégale de ce document à des tiers, dans son intégralité ou en partie. Le contenu de ce document n'a pas été approuvé ou avalisé par l'un des organismes de réglementation.

Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services d'investissement sont fournis par les entités identifiées dans les juridictions suivantes : (a) en **Europe**, par Janus Henderson Investors International Limited (n° d'enregistrement 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (n° 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (n°2678531), Tabula Investment Management Limited (n° d'enregistrement 11286661), (tous enregistrés en Angleterre et au Pays de Galles au 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE et réglementés par la Financial Conduct Authority) et Janus Henderson Investors Europe S.A (n° d'enregistrement B22848 au 78, Avenue de la Liberté, L-1930, Luxembourg et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier) ; (b) aux **États-Unis**, par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC, qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc ; (c) au **Canada** par l'intermédiaire de Janus Henderson Investors US LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions ; (d) à **Singapour** par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (n° d'enregistrement 199700782N). Cette communication ou publication n'a pas été révisée par l'Autorité monétaire de Singapour ; (e) à **Hong Kong** par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Ce document n'a pas été revu par la Commission des valeurs mobilières et des contrats à terme de Hong Kong ; (f) en **Corée du Sud**, ce document est publié par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited à l'usage exclusif des investisseurs professionnels qualifiés (tels que définis dans la loi relative aux services d'investissements et aux marchés financiers et dans ses dispositions) ; (g) au **Japon** par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementée par la Financial Services Agency et enregistrée comme une société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement, d'intermédiaire et de gestion d'instruments financiers de type II ; (h) en **Australie** et en **Nouvelle-Zélande** par Janus Henderson Investors (Australia) Limited (ABN 47 124 279 518) et ses sociétés affiliées, notamment Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) et Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268) (i) au **Moyen-Orient** par Janus Henderson Investors International Limited, réglementée par la Dubai Financial Services Authority en tant que bureau de représentation. Ce document concerne un produit financier qui n'est soumis à aucune forme de réglementation ou d'autorisation de l'Autorité des services financiers de Dubaï (« DFSA »). La DFSA ne saurait assumer la responsabilité de l'examen ou de la vérification de tout prospectus ou autre document en rapport avec ce produit financier. De ce fait, la DFSA n'a pas approuvé ce document ou tout autre document annexe. Elle n'a pris aucune mesure pour vérifier les informations contenues dans ce document et n'a aucune responsabilité à cet égard. Le produit financier concerné par ce document peut être illiquide et/ou soumis à des restrictions de revente. Les acheteurs potentiels doivent effectuer leur propre due diligence du produit financier. En cas d'incompréhension du contenu de ce document, veuillez consulter un conseiller financier agréé. Aucune transaction ne sera réalisée au Moyen-Orient et toute demande doit être adressée à Janus Henderson. Les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés afin d'assurer notre protection mutuelle, d'améliorer notre service client, ainsi qu'à des fins de tenue de registre réglementaire.

**En-dehors des États-Unis** : À l'usage exclusif des investisseurs institutionnels, professionnels, qualifiés et avertis, des distributeurs qualifiés, des investisseurs et des clients wholesale, tels que définis par le territoire applicable. Document non destiné à être communiqué ou distribué au grand public. Communication à caractère promotionnel.

Janus Henderson® et toutes les autres marques commerciales mentionnées dans le présent document sont des marques déposées de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.