

Credit Linked Notes: investire sul rischio di credito

Dai certificati azionari alle CLN: come funzionano, quali rischi, e perché oggi Oracle rappresenta un'opportunità interessante per chi vuole esporsi al rischio di credito con rendimenti attraenti.





Perché parlare di Credit Linked oggi

Il mercato italiano è saturo di certificati "classici" su azioni: Phoenix, Cash Collect, Airbag e altre strutture legate al prezzo dei titoli azionari. Ma esiste un'altra famiglia di prodotti strutturati che merita attenzione.

Oltre i certificati azionari

I prodotti legati al **rischio di credito** offrono una logica completamente diversa: non dipendono dal prezzo del titolo, ma dalla solidità finanziaria dell'emittente di riferimento.

Il caso Oracle

La CLN su Oracle è un esempio perfetto per comprendere come funziona una Credit Linked Note e come sfruttare un rialzo anomalo del CDS di una società investment grade.

Da azione a credito: cosa cambia

Certificati azionari tradizionali

Sottostante: prezzo dell'azione o di un basket di titoli

Rischio principale: ribasso del sottostante e violazione della barriera di protezione

Esempi: Phoenix, Cash Collect, Memory Certificate, Airbag

- Dipendono dalla performance di mercato
- Volatilità giornaliera rilevante
- Focus su trend azionari

Credit Linked Notes (CLN)

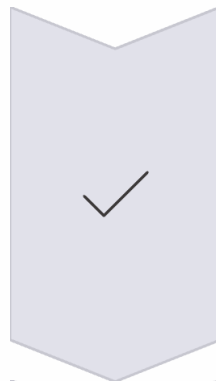
Sottostante: merito di credito di un'entità di riferimento (Oracle, Intesa Sanpaolo, Unicredit...)

Rischio principale: verificarsi di un evento di credito come default, mancato pagamento o ristrutturazione del debito

- Non legate al prezzo delle azioni
- Focus sulla solidità creditizia
- Logica di "vendita di protezione"

Che cos'è una Credit Linked in parole semplici

Una Credit Linked Note è un prodotto ibrido che combina un'**obbligazione** con un **derivato di credito (CDS)**. La sua struttura è più semplice di quanto sembri.



Scenario normale

Finché **non accade alcun evento di credito** sulla reference entity, l'investitore incassa cedole periodiche regolari e a scadenza riceve il **100% del nominale**.



Scenario di default

Se si verifica un evento di credito, le cedole si **interrompono immediatamente** e il rimborso finale dipende dal recovery rate o può essere azzerato completamente.



Il ruolo del CDS: comprare vs vendere protezione

Il **CDS (Credit Default Swap)** è un'assicurazione contro il rischio di default. Comprendere la differenza tra comprare e vendere protezione è fondamentale per capire le CLN.



Comprare un CDS

Si paga un premio annuo per proteggersi dal rischio di credito. È come acquistare un'assicurazione: si spende denaro per trasferire il rischio ad altri.



Vendere un CDS

Si incassa il premio assumendo il rischio che si verifichi l'evento di credito. È come essere la compagnia di assicurazione: si guadagna finché non succede nulla.

📄 **La CLN replica esattamente questa dinamica:** l'investitore, di fatto, vende implicitamente protezione sul credito della reference entity. In cambio, incassa cedole significativamente più alte rispetto a un normale bond della stessa durata.

Perché un retail non può comprare direttamente CDS

Le barriere del mercato CDS

I Credit Default Swap sono contratti **OTC (Over The Counter)** negoziati bilateralmente tra grandi banche e investitori istituzionali. Questo mercato è completamente precluso agli investitori retail per diverse ragioni strutturali:

- **Tagli minimi elevatissimi:** notional tipici da 1 milione di dollari in su
- **Complessità contrattuale:** documentazione ISDA complessa che richiede expertise legale
- **Assenza di quotazione:** non esistono mercati regolamentati, solo negoziazioni private
- **Requisiti di margine:** necessità di posting collateral significativi

La soluzione: le CLN

La Credit Linked Note è il **veicolo regolamentato** che permette agli investitori retail di accedere alla logica della vendita di protezione creditizia.

Con una CLN si ottiene:

- Accesso con tagli minimi accessibili
- Quotazione su mercati regolamentati
- Trasparenza di pricing
- Supervisione normativa

Come funziona una CLN nella pratica

Analizziamo la struttura tipica di una Credit Linked Note con un esempio generico, prima di approfondire il caso specifico Oracle.

01

Emissione

Valore nominale: tipicamente 10.000 € per certificate

Prezzo di emissione: 100% del nominale

Durata: solitamente 5-7 anni

03

Scenario positivo

Se **non si verifica un evento di credito** durante tutta la vita del prodotto, l'investitore incassa tutte le cedole programmate e a scadenza riceve 10.000 € di rimborso.

02

Flusso cedolare

Cedole fisse: es. 4,70% annuo

Frequenza: pagamenti semestrali o trimestrali

Tassazione: come redditi diversi (compensabili con minusvalenze)

04

Scenario negativo

Se **avviene un evento di credito**, le cedole si interrompono immediatamente. A scadenza si riceve **zero** (prodotti "zero recovery") oppure **nominale × recovery rate** (prodotti "market recovery").

Prezzo e mark-to-market di una CLN

Come si muove il prezzo di una Credit Linked Note sul mercato secondario? Il valore oscilla in base a due fattori principali che operano contemporaneamente.

1. Tassi di interesse

- **Tassi in rialzo** → il prezzo della CLN tende a scendere (come tutte le obbligazioni)
- **Tassi in calo** → il prezzo tende a salire

2. Spread di credito (CDS)

- **CDS che si allarga** → percezione di rischio più alta → prezzo CLN scende
- **CDS che si restringe** → rischio percepito diminuisce → prezzo CLN sale

Strategia dell'investitore

Chi compra una CLN oggi punta a:

1. **Incassare cedole elevate** per tutta la durata
2. **Beneficiare di un restringimento del CDS** nel tempo (normalizzazione del rischio)
3. **Ottenere il rimborso a 100** a scadenza

Rischi specifici di una Credit Linked

Le CLN presentano un profilo di rischio peculiare che deve essere compreso prima di investire. Non sono strumenti privi di rischi, anzi richiedono consapevolezza e orizzonte temporale adeguato.

Rischio emittente

Il fallimento dell'emittente del certificato (ad esempio Marex, nel caso specifico Oracle) può compromettere l'investimento indipendentemente dalla reference entity.

Rischio di credito reference entity

Il rischio principale: se Oracle (o altra reference entity) subisce un evento di credito, le cedole cessano e il capitale può essere parzialmente o totalmente perso.

Rischio tassi e spread

Il prezzo di mercato può oscillare significativamente durante la vita del prodotto in funzione dei tassi di interesse e dell'allargamento/restringimento degli spread creditizi.

Rischio liquidità

Taglio minimo tipicamente elevato (10.000 €) e mercato secondario meno liquido rispetto ai bond governativi. Spread denaro-lettera potenzialmente ampi.

📌 **Attenzione:** Non è uno strumento per trading giornaliero. Le CLN richiedono una view di medio-lungo periodo sulla solidità creditizia della reference entity.

Perché oggi Oracle è un caso interessante

Oracle Corporation è una delle più grandi società tecnologiche al mondo, fondata nel 1977 da Larry Ellison. Con oltre quattro decenni di storia, rappresenta un pilastro del settore enterprise software.

Database relazionali

Core business storico e ancora oggi leadership mondiale nei sistemi di gestione database enterprise.

Soluzioni cloud

Oracle Cloud Infrastructure (OCI) offre servizi IaaS, PaaS e SaaS in forte crescita.

Applicazioni enterprise

Suite completa di soluzioni ERP, HCM, CRM per grandi organizzazioni globali.

AI e sicurezza

Investimenti massicci in intelligenza artificiale e servizi di cybersecurity avanzata.

Oggi Oracle è un player globale da oltre **50 miliardi di dollari di ricavi annui**, con un modello di business ad alta ricorrenza (subscription-based) e margini operativi tra i più elevati del settore software.

Oracle e il trend AI: perché è tornata al centro dell'attenzione

Negli ultimi 24 mesi Oracle è diventata un protagonista inatteso del boom dell'intelligenza artificiale grazie a scelte strategiche lungimiranti e partnership di altissimo profilo.



Partnership strategiche con i leader AI

OpenAI ha siglato un accordo per utilizzare l'infrastruttura cloud Oracle per i propri workload più intensivi. **Nvidia** ha scelto Oracle per implementazioni basate su GPU H100, H200 e la nuova architettura Blackwell. Oracle Cloud è sempre più utilizzato per progetti AI enterprise di grande scala.



Forte espansione dei data center

Oracle sta investendo miliardi in nuove infrastrutture cloud con data center in USA, Europa e Asia. Le architetture sono ottimizzate specificamente per l'AI generativa, con la strategia "dual region sovereign cloud" per rispettare le normative locali sui dati.



Crescita del business Cloud Infrastructure

Oracle Cloud Infrastructure (OCI) è oggi il segmento più dinamico dell'azienda, con **tassi di crescita superiori al 40% anno su anno**, un ritmo più veloce di AWS, Microsoft Azure e Google Cloud nello stesso periodo.

La criticità attuale: l'aumento del rischio di credito

Nonostante la solidità industriale e le prospettive positive legate all'AI, lo **spread CDS a 7 anni di Oracle** è **esploso** negli ultimi mesi, raggiungendo livelli che non si vedevano da anni.



Cosa significa per gli strumenti strutturati

Certificati con Oracle come sottostante equity



Credit Linked Notes (CLN) su Oracle



Per i certificati tradizionali che usano l'azione Oracle come sottostante:

- **Volatilità elevata** → premi delle opzioni più alti → cedole potenzialmente più generose
- **Trend AI favorevole** → potenziale upside significativo se il business cloud continua a crescere
- **Rischio ribasso** legato ai capex e alla profittabilità → necessaria prudenza nella scelta della barriera

Per le CLN che usano Oracle come reference entity, la situazione è **ancora più interessante**

- **CDS molto ampio** = rendimenti delle CLN particolarmente elevati rispetto alla media storica
- **Probabile normalizzazione** in futuro se il mercato rivaluta positivamente l'impatto dei capex AI
- **Struttura perfetta** per chi pensa che lo spread sia temporaneamente gonfiato

Una CLN su Oracle oggi consente di:

- ✓ Incassare cedole elevate
- ✓ Monetizzare lo spread CDS ai massimi
- ✓ Puntare sulla normalizzazione del rischio di credito

Tre modi per "giocare" la storia Oracle

Esistono diverse modalità per esporsi a Oracle come investimento. Ogni approccio presenta un profilo rischio-rendimento completamente diverso.



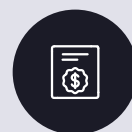
1. Compra azione Oracle

Profilo: esposizione diretta all'equity

Rischio: volatilità tipica del mercato azionario, piena partecipazione ai ribassi

Upside: illimitato in caso di rally delle azioni tech/AI

Per chi: investitori con alta tolleranza al rischio e view bullish sul titolo



2. Compra obbligazioni Oracle

Profilo: reddito fisso corporate

Rendimento: circa 4% annuo in USD sulla scadenza 2031-32

Rischio: rischio tassi + rischio credito + rischio cambio USD/EUR

Note: possibile richiamo anticipato (callable), interessi tassati come redditi di capitale (non compensano minusvalenze)



3. Compra CLN su Oracle

Profilo: vendita implicita di protezione creditizia

Rendimento: cedola 4,7% annua in EUR, pagata semestralmente

Capitale protetto a scadenza: solo se non avviene un evento di credito

Vantaggio: accesso indiretto alla "vendita di CDS" su livelli storicamente elevati, senza rischio cambio

CLN Oracle vs bond Oracle

Il confronto diretto tra obbligazioni Oracle e CLN su Oracle evidenzia differenze sostanziali che ogni investitore deve valutare attentamente.

Bond Oracle 2031-32

- **Rendimento:** $\approx 4\%$ annuo in USD
- **Richiamo anticipato:** possibile (callable), a discrezione dell'emittente
- **Tassazione:** interessi tassati come redditi di capitale, **non compensano le minusvalenze**
- **Rischio cambio:** piena esposizione alle oscillazioni EUR/USD
- **Liquidità:** buona sul mercato secondario
- **Rischio:** solo credito Oracle

CLN Oracle (Marex)

- **Rendimento:** 4,7% annuo in EUR, pagato semestralmente
- **Durata fissa:** nessun richiamo anticipato, scadenza certa
- **Tassazione:** proventi come **reddito diverso**, quindi compensabili con minusvalenze pregresse
- **Rischio cambio:** zero, tutto in euro
- **Liquidità:** media, mercato secondario meno profondo
- **Rischio:** credito Oracle + **credito emittente Marex**

📄 **Perché la CLN rende di più?** Il rendimento maggiore (4,7% vs 4%) compensa due fattori: (1) il rischio emittente Marex aggiuntivo rispetto al bond diretto Oracle, e (2) il fatto che l'investitore sta **vendendo implicitamente CDS** su Oracle, assumendosi il rischio di evento di credito.

Dove metterla in portafoglio

Le Credit Linked Notes vanno considerate come componente **obbligazionaria** del portafoglio, non azionaria. Il loro posizionamento strategico richiede consapevolezza del profilo rischio-rendimento.

Adatta a chi



- Vuole **cedole regolari** superiori ai rendimenti obbligazionari tradizionali
- Ha una view **non catastrofica** su Oracle (nessun default o evento di credito previsto)
- Crede che lo **spread di credito si normalizzerà** nel tempo, con possibile capital gain
- Cerca **diversificazione** rispetto ai certificati azionari tradizionali
- Ha un **orizzonte temporale di medio-lungo periodo** (5-7 anni)
- Può compensare fiscalmente i proventi con eventuali minusvalenze pregresse

Non adatta a chi



- Non tollera **oscillazioni di prezzo** nel corso della vita del prodotto
- Ha una view negativa sulla solidità di Oracle nel lungo periodo
- Non comprende la differenza tra rischio azionario e rischio di credito
- Cerca protezione totale del capitale in ogni scenario