CLOs bieten Zugang zum Markt für Unternehmenskredite

Text: Stamatia Hagenstein, Lupus alpha

Bonitätsstarke CLOs verbinden höhere Rendite mit hoher Sicherheit, denn sie enthalten dutzende Kredite solider Unternehmen mit bekannten Marken. Mit Schwankungen müssen Investoren im Umfeld aktueller Handelskonflikte aber rechnen.

Eine Handvoll Menschen verändert derzeit innerhalb von Tagen und wenigen Wochen das globale Weltwirtschaftssystem, allen voran der amerikanische Präsident Donald Trump. Dessen erratische Zollankündigungen beherrschen die Kapitalmärkte und haben Folgen für Realwirtschaft. So gab sich der Chef der amerikanischen Notenbank, Jerome Powell, Mitte April deutlich pessimistischer als noch ein paar Wochen zuvor. Es sei mit einem langfristigen Anstieg der Inflation und einer höheren Arbeitslosenquote in den USA zu rechnen. Unter dem Strich kein gutes Szenario für die amerikanische Wirtschaft.

„CLOs sind Portfolios, die 150 bis 200 erstrangig besicherte Unternehmenskredite (Loans) verwalten."

Nicht nur für Aktienanleger, auch für Bond-Investoren bringt ein Umfeld, das von Unsicherheit geprägt ist, einige Marktschwankungen mit sich. Langfristige Investoren sollten ihre Bond-Portfolios daher breit aufstellen und eine umsichtige Mischung zwischen Rendite und Sicherheit wählen. Und das bedeutet, eine Anlage in Staatsanleihen allein reicht nicht.

Positive Realverzinsung mit Staatsanleihen schwierig

Für viele Investoren reicht die Verzinsung klassischer Staatsanleihen nicht aus, um die Inflation oder den Rechnungszins zu erwirtschaften. Wer reale Erträge erzielen möchte, muss sein Risikobudget gezielt einsetzen. CLOs bieten hier einen Mehrwert: Sie ermöglichen High Yield-Renditen bei Investment Grade-Bonität und verbinden so attraktive Ertragsperspektiven mit einer im Vergleich zu klassischen High Yield-Anleihen geringeren Ausfallwahrscheinlichkeit. Gerade im inflationären Umfeld sind sie durch ihre variable Verzinsung eine sinnvolle Ergänzung im Fixed-Income-Portfolio.

CLOs sind Portfolios, die 150 bis 200 erstrangig besicherte Unternehmenskredite (Loans) verwalten. Aktuell zeichnen sie sich im europäischen Investment Grade-Segment durch drei wesentliche Merkmale aus: Erstens, sie bieten auf Sicht der kommenden Jahre eine attraktive Rendite. Zweitens, sie bieten ihren Investoren selbst in einer Rezession ein hohes Maß an Sicherheit. Und drittens, investieren sollte nur, wer während Kapitalmarktturbulenzen deutliche Kursabschläge aushält – ganz im Wissen, dass das eingesetzte Kapital zum Ende der Laufzeit historisch in Investment Grade-Tranchen vollständig zurückgezahlt wurde.

Zur Verzinsung: Dank ihres variablen und an den Euribor gekoppelten Kupons liegt dieser aktuell bei etwa 2,21%. Zum Kupon kommt die Kreditrisikoprämie hinzu, die sich derzeit bei etwa 2,9% bewegt. Im Investment Grade-Bereich liegt diese Prämie über längere Zeiträume bei etwa 2,5% über dem Geldmarktzins. Im vergangenen Jahr konnten wir so 8,6% erreichen. Die Performance unseres Investment Grade-Publikumsfonds lag im ersten Quartal 2025 bei knapp ein Prozent. Aktuell halten wir für den Investment Grade-Bereich Renditen von etwa 5 Prozent für realistisch. Dennoch dürfte der weitere Jahresverlauf von großer Unsicherheit an den Märkten geprägt sein.

Rating gleich, Rendite höher

Interessant ist, dass die CLO-Spreads auch strukturell höher sind als bei Unternehmensanleihen. Auf den ersten Blick ließe sich vermuten, dass es sich dabei lediglich um eine temporäre Anomalie handelt. Bei genauerer Betrachtung erkennt man jedoch, dass diese Differenz nachhaltig besteht. Mit einem CLO-Investment mit vergleichbarem Rating lässt sich also nicht nur jetzt, sondern dauerhaft eine höhere Rendite erzielen.

Stamatia Hagenstein, Portfolio Management CLO, Lupus alpha

Damit kommen wir zur Sicherheit: Zunächst tragen dazu die Unternehmen bei, deren Kredite in den CLOs verwaltet werden. Das sind vielfach Konzerne mit Milliardenumsätzen. Ihre Namen kennt man oft sogar, wie etwa beim Generikahersteller Stada, der Parfümeriekette Douglas oder der Uhrenmarke Breitling. Häufig aber auch nicht. Die EG Group zum Beispiel. Sie betreibt unter anderem die Esso-Tankstellen in Deutschland. Und die Sigma Holdco ist eher bekannt für ihre Margarineprodukte Rama und Becel. Ob Software, Netzinfrastruktur, Telekommunikation oder Sicherheitstechnik – CLOs erschließen ihren Investoren den Zugang zum nicht öffentlichen Markt für Unternehmenskredite und damit einen Teil der europäischen Wertschöpfung, der meist nicht am Aktienmarkt repräsentiert ist. Sie tragen zudem zur Finanzierung dieser Unternehmen bei und erfüllen damit eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion.

Dabei gewährleisten Vorgaben seitens der Ratingagenturen eine hohe Diversifizierung durch die Beschränkung einzelner Branchen und Emittenten.

„Interessant ist, dass die CLO-Spreads auch strukturell höher sind als bei Unternehmensanleihen."

Noch nie Verluste im Investment Grade

Aktuell bewegen sich die Ausfallraten für europäische Loans, wie sie in CLOs verwaltet werden, mit knapp ein Prozent zwar auf niedrigem Niveau. Doch die Ratingagenturen Fitch und Moody´s schätzen, dass diese Quote 2025 auf zwei bis vier Prozent steigen dürfte.

Während steigende Ausfallraten für High Yield-Anleihen problematisch sein können, zeigen die Erfahrungen mit Investment Grade-CLOs ein anderes Bild: Seit Einführung europäischer CLOs im Investment Grade-Segment im Jahr 1998 kam es zu keinem einzigen Ausfall des eingesetzten Kapitals. Selbst in Phasen mit erhöhten Kreditausfällen – wie während der Eurokrise, als Ausfallraten bei den zugrunde liegenden Unternehmenskrediten zeitweise bis zu acht Prozent erreichten – wurden Investoren in Investment Grade-CLOs vollständig zurückgezahlt. Kurzfristige Marktwertschwankungen konnten durch die Rückzahlung am Laufzeitende stets ausgeglichen werden.

Auch mit Blick auf die Zukunft bleibt das Risiko von Ausfällen im Investment Grade-Bereich historisch betrachtet sehr niedrig. Die Unternehmen, deren Kredite in CLOs gebündelt werden, verfügen im Schnitt über ein stabiles Umsatzwachstum – oft oberhalb der Inflationsrate. Selbst in wirtschaftlich schwierigen Zeiten profitieren Investoren von mehreren Sicherheitspuffern: Verluste aus den zugrunde liegenden Unternehmenskrediten werden in der CLO-Struktur zuerst von den risikoreichsten Tranchen getragen. Erst wenn diese vollständig aufgebraucht sind – was bisher nie passiert ist – wären die Investment Grade-Tranchen betroffen.

Marktstress aushalten wird belohnt

Allerdings hängt der Erfolg eines CLO-Investments erheblich vom Marktzugang, der Marktkenntnis und der Erfahrung des Investors ab. Gerade Neuinvestoren stehen vor erheblichen Markteintrittsbarrieren wie dem Zugang zu den besten CLOs, sehr hohen Mindestanlagen oder dem Handel über spezielle Marktplätze. CLOs verlangen ein aktives Management, denn eine Buy-and-Hold-Strategie führt mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht zum gewünschten Renditeziel. Für die meisten Investoren, die diese Voraussetzungen nicht mitbringen, ist der Erwerb von CLO-Portfolios über aktiv gemanagte, diversifizierte Anlagelösungen wie Publikumsfonds oder Spezialfondsmandate erfolgversprechender.

Bleibt die Volatilität: CLO-Investoren müssen bei zwischenzeitlich starken Marktbewegungen entsprechende Kursabschläge akzeptieren – das ist ihr Preis für die erwartbar hohe Rendite. Wenn die Spreads von High Yield-Anleihen aufgrund eines marktrelevanten Ereignisses in die Höhe schnellen und Aktien spiegelbildlich fallen, bleibt davon auch der CLO-Markt nicht unberührt.

Das sehen wir aktuell auch auf dem Loanmarkt. Diese Kursbewegung ist jedoch rein liquiditätsgetrieben – wenn alles abverkauft wird, trifft es auch die CLOs. Mit der Werthaltigkeit und Qualität der in ihnen enthaltenen Loans stehen diese Kursrückgänge meist nicht im Zusammenhang. Jüngstes Beispiel: Nachdem ihre Kurse im Zuge der Ukrainekrise 2022 stark gefallen waren, waren die Wertaufholung und die Kuponerträge so groß, dass die Verluste nach 15 Monaten wieder ausgeglichen sind. Entsprechend haben sich derartige Marktphasen in der Vergangenheit immer auch als gute Gelegenheit erwiesen, einen CLO-Bestand im Portfolio noch weiter aufzustocken und die folgende Wertaufholung mitzunehmen. Das erhöht die Rendite zusätzlich. Denn zurückgezahlt werden Investment Grade-CLOs immer. Zu hundert Prozent.