

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

75. Jahrgang · 15. August 2022

16-2022

Digitaler
Sonderdruck

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

2022

**INSTITUTIONELLES
ASSET MANAGEMENT**

Norbert Adam / Klaus Ripper

Verbriefte

Unternehmenskredite

trotzen

den steigenden Zinsen

**S
P
E
Z
I
A
L
S

F
O
N
D
S**

Norbert Adam / Klaus Ripper

Verbriefte Unternehmenskredite trotz den steigenden Zinsen

Seit den 1990er Jahren konnten sich Investoren – nur von kurzen Phasen unterbrochen – auf fallende Zinsen und Kursgewinne im Bestand verlassen. Noch vergangenes Jahr wurden sie mit sich verengenden Renditen verwöhnt, sodass stille Kursreserven auf den Anleihekursen standen. Jetzt leiden Staats- und Unternehmensanleihen mit hoher Duration unter dem stärksten Renditeanstieg seit rund 40 Jahren. Zehnjährige Bundesanleihen haben im ersten Halbjahr einen zweistelligen Kursrückgang verzeichnet, womit die vermeintlich sichere Portfolio-Komponente für Investoren herbe Verluste einbrachte (siehe Abbildung 1). Die Kursreserven der Papiere haben sich damit deutlich verringert oder sind schon ins Negative gedreht. Fazit: Im Szenario steigender Zinsen können bis dato erfolgreiche Investmentgewohnheiten nicht länger zu einem guten Ergebnis führen.

Also wächst der Bedarf an Alternativen zu klassischen Rentenanlagen. Dennoch scheuen viele Investoren ein Engagement in forderungsbesicherte Kreditprodukte wie Collateralized Loan Obligations (CLO) – ein Markt von immerhin 220 Milliarden Euro in Europa und 890 Milliarden US-Dollar in den USA. Das liegt an einer immer noch vorhandenen Unsicherheit gegenüber dieser Assetklasse und in der höheren Komplexität von CLO-Anlagen im Vergleich zu klassischen Renten. Angesichts der vollzogenen Zinswende können Vorbehalte dieser Art teuer werden, denn die weiteren Aussichten sind zumindest vorläufig kaum besser.

In Europa ist die Inflation auf mehr als sieben Prozent angesprungen, bei weni-

ger als 2 Prozent Wachstum. Die Zentralbanken bekräftigen regelmäßig ihren aktuellen Kurs, womit das Kapitel der negativen Verzinsung auf europäische Staatsanleihen von einem neuen Kapitel abgelöst wird, das von Inflation oder vielleicht sogar Stagflation geprägt ist. Das Interesse der Akteure an den Kapitalmärkten verschiebt sich jetzt hin zu der Frage, wie schnell die Notenbanken ihre Leitzinsen anheben und welches Niveau diese mittelfristig erreichen.

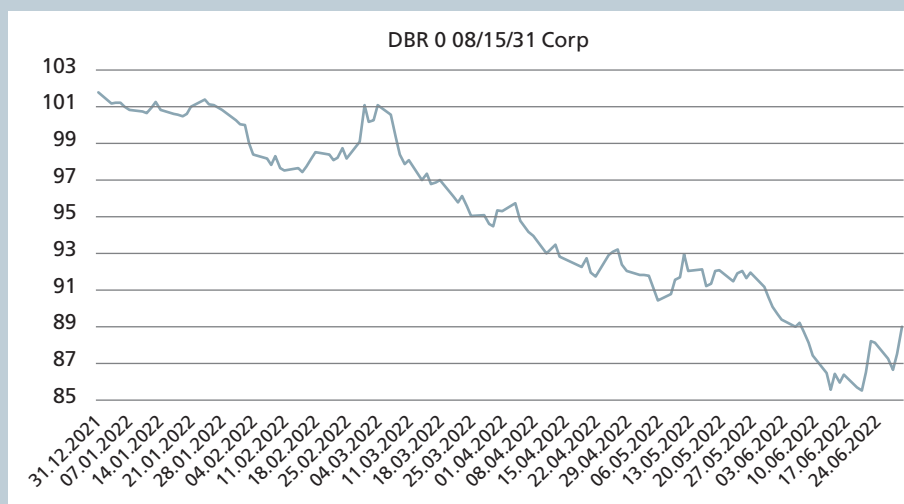
Jahre der Goldlückchen-Märkte sind vorbei

Hierzu äußern sich Notenbanker widersprüchlich, selbst innerhalb des Fed-Systems und der EZB. Einige weisen auf die Möglichkeit von Zinsschritten um 50 Basispunkte oder höher hin, andere plädie-

ren für eine vorsichtigere Strategie und – abhängig von der Datenlage – langsam steigende Leitzinsen. So oder so ist einerseits mit weiter anziehenden Zinsen zu rechnen, aber auch damit, dass die realen Renditen in absehbarer Zeit im negativen Bereich verharren. In einem Satz: Hohe Inflation führt zu steigende Zinsen und zu weiterhin negativen realen Renditen. Die Jahre der Goldlückchen-Märkte sind vorbei.

Angesichts dieses Szenarios, das US-Treasuries, Unternehmensanleihen und andere festverzinsliche Anlageklassen gleichermaßen trifft, drängt sich die Frage auf, ob im Bereich der Rentenanlage überhaupt noch Papiere mit einem interessanten Chance-Risiko-Profil und einer kurzen Duration existieren. CLO geben eine Antwort auf diese Frage, denn ihr Charme liegt unter anderem in ihrer vari-

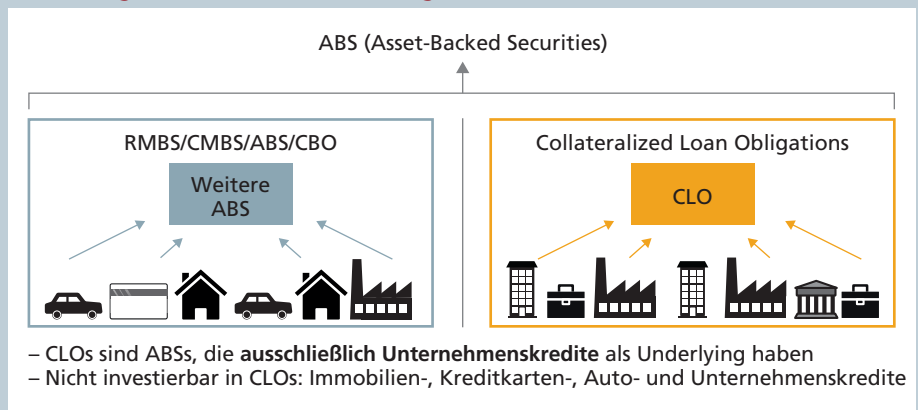
Abbildung 1: Kursentwicklung der zehnjährigen Bundesanleihe



Betrachtungszeitraum: 31. Dezember 2021 bis 30. Juli 2022
Quelle: Bloomberg, Berechnungen N. Adam/K. Ripper



Abbildung 2: ABS und CLO im Vergleich



Quelle: Lupus alpha

ablen Verzinsung und ihrer sehr kurzen Zinsduration.

Gerade bei steigenden Zinsen bringt diese Ausstattung Vorteile. Der variable Zins europäischer CLO orientiert sich am Interbankensatz Euribor. Steigt dieser infolge einer Leitzinserhöhung, passen sich CLO über ihren variablen Kupon (Euribor plus Spread) automatisch an das neue Niveau an. So bieten sie einen gewissen Puffer gegen Kaufkraftverluste, falls die Inflation hoch bleibt und die Notenbanken weiter an der Zinsschraube drehen.

Hoher volkswirtschaftlicher Nutzen

Auf der anderen Seite sind CLO mit einer Zinsuntergrenze ausgestattet, dem CLO-Floor. Dieser schützt Investoren vor negativen Zinsen, falls diese im Falle einer starken Rezession doch wieder unter die Nulllinie abrutschen sollten. Unter dem Strich neutralisieren die geringe Duration, die Rendite aus Euribor und Spread sowie der CLO-Floor das Zinsänderungsrisiko.

Das Bonitätsrisiko adressieren CLO mit ihrer Strukturierung. Im Unterschied zu anderen verbrieften Strukturen (ABS), enthalten CLO ausschließlich Unternehmenskredite (Loans) (siehe Abbildung 2). In einem einzelnen CLO sind 80 bis 90 Loans mit einer Laufzeit von drei bis fünf Jahren gebündelt, wobei der Portfolioanteil eines einzelnen Loans in der Regel 3 Prozent nicht überschreitet. Auch die Gewichtung einzelner Branchen ist be-

schränkt und wird alle drei Monate von den Ratingagenturen überprüft.

Deshalb bilden CLO nicht nur ein breit diversifiziertes Portfolio, das Investoren Zugang zum nicht öffentlichen Markt für Unternehmenskredite öffnet. Auch haben sie einen hohen volkswirtschaftlichen Nutzen, indem sie der Realwirtschaft neben Bankkrediten und Anleihen eine weitere Möglichkeit der Fremdfinanzierung ermöglichen.

Als sogenannte Senior Secured Loans sind die in CLO gebündelten Kredite zwar mit Ratings von „BB+“ oder „B-“ ausgestattet. Im Unterschied zu klassischen Hochzinsanleihen sind sie aber mit

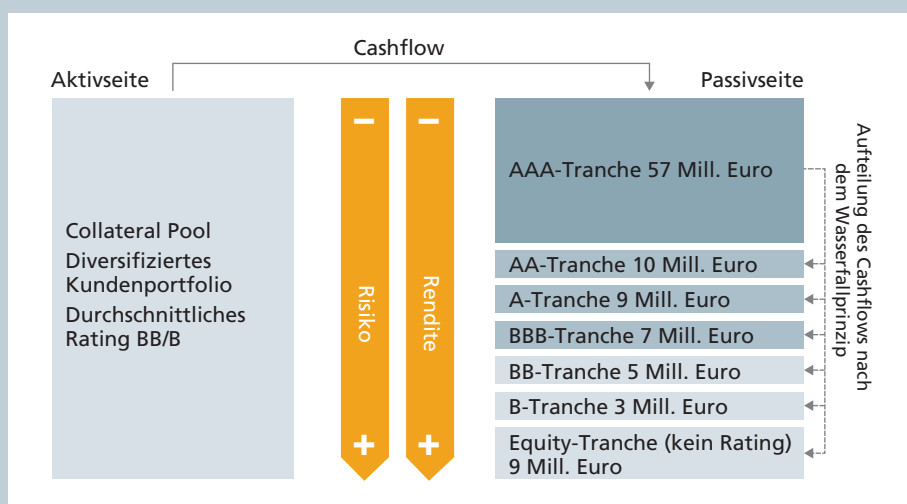
Sicherheiten unterlegt und werden vorrangig bedient. Diese Erstrangigkeit in der Kapitalstruktur führt dazu, dass die Recovery Rate (Wiedergewinnungsrate) bei einem Ausfall eines Senior Secured Loans bei etwa 60 bis 70 Prozent liegt. Im Vergleich dazu liegt sie bei Bonds nur im Bereich von 50 Prozent.

Umfangreiche Sicherung

Obwohl die einzelnen Loans unterhalb von Investment Grade geratet sind, haben die meisten CLO-Tranchen ein Rating darüber – mit Ausnahme der Equity Tranche, die kein Rating hat (siehe Abbildung 3). Mitnichten ist daraus zu schließen, hier würden schlechte Risiken schön verpackt. Vielmehr profitieren CLO von umfangreichen Sicherungsmechanismen, die ihre Struktur in der Tat werthaltiger machen.

Zu diesem Zweck werden CLO zunächst in Tranchen aufgeteilt. Mit „AAA“ ist die „Senior-Tranche“ am höchsten geratet, „Mezzanine“ sind die „BB“ bis „B“ gerateten Tranchen. Die ohne Rating ausgestattete Eigenkapital-Tranche (Equity-Tranche) schließlich wird als „Junior“ bezeichnet. Alle diese Tranchen sind getrennt an einer europäischen Börse notiert und werden im Direkthandel (OTC) mit Investmentbanken gehandelt.

Abbildung 3: Beispielhafte Struktur eines CLO mit einem Volumen von 100 Millionen Euro



Quelle: Lupus alpha

Der wichtigste Sicherungsmechanismus ist das Wasserfallprinzip. Ähnlich wie bei einem Wasserfall werden stets zunächst die Zinsansprüche der mit einem höheren Rating ausgestatteten CLO-Tranchen bedient, bevor die Tranchen mit einem niedrigeren Rating ihre Zinszahlungen erhalten. Damit treffen eventuelle Verluste immer zuerst die Equity-Tranche, die auch „First Piece of Loss“ genannt wird.

Andererseits: Je niedriger das Rating der Tranche ist, desto attraktiver ist ihre Rendite (siehe Abbildung 4). Die Equity Tranche hat die höchste Verzinsung, weil der Überschussanteil, der nach Bedienen der Debt-Tranchen bleibt, dieser voll zugutekommt. CLO-Equities werden des-

Regel noch 23 Prozent des CLO-Volumens ein schlechteres Rating. Die 8 Prozent unterhalb der B-Tranche stellen die Equity-Tranche dar. Wasserfallprinzip und Übersicherung führen dazu, dass CLO zwar BB+ oder schlechter geratete Kredite erhalten, ihre besten Tranchen aber ein AAA-Rating ausweisen können.

Attraktive Renditen

Je nach Ratinganforderung, Risikoneigung und Renditeerwartung können Investoren entscheiden, welche CLO-Tranche (Investment-, Mezzanine- oder Equity-) sie erwerben wollen. Damit legen sie ihr Risiko und den potenziellen Draw Down selbst fest. Sicherlich gehören CLO auf-

„Der Bedarf an Alternativen zu klassischen Rentenanlagen wächst.“

halb auch mit Aktien verglichen: Sie haben großes Aufwärts-, aber durchaus auch Abwärtspotenzial. Sie sind die Eigenkapitalgeber der Struktur.

Übersicherung führt zu niedrigen Ausfallraten

Da Ausfälle zuerst die unterste Equity-Tranche und dann die B-Tranche belasten, haben alle Tranchen darüber eine hohe Übersicherung – je höher die Tranche geratet ist, desto höher die Übersicherung. So repräsentiert die AAA-Tranche nur zirka 60 Prozent des Gesamtvolumens aller Tranchen, was bedeutet, dass die Übersicherung für sie 40 Prozent beträgt. Bei Ausfällen werden also zuerst die 40 Prozent unterhalb der AAA-Tranche herangezogen.

Aus dem Rating der CLO-Tranchen leiten sich die zu erwartenden Renditen ab. Abbildung 5 zeigt im Überblick den Grad der Übersicherung in den einzelnen Rating-Tranchen und den Spread über Euribor, den Investoren je nach Risikoneigung zurzeit erwarten können. Zum Beispiel haben in der A-Tranche in der

grund der Wasserfallstruktur nicht zu den einfachen Produkten am Kapitalmarkt. Daher vereinnahmen Investoren zusätzlich eine Komplexitätsprämie und erzielen höhere Renditen im Vergleich zu klassischen Anleihen mit vergleichbarem Rating.

Investoren, die sich angesichts des aktuellen Zinsumfelds überlegen, ihr Anleihe-depot neu auszurichten, finden bei CLO sehr attraktive Marktrenditen: Neben dem laufenden Zinsertrag (Spread) vereinnahmen sie die sogenannte Pull-to-Par-Rendite. Das ist die Differenz zwischen dem aktuellen CLO-Kurs und der Rückzahlung zum Nennwert bei Fälligkeit. Denn wegen der aktuell herrschenden Rezessionsängste notieren zum Beispiel AAA-CLO bei 96 Prozent und BBB-CLO bei 87 Prozent (Juli 2022). Bei Fälligkeit werden diese zu 100 Prozent bedient und ihre Investoren vereinnahmen neben dem laufenden Kupon auch die Kursgewinne.

Derzeit sind für risikofreudige Investoren die BB-Tranchen attraktiv, da diese einen hohen Spread von 10 Prozent aufweisen und bei einem möglichen Anstieg der



Norbert Adam

Portfolio Manager Fixed Income Credit,
Lupus alpha Asset Management AG,
Frankfurt am Main



Dr. Klaus Ripper

Portfolio Manager Fixed Income Credit,
Lupus alpha Asset Management AG,
Frankfurt am Main

Hohe Inflationsraten, steigende Zinsen und drohende Rezession machen es den Investoren derzeit nicht leicht, ihr Vermögen zu vermehren oder wenigstens zu erhalten, da sowohl Aktien als auch festverzinsliche Anlagen betroffen sind. Einen Ausweg aus dieser Situation können nach Ansicht der Autoren Verbriefungen, die mit Untenehmenskrediten besichert sind, liefern. Denn Collateralized Loan Obligations haben aufgrund ihrer variablen Verzinsung und ihrer sehr kurzen Zinsduration viel Charme, wie in folgendem Beitrag anschaulich dargestellt wird. Die bislang häufig zu beobachtende Zurückhaltung der Anleger vor dieser Anlageklasse sei nicht gerechtfertigt, wie die Autoren betonen, denn die Sicherheit der Papiere sei gerade in den oberen Tranchen ausgesprochen hoch. Selbst in der Finanzkrise gab es in Europa keinerlei Ausfälle in den Investment-Grade-Tranchen von CLO. Wer sich dieser Assetklasse verschließt, verzichtet also auf gute Renditechancen. (Red.)

Default Rate noch genügend Puffer aus der Equity- und der B-Tranche bieten. Vermögen mit geringem Risikobudget werden aber auch jetzt in der Regel eher zu den Tranchen mit Ratings von AA oder höher tendieren.

Geringes Risiko

Wasserfallprinzip und Übersicherung haben sich bewährt: Selbst in der Finanzkrise gab es in Europa keinerlei Ausfälle in



den Investment-Grade-Tranchen von CLO. Wie praktisch alle traditionellen Assetklassen unterlagen sie lediglich dem Marktrisiko und wurden wie diese von den schweren Marktturbulenzen getroffen.

Der CLO-Markt war von mangelnder Liquidität und massiven Verkäufen durch Banken und Versicherungen geprägt. Denn diese mussten aufgrund regulatorischer Vorgaben Liquidität nachweisen und Verluste in anderen Anlagen ausgleichen. Also warfen sie die an sich werthalt-

um zu scheitern“, sondern das Produkt war „zu gut, um zu scheitern“. Nach der Finanzkrise kamen vermehrt Emissionen sogenannter CLO 2.0 auf den Markt. Diese neue CLO-Generation weist ein niedrigeres Risikoprofil auf. Die verbesserte Risikostruktur spiegelt sich in einer höheren Übersicherung wider.

Verantwortlich für die Verbriefungsstruktur ist der CLO-Manager. Er bündelt in einem CLO-Unternehmenskredite (Loans) und verwaltet aktiv das Loan-Portfolio. Sein Ziel ist es, durch Kauf und Verkauf

Manager mit Konsequenzen verbunden ist.

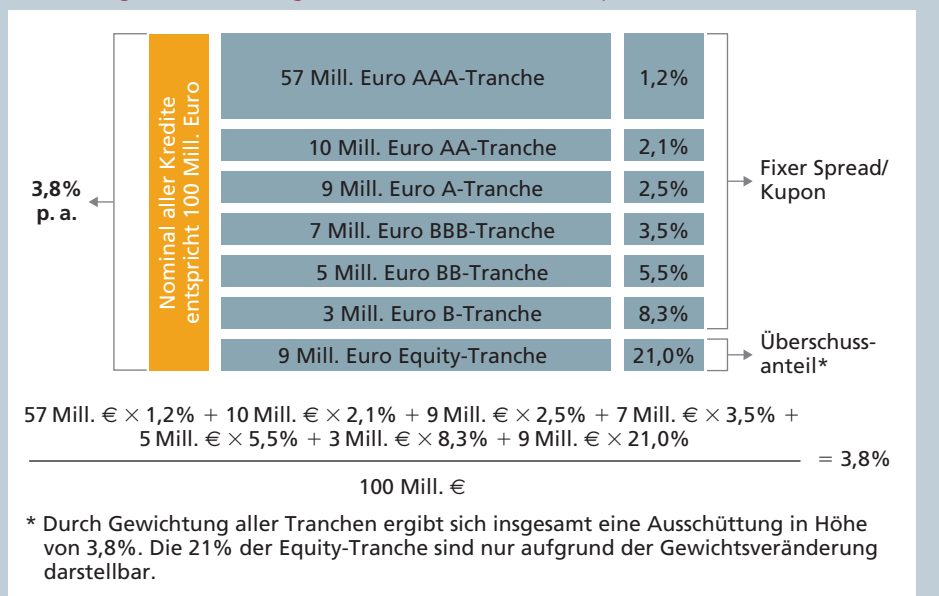
... auch in Krisenzeiten

Auch CLO 2.0 sind nicht von Krisen verschont geblieben. In der Coronakrise 2020 war der Preisverfall bei CLO dramatisch. Wiederum war diese Entwicklung jedoch allein dem im Markt wahrgenommenen Ausfallrisiko geschuldet und nicht durch die tatsächliche Höhe der Ausfälle im Loan-Bereich gerechtfertigt. Deren Zahl stieg nur leicht an. Die Ratingagenturen stuften viele Emittenten zwar recht zügig auf CCC ab, sodass diese Quote in einem CLO-Portfolio von zuvor 3 auf dann 7 bis 8 Prozent anstieg.

Entgegen der allgemeinen Erwartung wurden diese Emittenten jedoch nicht auf Default durchgereicht, sondern erholten sich und ihre Ratings verbesserten sich wieder. Entsprechend erholten sich auch die Notierungen der CLO zügig und erreichten im September 2020 wieder ihr Vorkrisenniveau.

Die Krisensektoren Retail, Transport und Touristik spürten zwar die volle Last der Krise. Kredite von Unternehmen dieser Branchen sind jedoch kaum in CLO zu finden. Investoren, die an ihren CLO-Beständen festhielten, konnten zum Jahresende ein positives Ergebnis erzielen.

Abbildung 4: Verzinsung von CLO-Tranchen (beispielhaft)



Quelle: Lupus alpha

tigen CLO in großer Zahl auf den Markt und nahmen dabei große Preisabschläge in Kauf. Damit war der zeitweise liquiditätsgetriebene Verfall der Preise von der Werthaltigkeit der CLO-Investment-Grade-Tranchen entkoppelt. Entsprechend schnell konnten sich die Kurse der CLO im Anschluss wieder erholen.

CLO-Markt wächst stabil ...

Während einige strukturierte Produkte die globale Finanzkrise nicht überlebt haben, ist der CLO-Markt sogar gewachsen, wie eine von der Bank of England veröffentlichte Studie zeigt. Das Fazit der Studie: Der CLO-Markt war nicht „zu groß,

von Loans Ausfälle zu vermeiden und die Ausfallrate gering zu halten. Er stößt Problemkredite ab, nimmt neue Kredite in das CLO-Portfolio auf und sorgt dafür, dass sich die Qualität des Portfolios nicht verschlechtert. Jedes Quartal erhalten die Investoren der CLO-Tranchen von der Depotbank und den Ratingagenturen ein umfangreiches Reporting.

Um die Interessengleichheit von CLO-Manager und institutionellem Investor zu erreichen, weisen die CLO 2.0 einen Selbstbehalt von 5 Prozent für den CLO-Manager auf. So übernimmt er zusätzlich die Rolle des Endinvestors. Das verhindert, dass das Loan-Portfolio an Werthaltigkeit verliert, ohne dass dies für den

Russland und Ukraine keine Gefahr

2022 fallen die CLO-Notierungen wieder. Im Gegensatz zum Anleihenmarkt hat das aber nichts mit den steigenden Zinsen zu tun, sondern erneut mit dem im Markt wahrgenommenen Rezessions- und Ausfallrisiko und dem damit verbundenen Verkaufsdruck. Und wieder dürfte der Markt die CLO kritischer sehen, als es ihrer Qualität in den oberen Rating-Tranchen entspricht. Die unmittelbaren Folgen des Krieges in der Ukraine können für CLO-Portfolios mit ihrem Fokus auf mittel- und westeuropäische sowie US-Unternehmen als gering eingeschätzt werden. So dürfte das direkte Exposure

über alle europäischen CLO gemessen am Umsatz der Unternehmen in Russland bei nur 1,8 bis 2 Prozent liegen.

Das Unternehmen mit der größten Russlandaktivität unter den Emittenten von Senior Secured Loans ist der Pharmakonzern Stada. Zwar erzielt er 15 Prozent seines Umsatzes in Russland, jedoch sind Healthcare-Produkte von den Sanktionen nicht betroffen. Stadas Anteil am europäischen CLO-Portfolio liegt bei etwa einem Prozent. Auch gegenüber den Ländern Südeuropas hat der europäische CLO-Markt kein hohes Exposure: Der Anteil von Italien liegt laut Moody's Analytics bei lediglich 3 Prozent, der von Spanien bei 5 Prozent und Griechenland ist in diesem Markt gar nicht vertreten.

Direktanlage versus Fondslösung

Zwar haben sich viele Unternehmen während der ausgedehnten Niedrigzinsphase langfristig günstig verschuldet und aktuell daher kein Finanzierungsproblem. Ausgeschlossen ist dennoch nicht, dass die CLO-Kurse mit der drohenden oder sogar tatsächlich eintretenden Rezession noch weiter unter Druck geraten. Auch mögliche Kreditausfälle innerhalb der CLOs können mit fortschreitender Krise gerade in den Equity-Tranchen und B-Tranchen stärker zu Buche schlagen. Wie die Historie der Collateralized Loan Obligations aber zeigt, sollten Wasserfallstruktur und Übersicherung jedoch einen soliden Verlustpuffer für die höheren Rating-Tranchen darstellen.

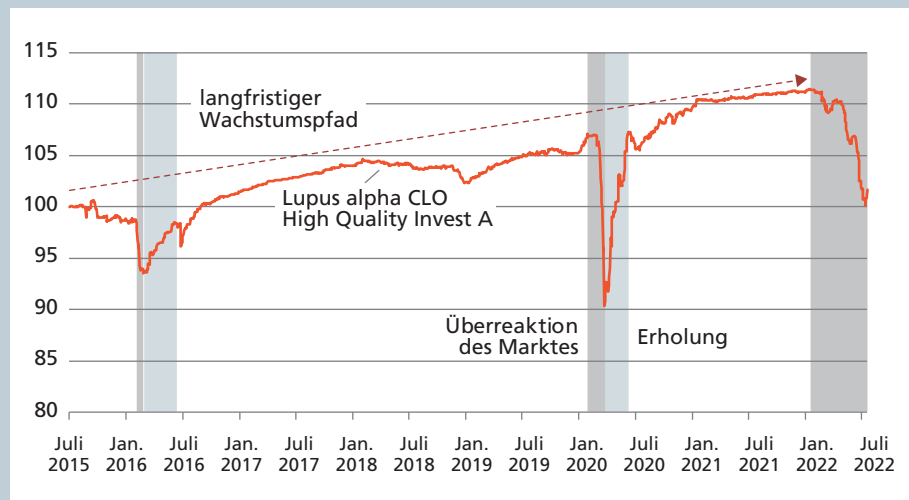
Abbildung 5: Übersicherung der Debt-Tranchen eines CLO

Rating	Spread über Euribor (Basispunkte)	Übersicherung in %
AAA	185-210	40
AA	280-340	29
A	360-475	23
BBB	490-600	19
BB	910-1125	11
B	1300-1600	8

Stand: 14. Juli 2022

Quelle: Citi Velocity und Lupus alpha

Abbildung 6: Schnelle Erholung nach Überreaktion des Marktes nach unten (Investment-Grade-Tranchen)



Quelle: Lupus alpha

Hat sich ein institutioneller Anleger entscheiden, in CLO zu investieren, so stehen ihm zwei Wege offen: die Direktanlage oder die Investition in eine gemanagte Fondslösung. Bei der Direktanlage investieren sie direkt in einzelne Tranchen. Dies setzt eine grundlegende Auseinandersetzung mit der komplexen Struktur eines CLO voraus. Zur Analyse dieser Struktur kann auf umfangreiche spezialisierte Softwaretools zurückgegriffen werden.

Allerdings stellen die vergleichsweise hohen Lizenzgebühren gerade für Neuinvestoren eine erhebliche Markteintrittsbarriere dar. Zudem verlangt die Eigenart von CLO ein aktives Management, denn eine Buy-and-Hold-Strategie führt nicht zum gewünschten Renditeziel. Alles in allem hängt der Erfolg eines CLO-Investments weit mehr als bei vielen anderen Assetklassen vom Marktzugang, der Marktkenntnis und der Erfahrung des Investors ab.

Für die meisten Investoren, die diese Voraussetzungen nicht mitbringen, aber Collateralized Loan Obligations zur effizienten Portfoliodiversifikation einsetzen möchten, ist der Erwerb von CLO-Portfolios über gemanagte, diversifizierte Anlagelösungen einfacher. Das können Publikumsfonds, Spezialfonds, aber auch Schuldverschreibungen sein. Das Fonds-

management verfügt über die Marktkenntnis und die Tools, um dem Investor die Auswahl der Tranchen und der CLO-Manager, ebenso wie die Beurteilung der zugrunde liegenden Kredite abzunehmen, aber auch das aktive Management des CLO-Portfolios.

Käufermarkt mit zusätzlichen Opportunitäten

Noch werden CLO von vielen Investoren als risikoreicher eingeschätzt, als sie es objektiv sind. Anleger, die sich von solchen Vorurteilen leiten lassen, statt Chancen und Risiken unvoreingenommen zu prüfen, verschenken ganz unabhängig vom aktuellen Marktumfeld wichtige Renditepunkte. Diese Zurückhaltung führt dazu, dass der CLO ein Käufermarkt mit vergleichsweise hohen Renditeaufschlägen ist.

Für langfristig orientierte Investoren ergeben sich daraus zusätzliche Opportunitäten, denn sie können diese Aufschläge abschöpfen, ohne Durationsrisiken eingehen zu müssen. Auch das macht CLO im Vergleich zu traditionellen Rentenanlagen wie Staats- und Unternehmensanleihen deutlich attraktiver. Umso mehr gilt das jetzt, weil die Kurse vieler CLO-Tranchen einen Rücksetzer erfahren haben (siehe Abbildung 6).