CLOs kontra ABS – dem Rendite-Rätsel auf der Spur

14. Oktober 2026 Ali Masarwah

Wer zwei Anleihen mit AAA-Rating und identischen Laufzeiten vergleicht, erwartet ähnliche Zinsen. Bei den europäischen Verbriefungsvehikeln **CLOs und ABS** geht diese Rechnung nicht auf: Europäische CLOs rentieren mit rund 80 Basispunkten über erstklassigen Auto-ABS. Wird dieser Aufschlag für unbekannte Risiken gezahlt?

Das Grundprinzip von ABS und CLOs ist identisch: Ein Finanzierungsgeber bündelt viele Kredite, gibt Anleihen aus und zahlt einen Zins aus den Rückflüssen. Die Anleihen sind in Rating-Tranchen geschichtet – von oben („AAA") nach unten (Equity) bedient, Verluste treffen sie von unten nach oben. Das Ausfallrisiko wird in Ratingstufen ausgedrückt: Sowohl bei ABS als auch bei CLOs werden „AAA"-Tranchen zuerst bedient und tragen Verluste zuletzt, während die Equity-Tranchen die höchsten Renditen, aber auch die höchsten Verlustrisiken aufweisen. Zunächst zum Unterschied zwischen den beiden Verbriefungsformen:

ABS sammeln Privatkundenkredite: Autokredite, Leasingverträge, Konsumentendarlehen, Hypotheken. Ein deutscher Auto-ABS enthält beispielsweise Hunderttausende kleine, standardisierte Forderungen. Der Pool ist weitgehend statisch.

CLOs enthalten dagegen Kredite an Unternehmen, zumeist 150 bis 250 Darlehen, überwiegend an Schuldner mit High-Yield-Rating. Viele dieser Firmen sind hoch verschuldet und wurden von Private-Equity-Investoren gekauft. Ein CLO-Manager bündelt die Kredite im Portfolio. Er handelt aktiv, indem er Kredite kauft und verkauft. Das Modell lebt von der Marge zwischen den Kreditzinsen – zuletzt im Schnitt knapp 3,6 Prozentpunkte über den sicheren Geldmarkt – und den Kosten der Tranchen.

CLOs kontra ABS: Das Rendite-Rätsel

Wenn ABS und CLOs vom Grundprinzip ähnlich sind, dann müssten nach der reinen Logik der Mathematik ähnlich bewertete Kredit-Tranchen ähnliche Renditen bzw. einen ähnlichen Rendite-Aufschlag zum sicheren Zins aufweisen. Doch das ist in der Praxis nicht der Fall. Volkswagen platzierte Anfang September 2026 AAA-Tranchen deutscher Leasing-ABS zu 42 bis 43 Basispunkten über Euribor, französische Konsumentenkredit-ABS kamen Ende September auf rund 73 Basispunkte. Neue AAA-Tranchen europäischer CLOs landeten im August und September indes bei 124 bis 127 Basispunkten über dem Dreimonats-Euribor. Der Abstand zu erstklassigen Auto-ABS beträgt damit gut 80 Basispunkte – auf 100 Millionen Euro sind das 800.000 Euro pro Jahr, bei derselben Kreditnote.

Die Standard-Antwort auf die Frage nach der hohen Renditedifferenz lautet: unterschiedliche Risiken werden unterschiedlich vergütet. Tatsächlich gab es aber in den vergangenen Jahren in Europa weder bei AAA-CLOs noch bei AAA-ABS nennenswerte Ausfälle. Der Logik des Kreditrisikos folgend müssten angesichts der gleichermaßen niedrigen Ausfallrate beide Verbriefungsformen ähnlich gepreist sein. Da dies nicht der Fall ist, muss der zusätzliche Aufschlag überwiegend aus anderen Quellen stammen.

Zwei Quellen des Zinses

Ein Kreditspread weist zwei Komponenten auf. Die erste ist das Ausfallrisiko. Das wird mit einer Art Versicherungsprämie abgegolten. „Aus meiner Sicht ist eine Triple-A-CLO-Tranche kreditrisikofrei“, sagt die Beraterin Julia Flasche von Julia Flasche Finanz. Hier kommt die zweite Rendite- bzw. Risikoquelle ins Spiel: Sie deckt Risiken ab, die Anleger oft nicht im Blick haben: Unsicherheit, Illiquidität, Komplexität, regulatorische Lasten, Mark-to-Market-Volatilität, Konzentrationsrisiken. „Frei von Marktwert- und Liquiditätsrisiken sind CLOs nicht“, bestätigt Julia Flasche.

CLEVERRENTE by envestor

Machen Sie das Beste aus Ihrem Riester

Behalten oder ins neue Altersvorsorgedepot wechseln? Laden Sie Ihre Jahresinformation hoch oder vergleichen Sie selbst. In wenigen Minuten sehen Sie, was für Sie mehr bringt.

Riester-Vergleich starten →

Auch wenn ein Teil der Differenz zwischen den Renditen von ABS und CLO sich durch das Underlying erklärt – CLOs verbriefen Kredite an hoch verschuldete Unternehmen – so stammt der größere Teil aus der zweiten Komponente. Zu diesem Befund kommt auch der Frankfurter Asset Manager Lupus Alpha. Die Mehrrendite von AAA-CLOs gegenüber AAA-ABS sei „überwiegend eine Prämie für Regulierung, Struktur und Technik und weniger für ein höheres erwartetes Kreditausfallrisiko“, sagt Fondsmanagerin Stamatia Hagenstein.

CLOs kontra ABS: Regulierung drückt Renditen

Das EU-Recht kennt das STS-Label (Simple, Transparent, Standardised) für einfache Verbriefungen. Auto-ABS und Hypotheken sind regelmäßig STS-konform. CLOs sind es indes prinzipiell nicht, denn die Regeln schließen aktives Portfoliomanagement aus. Klassische Arbitrage-CLOs erfüllen zudem auch die übrigen STS-Anforderungen an Kreditvergabe, Portfolio und Transaktionsstruktur nicht. Daran wird sich nichts ändern; die anstehende Solvency-II-Reform verbessert lediglich die Kapitalbehandlung für Versicherer.

Das Label geht auf die EU-Verbriefungsverordnung zurück, die seit 2019 gilt. Verlangt werden unter anderem ein echter Forderungsverkauf, ein homogener Pool und lange Performance-Historien. Die Emittenten erklären die Konformität selbst gegenüber der Aufsicht ESMA.

Weil ABS-Tranchen in aller Regel über das STS-Label verfügen, CLOs jedoch nicht, müssen institutionelle Anleger wie Versicherer gemäß Solvency II für STS-Tranchen weniger Eigenkapital hinterlegen als für nicht-STS-konforme Verbriefungen wie CLOs. Bislang war die Kapitalunterlegung für CLOs ein Vielfaches derjenigen für STS-ABS.

Banken können bestimmte vorrangige STS-Tranchen auf ihre Liquiditätsreserve (LCR) anrechnen. Davon unabhängig akzeptiert die EZB viele ABS nach eigenen Kriterien als Notenbanksicherheit und kaufte sie ab Ende 2014 in einem eigenen Programm. CLOs sind bei der EZB dagegen nicht repofähig.

Weniger institutionelle Käufer bedeuten schwächere Nachfrage – und damit höhere Zinsen. Den Preis setzt der marginale Käufer. Ein großer Teil des CLO-Aufschlags besteht aus der Regulierungsprämie – das Kreditrisiko spielt hier also keine Rolle.

CLO bringen Klumpenrisiken mit sich

Ein Auto-ABS mit Hunderttausenden Privatkundenkrediten ist granular. Bei so vielen Kreditnehmern ist die Zahl der Ausfälle überschaubar, und die Verlustverteilung ist eng und vorhersehbar. Ein CLO mit 150 bis 250 Unternehmenskrediten ist zwar durchaus diversifiziert, aber weit weniger granular. Strenge Diversifikationsgrenzen beschränken dabei die Konzentration auf einzelne Schuldner und Branchen. „Entscheidend ist eher, dass Unternehmenskredite im Bereich B/B- zyklischer sind und ihre Ausfälle stärker miteinander korrelieren als die von Konsumenten- oder Immobilienkrediten“, gibt Hagenstein von Lupus Alpha zu bedenken. Da diese Firmen oft ein hohes Leverage aufweisen, geraten in Rezessionen viele von ihnen gleichzeitig unter Druck – zumal sie oft aus denselben Sektoren stammen. Investoren verlangen in europäischen CLOs deshalb dickere Sicherheitspolster.

Ein eingängiges Beispiel illustriert den Unterschied zwischen ABS und CLOs: Ein Versicherungsportfolio enthält 10.000 regional breit gestreute Einfamilienhäuser. Ein zweites Versicherungsportfolio besteht dagegen aus der Absicherung von 200 dicht an dicht stehenden Fachwerkhäusern. Die durchschnittliche Brandhäufigkeit kann gleich sein, aber die Tail-Risiken sind völlig verschieden. Wenn ein Haus in Lübeck brennt, passiert am Standort Aschaffenburg wenig. Brennt dagegen ein Fachwerkhaus im zweiten Portfolio, könnte ein ganzer Straßenzug in Flammen aufgehen.

Aktive Manager vs. statische Portfolios

Bei ABS handelt es sich um statische Pools. Vereinfacht gesagt: Kredite, die rein gehen, bleiben im Pool bis sie auslaufen. Anders bei CLOs: Hier handelt es sich um aktiv gemanagte Portfolios. Der Manager kauft und verkauft Kredite entsprechend seiner Investmentstrategie. Dass das Manager-Risiko real ist, zeigen laut Hagenstein deutliche Spread-Unterschiede je nach Manager. Der amerikanische Vermögensverwalter PGIM spricht von Manager- und Reinvestitionsrisiko: Anleger tragen neben dem Risiko der anfänglichen Kredite auch das künftiger Portfolioentscheidungen. „Diese Flexibilität kann aber auch ein Vorteil sein, wenn sich die Marktbedingungen ändern – so wie 2020, als die Covid-Pandemie die Dynamik zwischen den Branchen deutlich verschoben hat", heißt es bei PGIM. Noch weiter geht CLO-Beraterin Julia Flasche: „Ich sehe den Manager nicht als Risiko, sondern als Plus." Ihr Argument: Die Transparenz ist hoch, monatliche Reportings zeigen die Zusammensetzung des Portfolios, Qualitätstests begrenzen den Spielraum des Managers, und verschlechtert sich die Kreditqualität, fließt Geld automatisch in die Tilgung vorrangiger Tranchen. CLO-Beraterin Flasche spricht von „den Selbstheilungskräften" der Struktur. Da CLOs Cashflow-Strukturen sind, lösen fallende Kurse keine Zwangsverkäufe aus; greifen die Schutztests, wird die AAA-Tranche im Stress sogar schneller entschuldet. Allerdings ist die Dokumentation von CLOs komplex: Coverage-Tests, Reinvestitionskriterien, Driftregelungen machen dieses Segment nur für Experten zugänglich. Neben der Regulierungs-Prämie wird bei CLOs die Komplexität durch höhere Zinsen kompensiert.

Zinsänderungsrisiken kontra Spread-Duration

Zinsänderungsrisiken tragen beide kaum, denn beide sind variabel verzinst – der Renditeunterschied ist also ein reiner Spread-Unterschied und keine Prämie für Zinsduration. Anders die Spread-Duration: Laut Hagenstein haben AAA-CLOs eine gewichtete Restlaufzeit von etwa fünf bis sechs Jahren, Prime-Auto-ABS oft nur 1,5 bis drei Jahre. Ein Teil des Renditeabstands erklärt sich damit auch durch die längere Laufzeit. Steigen die Aufschläge, verlieren CLOs daher stärker an Kurswert als ABS.

Zudem können nach ein bis zwei Jahren die Equity-Investoren eines CLOs die Anleihen kündigen und neu begeben, wenn die Spreads eng sind. Der Investor verliert damit seinen guten Kupon mutmaßlich genau dann, wenn er besonders wertvoll ist. Faktisch gibt der AAA-Investor eine Option ab und lässt sich das vergüten. 2025 wurden CLOs in Europa mit einem Rekordvolumen refinanziert, weil die Spreads so eng waren. ABS haben Prepayment-Risiken, diese sind jedoch statistisch gut modellierbar und kaum an die Spread-Entwicklung gekoppelt.

CLO kontra ABS: Die Liquidität

Deutsche Auto-ABS und Hypothekenverbriefungen großer Emittenten sind relativ liquide. Gehandelt wird beides außerbörslich über Banken. Pauschal liquider sind ABS allerdings nicht, die Handelbarkeit unterscheidet sich je nach Segment und Papier deutlich. Der CLO-Zweitmarkt ist inzwischen sehr aktiv, im Normalmarkt sind AAA-CLOs gut handelbar. In Stressphasen ist er aber weniger belastbar, und die Spreads weiten sich stärker aus als bei repofähigen ABS. Weil CLOs eine spezialisiertere Investorenbasis haben, ist der Markt weniger tief, und die Geld-Brief-Spannen sind breiter. Der J.P. Morgan Euro CLOIE AAA verlor im März 2020 auf Monatsendbasis rund 7,6 Prozent und 2022 rund 4,5 Prozent; beide Rückgänge waren nach sechs bis acht Monaten aufgeholt. „Wer in Stressphasen

verkaufen muss, realisiert genau das Risiko, für das die Prämie gezahlt wird“, kommentiert Hagenstein von Lupus Alpha.

Ein Nischenmarkt sind CLOs dabei nicht: Mit rund 300 Milliarden Euro ausstehendem Volumen ist der europäische CLO-Markt größer als der für klassische ABS aus Auto-, Konsumenten- und Kreditkartenforderungen mit rund 220 Milliarden Euro. Größer ist nur der Markt für Hypothekenverbriefungen mit rund 545 Milliarden Euro, von denen die Banken allerdings einen erheblichen Teil selbst einbehalten.

Fazit: Die Risikoprämien machen bei CLOs die Musik

Der höhere Zins europäischer CLOs ist keine Marktineffizienz. Er ist eine Risikoprämie, und zwar überwiegend die Entlohnung für Regulierungshindernisse, Klumpenrisiko, längere Spread-Duration, Komplexität und Illiquidität – und nur zum kleineren Teil für das andere, riskantere Underlying. PGIM sieht das ähnlich: Der zusätzliche Spread entschädige Anleger für „eine Kombination aus regulatorischen Beschränkungen, Komplexität, Manager- und Reinvestitionsrisiko, Liquidität und Angebot-Nachfrage-Technik“.

Könnte sich das ändern? Die Solvency-II-Reform gilt ab dem 30. Januar 2027 und soll Versicherern erleichtern, AAA-CLO-Tranchen zu halten. Sie unterscheidet bei nicht-STS-Verbriefungen erstmals zwischen vorrangigen und nachrangigen Tranchen und macht AAA-CLOs für Versicherer damit deutlich kapitaleffizienter. Das könnte den Spread-Abstand zwischen ABS und CLOs verringern. Die Nachteile auf Bankenseite und der fehlende STS-Status bleiben jedoch, und am Klumpenrisiko ändert die Reform nichts. Es spricht also nichts dafür, dass die Risikoprämie für CLOs im Januar 2027 die Grätsche machen wird.

AAA-CLOs dürften also für geduldige Anleger mit längerer Halteabsicht interessant bleiben. Ihre Halter werden vor allem für Kursschwankungen, Regulierungsnachteile und Komplexität entlohnt. Zwei Punkte sollten Anleger dabei beachten. Die Gesamtrendite folgt – wie auch bei ABS – dem Geldmarkt. Dieser bildet den Sockel, und der schwankt: Von 2018 bis 2021 lag der Euribor unter null, 2023 und 2024 deutlich über dem heutigen Niveau. Zudem muss die CLO-Prämie über die Auswahl des Managers und die Prüfung der Dokumentation verdient werden. Wie bei aktiv verwalteten Fonds gibt es also ein Underperformance-Risiko, das durch eine gute Manager-Selektion reduziert, aber nicht beseitigt werden kann.