





CLOs – eine gereifte Asset-Klasse mit hoher Nachfrage

Warum werden Credit-Produkte wie CLOs seit Jahren stark nachgefragt? Darüber haben **Stamatia Hagenstein**, Portfolio Management Structured Credit CLO bei Lupus alpha Asset Management AG, **Ian Bettney**, Portfolio Manager bei Janus Henderson, **Jakob von Kalckreuth**, Portfoliomanager CIG Corporate Credit bei UBS Asset Management, **Bálint Vágvölgyi**, Senior Investment Manager Structured Credit bei AEGON Asset Management, **Jens Anderson**, Portfolio Management Renten bei R+V Lebensversicherung AG, **Tilo Kraus**, Geschäftsführer der Vedra Pensions Gruppe, **Lewis Emmons**, Principal bei Marsh, und **Christian Leuchtweis**, Senior Director Alternative Investment Funds bei Scope Fund Analysis GmbH, diskutiert. **Dr. Guido Birkner** führte durch die Diskussion.

SPONSOREN





„Ich erwarte eine konstruktive Entwicklung der Spreads in den nächsten 18 Monaten, aber nicht uneingeschränkt bullish.“

STAMATIA HAGENSTEIN, LUPUS ALPHA ASSET MANAGEMENT AG

Was sind Collateralized Loan Obligations oder CLOs?

Jakob von Kalckreuth: CLOs sind Arbitragevehikel. Sie nutzen die breite Risikodifferenzierung und die niedrigen Ausfallraten innerhalb einer breit diversifizierten Gruppe von Unternehmensemittenten, die im Sub-Investment-Grade-Bereich geratet sind. Durch diese Risikodiversifikation können sie höher geratete Fremdkapitaltranchen emittieren und eine Differenzierung bzw. einen Spread-Unterschied auf der Passivseite, also im Liability Stack, erreichen. Dieses tranchierte Vehikel ist zu einem großen Teil mit AAA geratet – etwa 65 Prozent. Darunter gibt es weitere nachrangigere Tranchen bis zum Equity. Investoren können innerhalb der dreistufigen Tranchenstruktur das bevorzugte Risiko-Rendite-Profil auswählen.

Ian Bettney: Im Kern und jenseits der Komplexität ist ein CLO ein Loan Fund, der effektiv als Arbitragevehikel durch die Emission einer Kapitalstruktur von Anleihen finanziert wird. Diese Kapitalstruktur enthält auch Equity. Ein wichtiger Punkt ist das festgeschriebene Liability-Profil. Aus Sicht eines Investors besteht im Vehikel effektiv kein Rückzahlungsrisiko. Das Vehikel beschafft Finanzierung durch die Emission von Anleihen, um in einen Pool von Unternehmenskrediten zu investieren. In der Mitte wird diese Arbitrage abgeschöpft.

Lewis Emmons: CLOs sind verbriefte Instrumente, die es Vermögensverwaltern ermöglichen, Portfolios von Krediten an fremdfinanzierte Unternehmen – die die Erlöse historisch für Leveraged Buy-outs (LBOs) und M&A-Aktivitäten genutzt haben – in handelbare Schuldtitel zu verpacken. Sie sind eine traditionelle Form der Verbriefung, da das Wertpapier in einzeln bewertete Tranchen diversifizierter Kredit-Pools strukturiert ist. Ein wesentlicher Unterschied zu anderen Formen der Verbriefung besteht darin, dass die Kredite innerhalb des Portfolios aktiv verwaltet werden können. Wenn man in ein CMBS, RMBS oder ein forderungsbesichertes Wertpapier investiert, sind die Kredite in diesem Pool in der Regel festgelegt. In einem CLO können neue Kredite aufgenommen und bestehende Kredite verkauft werden, um die Rendite zu optimieren.

Christian Leuchtweis: Wir müssen zudem unterscheiden, ob sich im Portfolio Broadly Syndicated Loans, das heißt breit syndizierte Kredite, befinden oder ob es sich um illiquides Middle Market Direct Lending handelt, das mit der Asset-Klasse Private Credit in den letzten zehn Jahren deutlich gewachsen ist. Das macht einen Unterschied hinsichtlich der Liquidität der zugrunde liegenden Kredite und der Frage, ob man sie handeln, weiterverkaufen und neu allokalieren kann.

Stamatia Hagenstein: Für Investoren sind zwei Eigenschaften entscheidend: Erstens basiert das Portfolio überwiegend auf Senior Secured Loans. Zweitens gibt es neben dem Primärmarkt einen funktionierenden liquiden Sekundärmarkt für Tranchen. CLOs sind damit keine illiquiden Kredite in einer starren Verbriefung, sondern aktiv gemanagte Kreditportfolios mit handelbaren Tranchen.

Der CLO-Markt ist in den vergangenen fünf Jahren sowohl in den USA als auch in Europa sehr schnell gewachsen.

Tilo Kraus: Ja, das geht Hand in Hand und hängt auch mit der Refinanzierung von Private-Equity-Übernahmen und mit dem Wachstum der Private-Equity-Industrie zusammen. Es gibt Nachfrage nach LBOs, die refinanziert werden muss. Für Versicherungen und Pensionsfonds ist es viel einfacher, in versicherte, geratete und geschützte Produkte im oberen Teil der Kapitalstruktur zu investieren. Das treibt das Wachstum. Die größten Akteure in diesem Bereich sind gleichzeitig Private-Credit- und Private-Equity-Häuser. Private Credit, Private Equity und eine CLO-Plattform sind häufig unter einem Dach vereint, weil so die gesamte Kapitalstruktur abgedeckt und Investoren ein umfassender Zugang zu diesen Märkten geboten werden kann. Hierin liegt ein grundlegendes Problem: Wer als Investor in einem großen Pool oder im Universum der CLOs engagiert ist und zugleich in Private-Equity-Fonds investieren möchte, refinanziert damit letztlich sein eigenes Portfolio. Dies stellt eine Form von Korrelationsrisiko dar, das ein Makroallokator im Blick behalten sollte.

Lewis Emmons: Ich denke, dass aus Nachfragesicht die technischen Faktoren darauf hindeuten, dass derzeit ein sehr attraktiver Zeitpunkt ist, um in CLOs zu investieren. Viele Kunden suchen nach Anlagen mit höheren Renditen, ohne dafür ein entsprechend höheres Risiko einzugehen. Zudem wünschen sie sich Diversifikation in ihren Portfolios, und CLOs sind eine sehr gute Möglichkeit, zusätzliche Rendite und Diversifikation in Portfolios einzubringen –

sowohl aufgrund der Komplexitätsprämie als auch wegen der unterschiedlichen Arten von Emittenten und Kreditengagements, die damit verbunden sind.

Welche Gruppen institutioneller Investoren investieren derzeit in CLOs?

Lewis Emmons: Die Asset-Klasse ist weit verbreitet. Die Nachfrage nach alternativen Krediten und Multi-Sektor-Kreditstrategien ist nach der globalen Finanzkrise gestiegen und grundsätzlich globaler Natur. Traditionell haben die meisten unserer Kunden ein Engagement in strukturierten Krediten innerhalb von Multi-Sektor-Kreditstrategien angestrebt, bei denen CLOs eine wichtige Rolle spielen. Dabei richtet sich die Nachfrage vor allem auf das höherwertige Segment, also auf AAA- und A-Tranchen. CLOs sind jedoch auch bei Versicherungsunternehmen sehr beliebt, und angesichts der Änderungen der EU-Solvency-II-Regulierung erwarten wir eine stärkere Nachfrage aus diesem Segment – von den großen Versicherern bis hin zu kleineren Versicherungsunternehmen. Zudem beobachten wir ein wachsendes Interesse von Pensionsfonds an dieser Anlageklasse.

Jakob von Kalckreuth: Ein guter Indikator für das Nachfrageprofil sind die Käufer unserer Tranchen im Primärmarkt. Historisch waren das japanische Megabanken. Heute sehen wir eine große Nachfrage der Treasury-Abteilungen der US-Investmentbanken nach AAA-Tranchen, dem höher gerateten Teil des CLO-Marktes. Typischerweise holen sich Underwriter von Deals erhebliche Teile des Senior-Bereichs der Kapitalstruktur, weil die Kapitalbehandlung bei dieser Asset-Klasse sehr effizient ist. Die Spread-Prämie ist ein zentraler Grund für die Attraktivität und das starke Wachstum dieses Marktes. Aufgrund seiner Komplexität über die Kapitalstruktur hinweg bieten CLOs einen erheblichen Spread-Aufschlag. Weiter unten in der Kapitalstruktur gibt es mehr maßgeschneiderte Tranchen, denn die Welt wird dort deutlich spezialisierter, wir sehen Pensionsfonds, Hedgefonds und ABS-Investoren. Im oberen Teil der Kapitalstruktur sprechen wir über Investoren,

die sich ausschließlich auf diesen Markt konzentrieren. Die ETF-Welt ist in jüngerer Zeit als Akteur immer wichtiger geworden, gerade in den USA. Dieses Wachstum war ein Treiber der Spread-Kompression. In Europa erwarte ich eine ähnliche Entwicklung. Auf der Equity-Seite hat das Entstehen von Captive-Risk-Retention-Vehikeln die Emissionen und die Nachfrage angetrieben. Heute werden wahrscheinlich 70 Prozent des globalen Equity intern bereitgestellt. Es kann sich um eine Repackaging-Struktur von ISIN-Tranchen handeln, zum Beispiel für einen kleinen Pensionsfonds, der 20 Millionen einem einzelnen Manager zuweisen möchte. Ein solcher Investor ist nicht in der Lage, eine einzelne ISIN selbst richtig zu bewerten, sondern kauft lieber einen Captive Equity Fund, der über mehrere Jahrgänge einen Vintage-Effekt erzielt. Entsprechend haben sich das Nachfrageprofil im Equity, aber auch das Renditeprofil von CLO-Equity in den vergangenen Jahren verändert.

Stamatia Hagenstein: Im AAA-Bereich dominieren weiterhin Banken, Versicherer und Pensionsfonds. Gleichzeitig sehen wir, dass CLOs über UCITS-Strukturen in weitere Anlegergruppen vordringen: Unsere Investment-Grade-UCITS werden vor allem von Unternehmen, Stiftungen und Family Offices genutzt. Mit dem High-Yield-UCITS-Fonds haben wir im vergangenen Jahr eine Struktur geschaffen, die CLOs für ein breiteres Publikum investierbar macht, primär ebenfalls für nicht regulierte Investoren. Da Anleger in Deutschland seit der Finanzkrise keine direkten CLO-Equity-Tranchen kaufen können, haben wir zusätzlich eine Equity Note aufgelegt, um auch professionell eingestuftten Investoren außerhalb des institutionellen Kernkreises eine Teilnahme an der Rendite dieser Asset-Klasse zu ermöglichen.

Ian Bettney: Woher kam die Nachfrage in den letzten fünf Jahren? Die Zinsvolatilität hat viel damit zu tun. Wir befinden uns fast fünf Jahre in einem Zinserhöhungszyklus. Ich habe jahrelang nach der globalen Finanzkrise die Werbetrommel bei Kunden gerührt für Exposure in variabel

verzinslichem Credit. Eine der besten Möglichkeiten, das sicherste Exposure in Floating Rate Credit zu bekommen, ist über Verbriefungen. Doch in den Jahren des Niedrigzins fand dies wenig Gehör, weil wir Negativzinsen hatten. Für mich war das damals kostenloses Geld, weil CLOs einen Floor hatten, die variable Verzinsung konnte gar nicht weiter fallen. Man konnte AAAs zu 175 Basispunkten äquivalentem Spread kaufen. Dennoch war die Resonanz bei Investoren verhalten. Als dann die Zinsen ab 2022 wieder stiegen, erkannten viele Anleger: Man sollte nicht Long Duration in Investment-Grade-Unternehmensanleihen sein, wenn die Spreads extrem eng sind und man zugleich eine zehnjährige Fixed Rate Duration hat. Wie lassen sich dieses Exposure und ein Credit Exposure diversifizieren? Viele Investoren wollen weiterhin eine Fixed-Income-Allokation im Portfolio haben, aber an diesem Punkt keine Fixed Rate Duration. Diese Veränderungen am Markt und die neuere Sichtweise vieler Investoren haben Verbriefungen in den Fokus gerückt. Das gilt für Banken, Treasury-Abteilungen, Pensionsfonds, Versicherer, Privatanleger, Institutionelle und Family Offices. Auch wenn wir wieder in einen Zinssenkungszyklus eintreten sollten, ist das Regime höherer Zinsvolatilität prägend. Wenn ein Investor weiterhin qualitativ hochwertiges Credit Exposure ähnlich Corporate Credit möchte, sind Verbriefungen ein sehr guter Weg.

Jakob von Kalckreuth: In den vergangenen beiden Jahrzehnten war Sub-Investment-Grade-Unternehmens-Credit – ob Loans oder Tranchen – alternatives Kapital. Damals musste man darum kämpfen, von einem Versicherer eine winzige Allokation zu bekommen. Heute ist dieser Teil des Marktes bei den meisten Pensionsfonds und Versicherern eine 5- bis 10-prozentige Allokation des Fixed-Income-Buchs, um Duration zu steuern. Die Erfahrung der japanischen Banken im Jahr 2022 ist bezeichnend: Der Regulator sagte ihnen, sie sollten keine AAA-CLOs mehr kaufen. Stattdessen kauften sie Treasuries – mit der Folge, eine große Kapitalerhöhung durchführen zu müssen, weil sie auf ihrem Fixed Rate Exposure massiv verbrannt wurden.



„Mittelfristig
könnte heiße
Luft aus dem
CLO-Markt
entweichen,
denn wir sehen
definitiv zu viele
neue Manager in
Europa und den
USA.“

**JAKOB VON KALCK-
REUTH, UBS ASSET
MANAGEMENT**

Bálint Vágvölgyi: Die breite Nachfrage nach CLOs erklärt sich vor allem daraus, dass sich die Anlageklasse in der Praxis bewährt und über das gesamte Risikospektrum hinweg einen attraktiven relativen Mehrwert bietet. Grundsätzlich sollte jeder Investor innerhalb der Kapitalstruktur eine Tranche finden können, die seinem individuellen Anlagebedarf entspricht, sofern regulatorische Vorgaben ein Investment in CLOs nicht ausschließen. Wir bieten eine breite Palette an CLO-Produkten an und beobachten ein Interesse in nahezu allen wesentlichen Kundensegmenten. Ausnahmen bildeten bis vor kurzem insbesondere Versicherungsunternehmen und Privatanleger. Die Solvency-II-Vorschriften machten Investitionen von Versicherern in diese Anlageklasse weitgehend unmöglich, abgesehen von wenigen Sonderfällen, zu denen etwa unsere Muttergesellschaft zählt. Ähnlich schwierig war es bislang, eine regulatorische Genehmigung für OGAW-konforme CLO-Fonds zu erhalten, die auch Privatanlegern offenstehen. Erfreulicherweise lassen die jüngsten Anpassungen unter Solvency II auf eine künftig stärkere Beteiligung von Versicherungsunternehmen schließen. Dies gilt in besonderem Maße für Großbritannien, wo CLOs inzwischen auch im Rahmen des sogenannten Matching Adjustment berücksichtigt werden können. Auch für Privatanleger verbessert sich der

Zugang. Der jüngste Wandel in der regulatorischen Bewertung hat die Auflegung von OGAW-konformen Publikumsfonds und ETFs mit CLO-Fokus ermöglicht. Ob sich ein Investor für Senior- oder Mezzanine-Tranchen entscheidet, hängt häufig von seinem jeweiligen Geschäftsmodell ab. Der Anlegertyp, etwa Family Office, Pensionskasse oder Treasury-Abteilung einer Bank, beeinflusst maßgeblich, in welchen Teil der Kapitalstruktur investiert wird.

Herr Anderson, warum investiert die R+V Versicherung in CLOs?

Jens Anderson: Der R+V-Konzern ist seit über 20 Jahren in dieser Asset-Klasse investiert, und wir konzentrieren uns auf die am höchsten gerateten Senior-Tranchen. Für uns ist es eine Renditeverbesserung im Vergleich zu kurzlaufenden Unternehmensanleihen oder der Geldmarktverzinsung. Im Rendite-Risiko-Diagramm liegen unsere Renditeziele für diese Asset-Klasse bei etwa 3 Prozent bei einer niedrigen Volatilität von unter 2 Prozent – das ist der wesentliche Punkt. Wir betrachten CLOs als semiliquide Asset-Klasse. Für Lebensversicherungen sind sie keine so große Allokation, weil diese Rentenanlagen mit langer Duration benötigen, um Verbindlichkeiten zu matchen. Anders ist das bei Schaden- und Unfallversicherern, die in der Kapitalanlage kurzlau-



„Eine weitere
Entwicklung der
nächsten Jahre
wird die Ver-
breiterung der
Investorenbasis
aufgrund neuer
Produktarten
und der stetig
wachsenden
Nachfrage nach
CLOs sein.“

IAN BETTNEY, JANUS
HENDERSON

fende Verbindlichkeiten abbilden müssen. CLOs sind eine sehr gute Investmentalternative für Versicherer, um die Rendite zu erhöhen und um einen Spread-Aufschlag zu erzielen. Dieser beträgt derzeit etwa 100 Basispunkte über kurzlaufende Unternehmensanleihen. Uns ist immer wichtig, Transparenz innerhalb der Tranchen zu bekommen. Wir wollen wissen, wie hoch der Anteil der Top-5- oder Top-10-Positionen jeweils ist. Die Solvency-Reform macht die Asset-Klasse im AAA-Bereich für Versicherer noch attraktiver. Sie könnte zu einer stärkeren Spread-Verengung bei AAA führen. Das könnte ein Treiber für CLOs sein.

Ian Bettney: CLOs waren unter den Verbriefungen schon immer – und sind es auch heute noch – eine der transparentesten Asset-Klassen. Investoren erhalten eine vollständige Durchschau bis hinunter auf die Ebene des einzelnen Kredits. Die Kompetenz eines Asset Managers zeigt sich darin, wie stark er in die Tiefe gehen möchte und wie viel Due Diligence er für das Risiko-Exposure benötigt, das er betrachtet. Mit den heute zur Verfügung stehenden Daten und modernen IT-Systemen explodieren quasi die Möglichkeiten, Analysen und Effizienzen aufzubauen.

Lewis Emmons: Transparenz ist im Allgemeinen eines der stärksten Argumente für Verbriefungen. Nach der globalen Finanzkrise wurde die gesamte Anlageklasse zu Unrecht mit dem Subprime-Hypothekenmarkt in Verbindung gebracht, doch diese Probleme spiegelten nicht wirklich wider, was damals tatsächlich an den breiteren Verbriefungsmärkten geschah. Anleger, die dieser Anlageklasse typischerweise mit Sorge begegnen, verstehen möglicherweise die Art der Risiken nicht richtig und erkennen nicht, dass sehr granulare Daten zu den zugrunde liegenden Krediten verfügbar sind – in einigen Fällen reichen diese Daten Jahrzehnte zurück und bieten eine größere Transparenz als bei herkömmlichen Unternehmensanleihen.

Jakob von Kalckreuth: Dabei liegt es in der Hand jedes Investors, selbst zu entscheiden, wie weit er in die einzelnen Bonds und Kredite hineinschauen will. Die Technologie dafür ist vorhanden, auch wenn man als Kunde immer noch einen Treuhänderbericht im archaischen PDF-Format bekommt. Zugleich gilt: Je seniorer ein Investor in der Kapitalstruktur in CLOs allokiert ist, desto weniger muss er sich um sein Portfolio sorgen und desto ir-

relevanter wird ein eigener Look-through. Die weltweite Default Experience mit CLO-Investment-Grade-Tranchen in den letzten 20 Jahren ist spektakulär niedrig und kumuliert praktisch bei null.

Christian Leuchtweis: Ich frage mich, ob Investoren ein noch detaillierteres Reporting mit allen Statistiken, Analysekenzahlen und Kreditmetriken, das über den derzeitigen Marktstandard hinausgeht, überhaupt aktiv nutzen würden und welchen Mehrwert dieses Reporting generieren könnte.

Jakob von Kalckreuth: Je juniorer ein Investor bei CLOs in der Kapitalstruktur steht, desto wichtiger ist ein Höchstmaß an Transparenz für die richtige Bewertung. Das ist angebracht für Equity-Investoren oder Junior-Mezzanine-Investoren am Sekundärmarkt bei Seasoned Deals, also für Investoren, die nach einer IRR von 15 Prozent plus suchen. Die sollten in der Lage sein, Post-Reorganization Equity in einem CLO korrekt zu bewerten, das heute bei sieben markiert ist. Nur über einen tiefen Look-through lässt sich bestimmen, ob das Reorg Equity am Ende null oder 25 wert ist.

Stamatia Hagenstein: Ich möchte anknüpfen und zugleich widersprechen: Auch ein Investor in der Senior-Tranche muss sich aktiv um seine Position kümmern. Das zentrale Risiko ist hier nicht der Kreditausfall, sondern ein Durationsrisiko in beide Richtungen. Verschlechtert sich das Portfolio, können Tests brechen, und die Tranche wird ungeplant früh zurückgezahlt. Verlängert sich die erwartete Kapitalbindungsdauer (WAL), kommen die Rückflüsse später und das Kapital bleibt länger zu Altkonditionen gebunden. Ein gutes Rating schützt vor keinem der beiden Szenarien. Deshalb schauen wir uns laufend die Dokumentation, das Portfolio und das Verhalten des Managers gemeinsam an, vor allem, wie er sich nach der Reinvestmentperiode verhält, sobald er keine neuen Kredite mehr ins Portfolio aufnehmen darf.

Bálint Vágvölgyi: Selbst bei einem Investment in AAA-Tranchen, die praktisch kein

Kreditrisiko aufweisen, sollten Anleger das Verhalten des CLO-Managers und dessen mögliche Auswirkungen auf ihre Rendite berücksichtigen. Insbesondere nach Ablauf der Reinvestitionsperiode verfolgen einige Manager einen vergleichsweise aggressiven Ansatz, der die Renditeentwicklung erheblich beeinflussen kann. Nach dem Ende der Reinvestitionsperiode besteht in einem CLO ein struktureller Interessenkonflikt zwischen den Investoren der vorrangigen Tranchen und den Eigenkapitalinvestoren. Je vorteilhafter es aus Sicht des Managers und der Equity-Investoren ist, die Senior-Tranchen möglichst lange ausstehend zu halten, desto nachteiliger kann dies für die Investoren dieser vorrangigen Tranchen sein. Denn je länger die Equity-Tranche von der günstigen Fremdfinanzierung innerhalb der Transaktion profitiert, das heißt, je später die AAA-Tranche amortisiert wird, desto höher fällt in der Regel die interne Verzinsung für die Equity-Investoren aus.

Investieren Institutionelle auch direkt in CLOs oder nur über Manager?

Bálint Vágvölgyi: Institutionelle Investoren können selbstverständlich direkt in CLOs investieren. Entscheidend ist jedoch, ob ein solches Direktinvestment für sie auch wirtschaftlich sinnvoll ist. Sowohl der gesunde Menschenverstand als auch die regulatorischen Anforderungen setzen voraus, dass CLO-Investoren in der Lage sind, die zugrunde liegenden Portfolios fundiert zu analysieren und potentielle Ausfallrisiken frühzeitig zu identifizieren. Die vergleichsweise ruhige Marktphase von etwa 2013 bis zum Ausbruch der COVID-19-Pandemie könnte dazu geführt haben, dass Kreditrisiken und mögliche Ausfälle bei Leveraged Loans zeitweise weniger stark im Fokus standen. Dabei gilt es jedoch, einen wichtigen Aspekt zu berücksichtigen: Häufig wird für Leveraged Loans eine durchschnittliche Ausfallrate von 2,5 Prozent genannt. Tatsächlich liegt die Ausfallrate jedoch kaum jemals exakt auf diesem Niveau. Sie bewegt sich vielmehr entweder nahe null oder steigt in Stressphasen deutlich darüber. Wenn es zu einem solchen sprunghaften Anstieg der Ausfallraten kommt, müssen



„Die spektakulären Wachstumsraten wurden dadurch begünstigt, dass CLOs ihren Marktanteil in der europäischen Leveraged-Loan-Kreditvergabe ausgebaut haben.“

BÁLINT VÁGVÖLGYI,
AEGON ASSET
MANAGEMENT

Investoren genau einschätzen können, an welchen Stellen innerhalb der zugrunde liegenden Portfolios ihre wesentlichen Risiken liegen. Dies erfordert umfassende Expertise, deren Aufbau und Vorhaltung im eigenen Haus mit erheblichen Kosten verbunden sein kann. Eine kosteneffiziente Alternative zum Direktinvestment bieten daher Publikumsfonds oder ETFs.

Tilo Kraus: Aus Sicht von Endinvestoren begreifen CLOs im Vergleich zu anderen Anlageformen mitunter einer gewissen Skepsis – ob berechtigt oder nicht. In der Branche werden CLOs nach wie vor durchaus mit CDOs und dem Umfeld der Finanzkrise gleichgesetzt. Tritt ein Portfoliomanager vor sein Investmentkomitee, benötigt er daher fachkundige Unterstützung an seiner Seite. Vedra verfügt über die erforderliche Expertise, viele berufsständische Versorgungswerke und Pensionsfonds sind hingegen nicht in gleichem Maße aufgestellt. Mag der Investmentmanager auch ein solides Produkt in einer bewährten Struktur vorschlagen – die Genehmigung im Investmentkomitee erfordert dennoch erhebliche Überzeugungsarbeit. Um diesen Aufwand zu umgehen, entscheiden sich manche Pensionsanleger letztlich gegen ein CLO-Investment. Ich gebe einen zweiten Punkt zu bedenken.

CLOs sind Korrelationsprodukte mit Spitzen. Es ist äußerst schwierig, zu prognostizieren, wann diese Spitzen auftreten. Daher ist Timing, wann man investiert und wann nicht, aus der Sicht eines Investors wesentlich. Ein dritter Punkt ist: Investments in CLOs gewinnen für Versicherungsgesellschaften durch tiefgreifende regulatorische Reformen massiv an Attraktivität, sowohl in Europa über Solvency II als auch in den USA über NAIC. Dadurch werden die Eigenkapitalanforderungen für die sichersten Tranchen drastisch gesenkt. Wir haben die Überzeugung, dass immer dann, wenn es viele regulatorische Änderungen gibt, die Geld in diesen oder jenen Bereich des Kapitalmarkts treiben, man sich wirklich fragen sollte: Kaufe ich in einen regulatorisch motivierten Aufkauffeffekt hinein?

Jakob von Kalckreuth: Ich sehe CLOs nicht als Korrelations-Trade, sondern eher als Income Trade, weil es sich um einkommensorientierte Investments mit relativ kurz gewichteten durchschnittlichen Laufzeiten handelt. Dabei geht es den Investoren zuerst um die Rendite.

Tilo Kraus: Für uns als Investor spielen die Einnahmen natürlich eine Rolle, doch stehen und fallen sie mit dem Risiko, das

wir dafür in Kauf nehmen. Wir müssen ein Liability-Profil bedienen. Der Liability Bucket, dem eine bestimmte CLO-Tranche zugeordnet würde, müsste dabei länger sein als die gewichtete durchschnittliche Laufzeit der Tranche selbst, da wir zu keinem Zeitpunkt Zwangsverkäufe vornehmen wollen. Ich weiß nicht, wie volatil die gewichtete durchschnittliche Laufzeit tatsächlich ist und wie viel Extension Risk ich in dem Produkt habe. Ich verstehe die Idee eines Floating-Rate-Produktes. Ein Pensionsinvestor wie wir muss nicht unbedingt Duration matchen wie eine Versicherungsgesellschaft. Aber für mich sind CLOs auch deshalb ein Korrelationsprodukt, weil ich wissen will: Wie korreliert sind die Ausfälle in den zugrunde liegenden Pools, und wie korreliert sind die LGDs in den zugrunde liegenden Pools? Wie korreliert ist das mit meinen anderen Risiken? Wenn ich also ein großes Private-Debt-Buch habe und gleichzeitig ein großes CLO-Buch, dann gibt es sicher zwischen den Risikotreibern Korrelationen, die im Falle von Krisen steigen.

Jens Anderson: Uns als Lebensversicherer gefällt an der Transparenz von CLO-Investments, dass wir Sektor-Cluster sehen können, dass wir sehen, wie der Loan-Markt im Kern allokiert ist. Dabei beobachten wir tatsächlich eine Konvergenz im Markt. Manche Deals werden im High-Yield-Markt oder im Loan-Markt vermarktet. Einige Private-Debt-Fonds kaufen ebenfalls in bestimmten Sektoren.

Ian Bettney: Ich komme noch einmal auf Ihr Thema Korrelations-Trade versus Einkommens-Trade zurück. Ich erkläre es Kunden so, dass selbst bei AAA mindestens 80 Prozent der Performance aus der laufenden Verzinsung kommen, insbesondere in diesem Teil der Kapitalstruktur. Es ist ein Spread-Produkt, das mit den breiteren Märkten korreliert. Viele Investoren überlegen, wo sie das in ihren Cashflow Waterfall einordnen können: Eine Stufe über Cash, zwei Stufen über Cash? CLO ist kein Cash-Ersatz, sondern es ist ein Spread-Engagement. Bei einem breiteren Marktabverkauf werden sich Spreads ausweiten, und dieses Produkt wird ebenfalls abverkauft.

Können Sie das näher erläutern?

Ian Bettney: BBB-CLOs korrelieren mit dem iTraxx Crossover Index zu 80 Prozent, mit einem Beta von 1,2 und einem Bestimmtheitsmaß R^2 von 75 Prozent. Das ist ein fast perfekt korreliertes Produkt hinsichtlich des Timings, wobei sich Crossover zunächst stärker und schneller bewegt; BBB-CLOs ziehen dann nach. Es geht also um diese zeitliche Verzögerung. Eine Ergänzung zur Korrelation: Wenn sich CLOs bewegen, sage ich normalerweise: Behalten Sie Credit im Blick. Wenn Credit über mehr als ein paar Wochen nachhaltig abverkauft wird, kommt man in den Bereich, in dem es durch die gesamte CLO-Kapitalstruktur hindurch wirkt. Umgekehrt lief es hingegen beim AI-Trade Anfang dieses Jahres.

Jakob von Kalckreuth: Der AI-Trade in diesem Jahr ist ein gutes Beispiel. Offensichtlich haben viele Leute zu viel Geld in Direct Lending als heiligen Gral allokiert – kein Mark-to-Market, hohe Renditen. Doch die Renditen unterscheiden sich am Ende kaum von Liquid Credit. Das Kapital ist eingeschlossen, man zahlt hohe Gebühren und trägt 30 Prozent AI-Risiko. Deshalb stehen Leute heute Schlange, um ihr Geld aus Blue Owl, Ares, BlackRock und so weiter herauszunehmen. Der AI-Trade über Direct Lending wurde quasi als „Darüber muss man nachts nicht nachdenken“ verkauft. Noch eine Bemerkung zur Korrelation: Es gibt eindeutig eine Korrelation zwischen dem zugrunde liegenden Credit Exposure und dem Tranche-Exposure. Die wird letztlich den liquiden Kreditmärkten und damit den Tranche-Märkten zugutekommen, weil die Leute nicht mehr annähernd so viel in Direct Lending allokierten werden wie in der Vergangenheit. Die Tranchierung ist der Punkt, an dem die Arbitrage liegt.

Lewis Emmons: Es ist wichtig zu verstehen, dass CLOs Risikoanlagen sind und in negativen Kreditmärkten abverkauft werden können, wodurch Kunden einem Mark-to-Market-Risiko ausgesetzt sind – wie es insbesondere Anfang 2020 und 2022 geschah, als die Korrelationen

traditioneller Anlageklassen vollständig zusammenbrachen. Daher müssen wir sicherstellen, dass unsere Kunden dieses Risiko verstehen. Aus diesem Grund ist Korrelation ein wichtiger Punkt.

Christian Leuchtweis: Investoren sollten auch die Qualität und Struktur des zugrunde liegenden Kreditportfolios verstehen. Am Ende des Tages sind sie einer bestimmten Anzahl von Krediten ausgesetzt, vielleicht 100 oder 200 Krediten. Man sollte zunächst verstehen, welche Sektoren darin enthalten sind. Ist das Kreditportfolio stärker in Software, AI oder zyklischen Branchen exponiert? Welche Qualität und Finanzstärke haben die Unternehmen? Welche Allokation oder welches Exposure hat man gegenüber verschiedenen Regionen sowie potentiell gegenüber verschiedenen Währungen?

Bálint Vágvolgyi: Grundsätzlich gilt es, zwischen zwei Arten von Korrelation zu unterscheiden. Zum einen besteht eine Korrelation der Kreditrisiken. Beispiele hierfür sind die globale Finanzkrise oder ein durch Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz ausgelöstes Stressszenario. Verschlechtert sich die Qualität der zugrunde liegenden Kreditportfolios, reagieren CLO-Spreads in der Regel mit einer Ausweitung. Über den gesamten Kreditzyklus hinweg haben sich CLOs jedoch als ausgesprochen robust erwiesen. Aufgrund ihrer strukturellen Merkmale, die insbesondere die gerateten Tranchen schützen, fiel die Ausfallquote deutlich niedriger aus als bei Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Rating. Dieses Risiko lässt sich daher weitgehend adäquat einpreisen und muss für langfristig orientierte Investoren nicht zwangsläufig zu dauerhaften Wertbeeinträchtigungen führen. Bei einer Mark-to-Market-Betrachtung ist hingegen zu berücksichtigen, dass die Wertentwicklung häufig von anderen Faktoren beeinflusst wird. Im September 2022 erlebten wir beispielsweise eine vollständig exogene Entwicklung in Form eines erheblichen Liquiditätsereignisses. Angesichts des starken Zinsanstiegs begannen britische leistungsorientierte Pensionspläne, Vermögenswerte zu veräußern, um die erforderli-

chen Barmittel für Nachschussforderungen bereitzustellen. Verkauft wurden dabei insbesondere Instrumente mit hohen Kassakursen, darunter ABS und CLOs, bei denen es sich um variabel verzinsliche Anlagen handelt. In solchen Situationen kann die Ursache der beobachteten Korrelation weitgehend unabhängig von den fundamentalen Eigenschaften des jeweils veräußerten Produkts sein. CLOs sind Teil eines breiteren Kapitalmarktumfelds und werden daher auch künftig von derartigen marktübergreifenden Korrelationen beeinflusst werden. Gleichwohl haben sich CLOs und ABS in angespannten Marktphasen stets vergleichsweise gut behauptet und damit zugleich die grundsätzlich hohe Liquidität des zugrunde liegenden Marktes unter Beweis gestellt.

Tilo Kraus: Da würde ich zwischen Preisrisiko und tatsächlichem Cashflow-Risiko unterscheiden. Sich auf das Preisrisiko zu konzentrieren, ist in Ordnung. Aber wir wollen das investierte Geld zurückerhalten und den Cash Return. Ob es zwischenzeitlich hier oder dort handelt, ist zweitrangig. Doch ich glaube, viele Investoren denken hierbei etwas anders. Sie gehen durch den Portfolioreport an ihre Principals und sagen: Diese Position ist unter Wasser, sie steht bei 95. Dann heißt es: Aber Sie sagten doch, es sei ein AAA-Produkt, wie kann das sein? Im Verständnis liegt ein Teil des Problems.

Ian Bettney: Hatten Sie jemals ein AAA mit einem Preis von 95? Vielleicht hätte man am 30. September 2022 für den Verkauf von AAA-CLOs 95 bekommen. Zu dieser Zeit sprachen wir mit dem Regulator über die Genehmigung eines in Luxemburg aufgelegten UCITS-ETFs in Europa. Das hat sehr lange gedauert. Der Regulator wollte Daten über Umsätze und die Käufer in UK und Europa. Erst als diese Daten vorlagen, war der Regulator von der ausreichenden Liquidität überzeugt.

Jakob von Kalckreuth: 35 Basispunkte Spread-Ausweitung oder vielleicht 40, richtig?



„Wir sehen Anzeichen für steigende Ausfälle, insbesondere in den qualitativ schwächeren Marktsegmenten.“

LEWIS EMMONS,
MARSH

Ian Bettney: Um zu erklären, woher diese Marktpreise stammten, müssen Sie die Bewertungsannahmen anpassen: weitere Spreads, höhere Ausfallerwartungen, ein geringerer Wert der Call-Optionen und langsamere vorzeitige Rückzahlungen. Sobald Sie all dies berücksichtigen, kommen Sie einem Preis, den der Markt effizient bewertet hat, deutlich näher.

Jakob von Kalckreuth: Ich möchte über Ausfallraten und das Underlying sprechen, denn das ist wichtig. Es gibt strukturell einen großen Unterschied zwischen den USA und Europa. Das LME-Phänomen bedeutet, dass US-CLO-Equity in den letzten vier Jahren deutlich underperforms hat. Vor allem in Europa, aber auch in den USA, sind die strukturellen Schutzmechanismen bis hinauf zu BBB selbst in einem Umfeld steigender oder anhaltend erhöhter Ausfallraten gut. Wir haben kürzlich ein Bain-CLO gesehen, der auf Single B defaultet ist, um die Transaktion liquidieren zu können. Vielleicht ist das ein Risiko im CLO-Bereich: Wie wickelt man einen Deal ab, bei dem das Equity so weit unter Wasser ist, dass es kein „Skin in the Game“ mehr hat?

Stamatia Hagenstein: Genau an dieser Stelle setzen unsere Consent-Prozesse an.

Ein CLO kann über den regulären Call-Mechanismus nur zurückgezahlt werden, wenn alle Tranchen vollständig zu Par bedient werden können. Reicht der Erlös aus dem Portfolio dafür nicht aus, ist ein sogenannter Non-Par Call nötig; der erfordert die Zustimmung der betroffenen Tranchen, meist der High-Yield-Tranchen, also BB- oder B-geratet. Genau in diesem Moment versenden Manager an unsere Investoren in diesen Tranchen eine Consent-Anfrage. Das ist im Markt üblich und sagt noch nichts über die tatsächliche Rückzahlung aus: Uns sind Fälle bekannt, bei denen trotz einer solchen Anfrage am Ende die volle Rückzahlung erfolgte. Die Lehre daraus: Man sollte keine High-Yield-Tranchen von einem Manager kaufen, der das Equity nicht kontrolliert.

Was sind wichtige Aspekte bei der Managerselektion für CLOs?

Stamatia Hagenstein: Wenn wir einen CLO-Manager auswählen, muss er zuvor unsere quantitativen und qualitativen Checks bestehen. Ein wichtiges Kriterium für die Selektion eines Managers ist natürlich der Track Record. Ist der Manager über den Zyklus hinweg diszipliniert genug, seine Tests einzuhalten? Danach



„Uns als Lebensversicherer gefällt an der Transparenz von CLO-Investments, dass wir sehen, wie der Loan-Markt im Kern allokiert ist.“

JENS ANDERSON,
R+V LEBENSVERSICHERUNG AG

prüfen wir die Governance des Managers, einschließlich ESG-Vorgaben. Lupus alpha hat die Fragen an CLO-Manager, die wir zuvor besprochen haben, inzwischen standardisiert. Bevor ELFAs Template veröffentlicht wurde, hatten wir bereits über 130 Fragen, die wir den Managern geschickt haben. Darunter waren Themen von Due Diligence über Governance und Gender-Diversifikation bis zu ESG. Zudem gilt: Wenn es in der Vergangenheit innerhalb des CLO-Teams Rechtsstreitigkeiten gab, investieren wir nicht.

Bálint Vágvölgyi: Ebenso wichtig ist es, die maßgeblichen Faktoren hinter der historischen Performance eines CLO-Managers genau zu verstehen. Bei mehreren etablierten, großen Managern, die vor der COVID-19-Pandemie eine überzeugende Erfolgsbilanz vorweisen konnten, verschlechterte sich die Kreditqualität nach der Pandemie deutlich, insbesondere mit Beginn des Zinsanstiegs. Für alle Investoren, vor allem jedoch für Anleger in nachrangigen Bereichen der Kapitalstruktur, ist es daher entscheidend zu beurteilen, ob diese Entwicklung auf strukturelle Faktoren zurückzuführen war, etwa auf den Investmentstil des Managers oder den Weggang wichtiger Schlüsselpersonen, oder ob lediglich einige wenige, unglücklich ausgewählte Einzelkredite ausschlaggebend waren.

Sind heute mehr oder weniger Asset Manager in der Asset-Klasse CLO aktiv?

Lewis Emmons: Diese Frage ist schwer zu beantworten. Wir sehen, dass CLO-Gelegenheiten mit attraktiven risikobereinigten Relative-Value-Renditeprofilen aus verschiedenen Teilen des Marktes entstehen. Viele Manager verfügen seit langem über die Fähigkeit, in CLOs zu investieren, haben dies jedoch taktisch genutzt, indem sie zum Beispiel ihren Multi-Asset-Portfolios opportunistisch Tranchen aus verbrieften und strukturierten Krediten beigemischt haben. Ich weiß nicht, ob dadurch auch die Zahl der CLO-Manager steigt, aber ich würde sagen, dass neue Manager nicht einfach zufällig in diese Kreditklasse einsteigen. Vielmehr haben wir es fast immer mit erfahrenen Managern zu tun. Der CLO-Markt ist ein hochspezialisierter alternativer Kreditmarkt, der ein hohes Maß an Arbeitsintensität, viele Ressourcen und viel Erfahrung erfordert.

Ian Bettney: Hier sollten wir zwischen USA und Europa differenzieren. Nehmen wir die Entwicklung von CLO-ETFs. Die fing in den USA an. Die Investoren dort haben einen größeren Risikoappetit und sind eher als in Europa bereit, neue Investmentideen zu akzeptieren. In Europa bewerben wir CLO-ETFs eher als

ein Marktzugangsprodukt. Hier beläuft sich das Renditeprofil für AAA-CLOs ungefähr auf 90 bis 170 Basispunkte über Cash. Konkret ist das der zehnjährige durchschnittliche Spread plus/minus eine Standardabweichung. Am Einstiegspunkt kaufen unsere Kunden also CLO-AAA-Markt-Beta.

Jakob von Kalckreuth: Der Marktzugang zu CLOs ist für viele Investoren immer noch schwierig, vor allem für Investoren in Europa. Vielleicht ändert der Solvency II Review bald etwas an dieser Lage.

Wer werden die Hauptzielkunden für CLO-ETFs in Europa sein?

Ian Bettney: Grundsätzlich könnte jeder institutionelle und private Investor an CLO-ETFs interessiert sein. Wir sehen die Nachfrage von Versicherern nach Segregated Accounts. Daneben gibt es Asset Manager und Vermögensverwalter für Private Wealth, die nicht die Kompetenz für CLOs intern aufbauen wollen. Wenn sie Zugang zu CLOs haben wollen, dann lagern sie das in der Regel an Anbieter aus. Die ETF-Hülle hilft manchen Investoren ebenfalls beim operativen Zugang zu dieser Anlageklasse. Zudem wollen Banken oder Treasury-Funktionen in der Lage sein, je nach Bid Offer Spread in die Asset-Klasse hineinzugehen und wieder herauszugehen. Sie nutzen sie quasi als Cash-plus-Liquiditätsallokation.

Stamatia Hagenstein: Wir bei Lupus alpha diskutieren gerade intern intensiv über die Erweiterung unserer CLO-Strategie auf aktive UCITS- oder ETF-CLO-Fonds im AAA/AA-Rating-Bereich und den Aufbau einer ETF-Plattform. Aus Kundensicht wäre für mich interessant: Wo liegt der eigentliche Unterschied zwischen einem UCITS-ETF mit T+1 und einem CLO-ETF?

Ian Bettney: Der ETF ist im Kern ein UCITS mit der gleichen Hülle wie ein Fondsvehikel aus Steuer- und Regulierungssicht. Kunden mögen aber die Ausführungssicherheit, schnell in einen

ETF einsteigen und wieder hinausgehen zu können, auch im Hinblick auf den Creation- und Redemption-Prozess. Der Hauptunterschied zwischen einem Fonds und einem ETF ist: Wenn jemand einen UCITS-Fonds kaufen will, muss er den ganzen „Know Your Counterparty“-Prozess – kurz KYC – zur Identifizierung und Überprüfung durchlaufen, mit dem Custodian sprechen, vertraglich aufgesetzt werden („Onboarding“) et cetera. Der Prozess dauert mit etwas Glück zwei bis drei Wochen. Dagegen kann ein Wealth Manager einen ETF sehr schnell kaufen, sofern er ETFs handeln kann, was zunehmend der Fall ist.

Jakob von Kalckreuth: Der CLO-Markt ist seit den dunklen Tagen der Finanzkrise viel reifer geworden. So habe ich am Liberation Day, dem 2. April 2025, einige Abflüssen bei CLO-ETFs in den USA beobachtet. Natürlich standen dahinter auch ein paar Milliarden Dollar, aber die Zahl der Tranchen, die man verkaufen musste, um das umzusetzen, wurde relativ leicht vom Markt wieder absorbiert. Damals hat sich gezeigt, dass die tatsächliche Liquidität im Markt viel besser geworden ist als noch in der Finanzkrise.

Welche Renditen können Investoren erwarten, wenn sie in CLOs investieren?

Jakob von Kalckreuth: Das hängt von der Tranche ab. Manager sind mit dem Equity-aligned am stärksten. Typischerweise verdienen Manager eine Incentive Fee von 20 Prozent oberhalb einer realisierten IRR-Hürde von 10 Prozent. Ein gutes CLO sollte über den Vintage hinweg Equity-Renditen von 15 Prozent oder mehr erzielen. Wenn man den Deal etwa nach der Ukraine-Invasion gepriert hat und Liabilities fixiert hat, während man Loans zu 92 kaufen konnte, ist das ein sehr gutes Renditejahr. In Phasen höherer Volatilität oder höherer Ausfallraten kann es etwas niedriger sein, wie wir es derzeit in den USA sehen. US-Renditen liegen aktuell bei rund 10 Prozent. Dabei funktionieren Renditen für CLO-Equity so: Ein Investor steckt zum Beispiel 100

Dollar hinein und erhält dafür eine Rendite, aber bekommt niemals die 100 Dollar zurück, weil das Portfolio mit der Zeit eine Par-Erosion erfährt. Vielleicht bekommt er 30, 40, 50 Cent auf den Dollar zurück, je nachdem, wo der Deal gecalled wird. Aber die Gesamtrendite von CLO-Equity als IRR soll deutlich positiv sein. Je höher die Tranchen sind, werden sie meistens als Floating-Rate-Produkt emittiert. Sie werden zu dem jeweils vorherrschenden Clearing Spread für dieses spezifische Risikoprofil emittiert. Europäische AAA-Tranchen werden heute zu 125 über Cash gepriert. Die Spreads bei AAAs sind heute viel breiter als vor der Finanzkrise, und sie sind über die gesamte Struktur breiter.

Stamatia Hagenstein: Und sie bleiben hartnäckig weiter, weil die Investorenbasis für europäische AAA-Tranchen noch nicht breit genug ist. Ein Großteil bleibt bei den arrangierenden Banken selbst hängen, und das begrenzt den Wettbewerbsdruck, der die Spreads enger treiben würde.

Jakob von Kalckreuth: Ja, solange das Angebot weiter auf den Markt kommt. Aber selbst im Mezzanine-Bereich konnte man vor einiger Zeit noch 1.000 Basispunkte Spread verdienen, also plus 1.000 für BB-Risiko, 700 über für BBB-Risiko. Diese Spreads haben sich inzwischen verringert. Je juniorer die Tranchen sind, desto mehr Volatilität zeigt sich bei Spread und Preis. Deshalb ist Timing dort so wichtig. Im Senior-Teil der Struktur ist Timing eher für die Spread Duration relevant. Wenn man beispielsweise ein AAA zu 75 über kauft und erwartet, dass es in einem Spread-Umfeld von 125 zurückgezahlt wird, dann ist das Equity incentiviert, den Trade zu verlängern.

Bálint Vágvölgyi: Investoren sollten ihre Renditeerwartungen an den langfristigen relativen Bewertungsvorteilen und der Volatilität der Anlageklasse ausrichten. Der Einstiegszeitpunkt spielt dabei selbstverständlich eine Rolle, lässt sich in der Praxis jedoch nur schwer gezielt steuern. Wenn BBB-Anleihen beispielsweise mit Spreads von 600 Basispunkten gehandelt

werden, ist dies häufig darauf zurückzuführen, dass viele Investoren in solchen Marktphasen nicht die Möglichkeit haben, ihre Positionen weiter aufzustocken. Hinzu kommt, dass CLOs in der Regel vergleichsweise einfach vorzeitig zurückgezahlt werden können. Eine zu einem Spread von 600 Basispunkten erworbene BBB-Tranche dürfte daher möglicherweise nur für kurze Zeit ausstehend bleiben. Das frei werdende Kapital müsste anschließend zu engeren Spreads reinvestiert werden. Dennoch kann man sagen, dass es für CLO-Investments eher gute und sehr gute Einstiegszeitpunkte als gute und schlechte gibt. Die Anlageklasse weist grundsätzlich einen langfristigen strukturellen Relative-Value-Vorteil auf.

Stamatia Hagenstein: Besonderes Augenmerk legen wir auf die Sharpe Ratio. In diesem Zusammenhang zeigen wir regelmäßig eine Grafik mit der Relation von Rendite zu Volatilität über fünf oder zehn Jahre oder auch längere Zeiträume. Das Ergebnis ist eindeutig: Investment-Grade-CLO-Tranchen weisen über diese Zeiträume ein Rendite-Risiko-Profil auf, das mit Corporate High Yield Bonds vergleichbar ist, bei einem im Rating jedoch deutlich höherwertigeren Risikoprofil. Wer gezielt Equity-ähnliche Renditen anstrebt, sollte aus unserer Sicht bewusst eine CLO-High-Yield-Strategie wählen.

Lewis Emmons: Volatilität ist für einige Kunden tatsächlich ein Problem. Sie würden ein Engagement gerne bis zur Fälligkeit halten, können dies jedoch aus verschiedenen Gründen möglicherweise nicht. Viele institutionelle Kunden legen einen starken Fokus auf Mark-to-Market-Risiko, so dass der Volatilitätsaspekt dort sehr relevant ist. Bei der kurzfristigen Performance-Messung und Berichterstattung kann sich dies als echte Herausforderung erweisen.

Bálint Vágvölgyi: Dies ist allerdings kein CLO-spezifisches Phänomen. Bei der Beurteilung der Wertentwicklung von CLOs betrachten wir bevorzugt Kennzahlen wie die Standardabweichung, den maximalen

Drawdown sowie Drawdowns oberhalb bestimmter Schwellenwerte. Seit der globalen Finanzkrise schneiden CLOs gemessen an diesen Risikokennzahlen im Vergleich zu anderen Anlageklassen gut ab.

Christian Leuchtweis: Das ist ein wichtiger Teil der Track-Analyse. Wenn sich ein potentieller neuer Investor die verschiedenen CLO-Tranchen ansieht und betrachtet, welche Art und Höhe von Drawdowns oder Volatilität eine Tranche über die Zeit aufweist, kann er angemessen einschätzen, ob er in der Lage ist, diese Volatilität auszuhalten oder nicht.

Welche Rendite sollten CLOs aus der Sicht unserer Investoren am Diskussionstisch erwirtschaften?

Tilo Kraus: Unsere Renditeerwartung deckt sich numerisch mit den soeben genannten Werten, da sie in etwa dem Marktertrag entspricht. Entscheidend für uns ist, dass wir Preisvolatilität nicht durch erzwungene Verkäufe realisieren müssen. Daher steht für uns die Cashflow-Volatilität im Vordergrund; die Möglich-

keit zur vorzeitigen Liquidierung betrachten wir erst nachrangig. Entscheidend ist also die Frage: Wie hoch ist am Ende die Cashflow-Volatilität, also die realisierte Renditevolatilität?

Jens Anderson: Wir als R+V zielen auf die bereits genannten 3 Prozent ab, die sich derzeit mit AAA deutlich übertreffen lassen.

Welche Entwicklungen erwarten Sie für den CLO-Markt mittelfristig?

Bálint Vágvölgyi: Wir gehen davon aus, dass der CLO-Markt weiter wachsen wird, getragen von einer steigenden Nachfrage, wenngleich möglicherweise mit moderaterem Tempo. Das außerordentlich starke Wachstum der vergangenen Jahre wurde unter anderem dadurch begünstigt, dass CLOs ihren Anteil an der Finanzierung europäischer Leveraged Loans ausgebaut haben. Dieses Wachstumspotential ist jedoch naturgemäß begrenzt, da der CLO-Markt nicht größer werden kann als der zugrunde liegende Markt für Leveraged Loans. Darüber hinaus rechnen wir

„Wir rechnen damit, dass der zugrunde liegende Leveraged-Loan-Markt das Wachstum des CLO-Marktes begrenzen wird.“

TILO KRAUS, VEDRA PENSIONS GRUPPE





„Ein wichtiger
Trend ist die
Bewegung des
CLO-Marktes in
Richtung eines
Wealth- und
Retail-Kanals.“

CHRISTIAN LEUCHT-
WEIS, SCOPE FUND
ANALYSIS GMBH

weiterhin mit regulatorischem Rückenwind. Die jüngsten Maßnahmen weisen in die richtige Richtung, doch bis zu einer umfassenden regulatorischen Akzeptanz der Anlageklasse bleibt noch ein weiter Weg. Der Ausblick für den zugrunde liegenden Kreditmarkt bleibt angesichts der disruptiven Auswirkungen künstlicher Intelligenz auf Wirtschaft und Gesellschaft von erhöhter Volatilität geprägt. Insgesamt beurteilen wir die Perspektiven des CLO-Marktes dennoch sehr positiv. Die Spreads befinden sich derzeit in einem ausgewogenen Verhältnis und bewegen sich innerhalb einer Bandbreite. Solange die für CLOs maßgebliche Arbitrage zwischen den Finanzierungskosten und den Erträgen des zugrunde liegenden Kreditportfolios funktioniert, wird es auch weiterhin Neuemissionen geben.

Jakob von Kalckreuth: Auch wir schauen insgesamt positiv auf die Asset-Klasse. Mittelfristig könnte heiße Luft aus dem Markt entweichen, denn wir sehen definitiv zu viele neue Manager in Europa und den USA, auch jetzt gehen weitere Manager an den CLO-Markt. Eine lange Reihe dieser Manager werden mit ihrer Plattform nie positive IRRs für das Equity generieren können. Insgesamt wird das Emissionsprofil ähnlich wie jetzt bleiben, während die

Arbitrage eingeschränkt sein könnte. Die Frage ist, wie viel Emission zu ökonomisch machbaren Bedingungen kommen kann. Wichtig für die Asset-Klasse ist ein besserer Zugang für Investoren, denn CLOs sind im Mainstream angekommen.

Stamatia Hagenstein: Ich erwarte ebenfalls eine konstruktive Entwicklung der Spreads in den nächsten 18 Monaten, aber nicht uneingeschränkt bullish. Ein unsicheres politisches und ökonomisches Umfeld trifft auf historisch niedrige Spreads. Ölpreisveränderungen wirken auf Wachstum. Da kann es auch schnell Volatilität geben. Immer mehr US-Manager nehmen sich dem europäischen CLO-Markt an. Dieses birgt Risiken, führt aber vermutlich auch zu klarer Differenzierung zwischen Plattformen. Eine Konsolidierung wird im weiteren Verlauf zwangsläufig eintreten. Bleibt abzuwarten, wer Gewinner und Verlierer dieser Entwicklung wird – unseres Erachtens wird man es bei Junior Mezz und Equity spüren. Was die breite Marktentwicklung langfristig angeht, rechne ich damit, dass der europäische CLO-Markt weiterhin ein Wachstumsmarkt bleibt und analog dem Loan-Markt jedes Jahr um circa 10 Prozent wächst. Vermutlich mehr noch sollten wir irgendwann wieder nachhaltiges Wachstum in Europa sehen.



Tilo Kraus: Wir rechnen damit, dass der zugrunde liegende Leveraged-Loan-Markt das Wachstum des CLO-Marktes begrenzen wird. Das hängt mit dem zugrunde liegenden Private-Equity-Markt zusammen, der derzeit nicht wächst aufgrund des massiven Deal Backlogs. Zudem erwarten wir, dass Recovery Rates sinken werden. Das ist eine Funktion Asset-light-lastiger Geschäftsmodelle. Im Wesentlichen gibt es weniger harte Sicherheiten, und natürlich ist die Loan-Dokumentation in den letzten zehn Jahren immer schwächer geworden.

Lewis Emmons: Vor uns liegt ein interessanter Markt, der sich gut für aktives Management eignet. Technische Faktoren verändern sich deutlich, ETFs entwickeln sich weiter, und die Regulierung scheint sich in die richtige Richtung zu bewegen. Das dürfte neue und spannende Gelegenheiten schaffen. Gleichzeitig sehen wir Anzeichen für steigende Ausfälle, insbesondere in den qualitativ schwächeren Marktsegmenten. Das makroökonomische und geopolitische Umfeld ist unsicher. Zudem beobachten wir eine zunehmende Verwischung der Grenzen zwischen öffentlichen und privaten Märkten sowie viel Aktivität an dieser Schnittstelle, zum Beispiel Emittenten, die Fremdkapital

an privaten Märkten aufnehmen und es später durch Emissionen an öffentlichen Märkten zurückkaufen.

Christian Leuchtweis: Ich erwarte ebenfalls ein Wachstum im Markt in den nächsten Jahren. Ein wichtiger Trend ist die Bewegung des CLO-Marktes in Richtung eines Wealth- und Retail-Kanals. Ein weiterer Trend ist die Manager-Konsolidierung: CLO-Plattformen werden zusammengeführt oder von etablierten Asset Managern gekauft, die keine eigene CLO-Plattform oder -Struktur haben.

Ian Bettney: Eine weitere Entwicklung der nächsten Jahre wird die Verbreiterung der Investorenbasis aufgrund neuer Produktarten und der stetig wachsenden Nachfrage sein. Bestehende Investoren dürften ihre Engagements ausbauen, neue Investoren hinzukommen. ETFs werden nicht der alleinige Treiber sein, aber ich lerne laufend neue Gruppen von Kunden weltweit kennen. Ein Treiber wird eine globale Entwicklung von CLOs zu einer großen Asset-Klasse sein. Alle außerhalb der Branche sind erstaunt, dass es inzwischen mehr als 1 Billion Dollar an Assets in CLOs gibt. Die Größe des CLO-Marktes ebnet den Weg hin zu einer echten Kernallokation für Investoren. ●



GUIDO BIRKNER
CHEFREDAK-
TEUR DPN



MODERATOR

Summary



KEY FACTS

- Der CLO-Markt wächst nach einem rasanten Anstieg in den vergangenen Jahren moderat weiter.
- Regulatorisch wird die Nachfrage nach CLOs durch den Solvency II Review Rückenwind erhalten.
- Die Spreads bei europäischen AAA-Tranchen sind heute viel breiter als vor der Finanzkrise.
- Es mehren sich die Anzeichen für Ausfälle in qualitativ schwächeren Marktsegmenten.
- Da neue Manager in Europa und den USA auf den CLO-Markt drängen, ist eine Konsolidierung zu erwarten.

Ian Bettney empfiehlt Investoren, die weiterhin qualitativ hochwertiges Credit Exposure ähnlich Corporate Credit möchten, Verbriefungen. Aus seiner Sicht ist das Regime höherer Zinsvolatilität langfristig prägend – über den Zinserhöhungszyklus seit 2022 hinaus. Viele Investoren wollen weiterhin eine Fixed-Income-Allokation im Portfolio haben, aber mit einer Floating Rate Duration und keiner Fixed Rate Duration. **Bálint Vágvölgyi** rät, dass institutionelle Investoren ihre Renditeerwartung für CLOs auf der Grundlage des langfristigen relativen Werts und der Volatilität der Anlageklasse bilden. Dabei spielt das Timing eine Rolle.

Stamatia Hagenstein legt für die Auswahl von CLO-Managern quantitative und qualitative Checks zugrunde. Wichtige Kriterien für die Selektion sind der Track Record und die Governance des Managers. **Jakob von Kalkreuth** ist davon überzeugt: Je seniorer ein Investor in der Kapitalstruktur in CLOs allokiert ist, desto weniger muss er sich um sein Portfolio sorgen und desto irrelevanter wird ein ei-

gener Look-through. Die weltweite Default Experience mit CLOs in den letzten 20 Jahren kumuliert praktisch bei null.

Lewis Emmons verbindet mit CLOs die Perspektive für Investoren, zusätzliche Rendite und Diversifikation in Portfolios einzubringen – aufgrund der Komplexitätsprämie und der unterschiedlichen Arten von Emittenten und Kreditengagements. Der R+V-Konzern ist laut **Jens Anderson** seit über 20 Jahren in die am höchsten gerateten Senior-CLO-Tranchen investiert. Im Rendite-Risiko-Diagramm liegen die Renditeziele für CLOs bei etwa 3 Prozent.

Tilo Kraus sieht für institutionelle Investoren eine Form von Korrelationsrisiko, wenn sie zugleich in einem großen CLO-Pool und in Private-Equity-Fonds investiert sind, da sie damit am Ende das eigene Portfolio refinanzieren. **Christian Leuchtweis** hält es für essentiell, dass Investoren die Qualität und Struktur des zugrunde liegenden Kreditportfolios verstehen und wissen, welche Sektoren darin enthalten sind. ●