



Was ist drin? Für Außenstehende lässt sich das kaum beurteilen. Das gilt auch für forderungsbesicherte Wertpapiere. Zum Glück gibt es Ratingagenturen, die diese Pakete gewissermaßen öffnen dürfen.

# Zinsen im **Paket**

Hochwertige **Collateralized Loan Obligations** (CLOs) gelten als sehr sicher – und zahlen trotzdem eine deutliche Mehrrendite. Fonds und ETFs öffnen die Anlageklasse für Privatkunden.

**D**ie Zinsprämien auf Unternehmensanleihen fallen derzeit mager aus. Wenn also eine hochwertige AAA-Zinsanlage einen Renditeaufschlag von mehr als 100 Basispunkten bietet, dann werden Anleger schon mal hellhörig. Genau damit punkten Collateralized Loan Obligations (CLOs): Topsicherheit und attraktive Zinsen. Lange galten sie als absolutes Nischensegment, doch nun bringen immer mehr Fondsanbieter entsprechende Produkte auf den Markt.

Das Geheimnis der CLOs liegt in ihrer Verpackung: Sie bündeln Hunderte Einzelkredite in einem strukturierten Paket. Ein typischer Einzelkredit hat ein Rating zwischen BB+ und B-, eine Laufzeit von etwa fünf bis sieben Jahren und eine variable, an den Geldmarktsatz gekoppelte Verzinsung. Bei den Kreditnehmern handelt es sich ganz überwiegend um mittelgroße bis große Unternehmen, die im Besitz von Private-Equity-Fonds sind. Deren syndizierte Kredite werden unter

zahlreichen Investoren aufgeteilt. Spezialisierte CLO-Manager wiederum schnüren aus den schwachen Einzelkrediten ein solides Gesamtpaket. Jeder CLO ist in mehreren Schichten aufgebaut mit unterschiedlichen Ratings. Die Zins- und späte-

**»Das Wasser muss bis in den ersten oder zweiten Stock steigen, bis es wehtut.«**

**Norbert Adam, Lupus Alpha**

ren Tilgungszahlungen der Unternehmen fließen zunächst komplett in die obersten AAA- und AA-Tranchen. Erst wenn diese beglichen sind, wird die nächste Tranche zurückbezahlt, bis hinunter zu den riskantesten Eigenkapitaltranchen.

Damit funktioniert ein CLO anders als etwa ein Fonds auf Unternehmensanleihen: Gerade im High-Yield-Segment

schlägt sich hier schließlich jeder Default unmittelbar im Portfolio nieder. Das ist beim CLO anders: „Bei hochwertigen CLOs muss das Wasser in den ersten oder zweiten Stock steigen, bis es wehtut“, sagt Norbert Adam, Leiter CLO-Portfoliomanagement bei Lupus Alpha. Trotzdem sind die Zinsen attraktiv: Aktuell zahlen die hochwertigsten AAA-Notes rund 120 Basispunkte Zinsplus gegenüber vergleichbaren Anleihen, BBB-Notes etwa 300 Basispunkte. „CLOs bieten eine widerstandsfähige Kreditqualität und dazu eine Spread-Prämie gegenüber Unternehmensanleihen vergleichbarer Ratings“, sagt The Duy Nguyen, Leiter Secured Finance bei BNP Paribas Asset Management.

## **Robuste Konstruktion**

Technisch gesehen ähnelt die Struktur eines CLO einer Firmenbilanz. Auf der Aktivseite der Bilanz befinden sich die einzelnen Unternehmenskredite mit Ratings von BB+ und darunter, auf der Passivseite stehen die einzelnen Tranchen von der AAA- bis zur Eigenkapital- oder First-Loss-Tranche.

Die Konstruktion gilt als sehr robust: Bevor eine AAA-Tranche einen Verlust erleidet, müssten rund 40 Prozent aller



**The Duy Nguyen**, BNP Paribas AM: „CLOs bieten eine widerstandsfähige Kreditqualität und dazu eine Prämie gegenüber Unternehmensanleihen.“

Einzelkredite im CLO ausfallen. So weit kam es nicht einmal in der globalen Finanzkrise 2008/2009. Trotzdem leiden CLOs seit der Finanzkrise unter ihrer Zugehörigkeit zur Familie der Asset-Backed Securities (ABS). Zur Erinnerung: ABS-Strukturen, die auf schwachen Immobilien- oder Verbraucherkrediten basierten, erlitten damals massive Verluste. CLOs unterscheiden sich zwar deutlich, da hinter den Krediten große Unternehmen aus einer Vielzahl von Branchen stehen, trotzdem schrecken viele Anleger vor dieser Wertpapiergattung zurück.

Zum relativ hohen Zinsaufschlag trägt auch die Komplexität des CLO-Marktes bei: „Eine CLO-Struktur hat mehrere Parameter“, sagt Lupus Alpha-Manager Adam. „Ich kann nicht pauschal behaupten, dass 110 Basispunkte Spread für ein AAA-Rating attraktiv sind, wenn ich nicht weiß, ob ich diesen Spread nur für anderthalb bis zwei

Jahre erhalte oder im besten Fall für sieben Jahre.“ Optionalitäten wie vorgezogene Rückzahlungen lassen sich statistisch nur näherungsweise modellieren. Hinzu kommt, dass der Markt stark fragmentiert ist und es Expertise und Ressourcen braucht, um die zugrunde liegenden Portfolios zu bewerten. All das treibt den Zinsaufschlag der Konstruktion nach oben.

### Euro-Zusatzsicherung

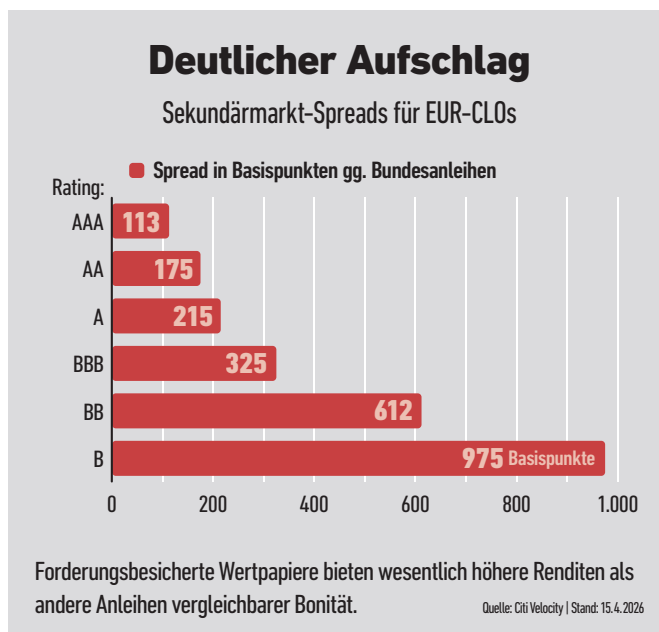
Das weltweit ausstehende Volumen an CLOs liegt bei rund 1,4 Billionen US-Dollar, sagt Steve Page von Barings. Davon stehe der US-Markt für etwa eine Billion Dollar und der Euro-Markt für 300 bis 350 Milliarden Dollar. Zum Vergleich: Der US-Hochzinsanleihenmarkt kommt auf etwa 1,4 Billionen Dollar. „Gerade der europäische CLO-Markt zeigt ein bemerkenswert dynamisches Wachstum“, berichtet Page. Die Emissionstätigkeit sei in den vergangenen Jahren deutlich rascher gestiegen als in den USA – ein Trend, der sich seiner Meinung nach fortsetzen dürfte. Europäische CLOs gelten aufgrund einer regulatorischen Besonderheit als besonders robust: Hier muss der CLO-Manager, nicht zu verwechseln



**Steve Page**, Barings: „Gerade der europäische CLO-Markt zeigt ein bemerkenswert dynamisches Wachstum.“

mit dem Fondsmanager, mindestens fünf Prozent des CLO-Volumens selbst investieren – und zwar in den untersten, risikotragenden Tranchen. „Der Manager trägt also häufig die Hälfte der First-Loss-Tranche“, betont Adam. Er hält das für ein sinnvolles Instrument: „Die Manager schauen schon, dass sie nicht ihr eigenes Geld vernichten.“ In den USA wurde eine entsprechende Vorgabe unter der Trump-Regierung wieder zurückgenommen.

Lupus Alpha lancierte 2015 den ersten CLO-Publikumsfonds in Deutschland, seit Kurzem kommen zudem immer mehr aktive CLO-ETFs auf den Markt. Den Anfang machte Fair Oaks 2024, kurze Zeit später folgte Janus Henderson. Inzwischen sind auch Fonds und ETFs auf BBB-CLOs verfügbar, die ein höheres Ertragspotenzial haben, allerdings bei entsprechend größerem Risiko. Die Fonds und ETFs investieren ihrerseits in der Regel in 40 bis



60 Einzel-CLOs, hinter denen wiederum jeweils rund 200 Einzelkredite stehen.

Letztlich ist aber klar: Ein CLO-Fonds verpackt potenziell illiquide Einzelkredite in ein liquides Anlageprodukt – das kann Probleme bereiten. Sollten in einer Stresssituation viele Anleger gleichzeitig ihre Fondsanteile zurückgeben, kann der Markt austrocknen und die CLO-Kurse zeitweise abstürzen lassen. Das Risiko ist bei den höheren Tranchen wie AAA und AA zwar eher theoretisch, dennoch hat etwa Lupus Alpha in den eigenen Fonds bereits vor Inkrafttreten der neuen Liquiditätsregeln (siehe Seite 402) eine Zehntagesfrist für die Rückgabe von Fondsanteilen eingeführt.

### Rückenwind

Doch momentan profitieren CLOs von regulatorischem Rückenwind. Unter Solvency II waren sie für Versicherer lange Zeit fast nicht investierbar. Mit der geplanten Reform des Regelwerks dürften die Kapitalanforderungen für AAA-CLOs ab Januar 2027 aber deutlich senken. Die kapitalstarken Versicherer könnten dann wesentlich einfacher investieren und für massive Zuflüsse sorgen: „Seit die Reform sich abzeichnet, interessieren sich auch viele kleine Versicherungen für CLOs“, berichtet Lupus-Alpha-Experte Adam.

Für Investoren können CLO-Fonds eine Alternative zu Geldmarktfonds oder auch kurzlaufenden Unternehmensanleihen



**»CLOs sind ein strategischer Bestandteil festverzinslicher Portfolios.«**

**Denis Struc, Janus Henderson**

bieten. Die variable Verzinsung hat einen weiteren Vorteil: Im Gegensatz zu langlaufenden Anleihen hat ein CLO quasi kein Zinsänderungsrisiko, wenn etwa die Zinsen am Kapitalmarkt steigen. Im Gegenteil: Sollte die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen irgendwann erhöhen, profitieren CLO-Investoren relativ direkt über den steigenden Euribor-Satz. „Hochwertige CLO-Tranchen können das Durationsrisiko mindern und die Rendite erhalten“, sagt auch Denis Struc, Portfolio-

manager bei Janus Henderson: „Damit sind sie ein strategischer Bestandteil widerstandsfähiger festverzinslicher Portfolios.“

Mit der Irankrise sind die Spreads bei CLOs wie auch Unternehmensanleihen zwar kurzfristig gestiegen, historisch betrachtet sind sie aber weiter sehr gering. Doch auch vom absoluten Tiefpunkt von 2018 sind sie ein ganzes Stück entfernt: Damals lag der Spread bei AAA-CLOs bei 60 bis 70 Basispunkten. Mit CLOs könnten Anleger auch in einer Phase besser aufgestellt sein, wenn es an den Märkten für Unternehmensanleihen und Direktfinanzierungen ungemütlich wird, glaubt Lupus-Alpha-Experte Adam. Gerade diese Sorge geht momentan am Markt um. Doch selbst wenn die Zahlungsausfälle im Unternehmenssektor leicht steigen, dürften die Auswirkungen am Investment-Grade-CLO-Markt minimal bleiben: „Bei uns werden keine Ausfälle stattfinden“, ist Adam überzeugt. Bei konservativen CLOs mit A-Rating rechnet er mit Euribor plus 250 Basispunkten. Positiv blickt auch Moody's auf den Markt: Die Finanzierungsbedingungen dürften die Performance von CLOs weiter stärken.

Mit ihrem Risiko-Rendite-Profil und dem Rückenwind der Solvency-II-Reform scheinen CLOs bestens positioniert, um weiter an Bedeutung zu gewinnen. Vielleicht kommt es am Ende eben nicht nur auf den Inhalt an, sondern auch auf die richtige Verpackung. **JOCHEN HÄGELE** **FP**

## Forderungsbesicherte Wertpapiere im Fondsmantel

Fondsname	KVG	ISIN	Auflage	Volumen (in Mio. EUR)	Laufende Kosten (in %)	Performance p. a. in %		
						2026	1 Jahr	3 Jahre
Janus Henderson Tabula EUR AAA CLO UCITS ETF	Waystone	LU2941599081	18.12.24	413,4	0,25	0,64	3,8	–
Invesco Euro AAA CLO UCITS ETF	Invesco IM	IE000U7LIXH5	12.03.25	303,3	0,25	0,77	4,0	–
Lupus Alpha CLO High Quality Invest A	Lupus Alpha	DE000A1XDX38	01.07.15	223,4	0,70	0,55	5,1	7,2
State Street Blackstone Euro AAA CLO UCITS ETF	State Street	IE000VU9AUN9	23.09.25	174,0	0,25	0,71	3,6	–
UBS EUR AAA CLO UCITS ETF	UBS AM	LU3028243122	01.07.25	155,0	0,30	-0,11	–	–
Fair Oaks AAA CLO Fund UCITS ETF	Waystone	LU2785470191	23.10.25	125,6	0,35	0,46	–	–
Lupus Alpha CLO High Yield Invest	Lupus Alpha	DE000A3DD2U8	15.12.25	52,3	0,70	-0,69	–	–

Ausgewählte Publikumsfonds mit CLOs, sortiert nach Fondsvolumen

Quelle: Morningstar, FONDS professionell | Stand: 20.4.2026