



„CLOs sind keine Krisenvehikel, sondern robuste Kreditinstrumente“

25. Juli 2025 Ali Masarwah

Das Interview ist erschienen auf envestor.de

Viele Anleger verbinden mit CLOs die toxischen strukturierten Anleihen aus der Zeit der Finanzkrise. Im Interview erläutert CLO-Fondsmanager Dr. Klaus Ripper von Lupus alpha, warum das ein Missverständnis ist – und warum das **Kreditinstrument CLO** mehr als nur eine Kreditprämie liefert.

Nach unserer Einführung in die Welt der strukturierten Kredite steigen wir im Werkstattgespräch mit Fondsmanager Dr. Klaus Ripper (Lupus alpha) tief ein in die Welt des Kreditinstruments CLO. Wie hoch ist deren Risiko, warum sind die Ausfälle so niedrig -und warum CLOs mehr als nur die Kreditprämie bieten.

Ali Masarwah, invester: Herr Dr. Ripper, nehmen wir an, Sie müssten einem potenziellen Anleger CLOs, in wenigen Sätzen schmackhaft machen. Was wäre Ihr Elevator Pitch?

Dr. Klaus Ripper, Lupus alpha: CLO-Fonds basieren auf unterschiedlichen Prämien: Es gibt einen Zinsaufschlag für das Kreditrisiko, wobei die variablen Zinsen vor Zinsrisiken schützen. Dann gibt es eine Illiquiditätsprämie, weil CLOs weniger gut handelbar sind als Staatsanleihen. Außerdem gibt es eine Art Komplexitätsprämie – die Analyse der Wasserfallstruktur von CLOs ist anspruchsvoll, und viele Anleger scheuen auch deshalb vor CLOs zurück.

Spätestens jetzt bringt der Anleger das Risiko ins Spiel. Viele mögen nichts über CLOs wissen, aber dass CDOs die Massenvernichtungswaffen der Finanzkrise waren, schon, und unterscheiden sich CLOs von CDOs nicht nur durch einen Buchstaben?

Ich verstehe die Vorbehalte, weil das 08/15-Bild von CLOs immer noch von der Finanzkrise geprägt ist. Aber der Unterschied ist fundamental: CLOs bündeln heute verzinsliche, erstrangig besicherte Unternehmenskredite, in der Regel mit variabler Verzinsung, und verfügen über starke Schutzmechanismen. Die Strukturen funktionieren. Die Ausfallraten – speziell bei Investment Grade – sind nahezu null. Das ist eine ganz andere Liga als damals bei den Collateralized Debt Obligations. Diese hatten als Basis nicht werthaltige Immobilien schwacher Schuldner. CLOs sind heute eben kein Krisenvehikel, sondern robuste Instrumente für professionelle Kreditinvestoren.

Welche Renditen können Anleger erwarten?

CLOs bieten meist bessere Renditen als vergleichbare Unternehmensanleihen. Bei unserem Lupus alpha High Quality Invest peilen wir etwa zwei Prozentpunkte nach Kosten über dem

Geldmarkt an, bei unserem High Yield Fonds, den wir im Mai 2025 aufgelegt haben, werden es deutlich mehr sein – hier bekommen Anleger ein sportlicheres Risiko-Rendite-Profil von fünf Prozent und mehr über dem Geldmarkt.

Allerdings dann auch zu deutlich höheren Risiken ...

Ja, wobei diese im Ergebnis absolut im Rahmen bleiben. Während der Verwerfungen 2020 lag der maximale Verlust, auch Drawdown genannt, beim Lupus alpha CLO High Quality bei etwa 15 Prozent. Die Performance für das Kalenderjahr 2020 war am Ende jedoch mit 3,8% deutlich positiv. Beim Lupus alpha CLO High Yield könnte der Drawdown laut unseren Berechnungen bei bis zu 30 Prozent liegen. Allerdings geben die bloßen Zahlen über Drawdowns meiner Meinung nach nicht die Risiken wieder, mit denen Anleger konfrontiert sind.

Inwiefern?

Die Drawdown-Zahlen überzeichnen das tatsächliche Risiko. Grund dafür ist das Recovery-Tempo. Das ist bei CLOs ziemlich schnell, das hat sich gerade nach der Corona-Krise gezeigt. Die Preise von CLO Tranchen mit einem Rating von A sind zu Beginn der Krise zunächst kräftig gefallen, auf 85%, die von BBB auf 75%, aber das waren vor allem Buchverluste. Sobald sich der Markt stabilisierte und die Unternehmen durch Hilfen oder wirtschaftliche Erholung wieder steigende Umsätze sahen, erholten sich auch die Kurse der Loans deutlich. Durch die Wasserfallstruktur der CLOs profitierten davon zuerst die Senior-Tranchen mit dem höchsten Rating und dann die CLO-Tranchen mit einem niedrigeren Rating. Die Kurse sind im Ergebnis frühzeitig angezogen, übrigens deutlich schneller als bei vergleichbaren High-Yield-Anleihen oder erst recht als bei Aktien. Die Struktur der CLOs hat bisher in Krisenzeiten sehr gut funktioniert; die Erholung verläuft bei Marktvolatilitäten im Vergleich zu anderen Unternehmensanleihen einfach flotter.

„In den einzelnen CLOs kann auch einmal ein einzelner Loan ausfallen. Entscheidend für den Anleger ist aber am Ende, dass in Europa seit 2009 auf Ebene des ganzen CLOs kein Default stattfand“

Dr. Klaus Ripper, Lupus alpha

Einer der typischen Aussagen von CLO-Managern ist, dass es seit der neuen Generation von CLOs, die ab 2009 strikter reguliert werden, keine Ausfälle auf im Investment Grade Bereich eines CLOs gab. Das klingt so ein bisschen nach Anlegerwunderland. Aber auf der Ebene der einzelnen Tranchen durchaus.

Ja, in den einzelnen CLOs kann auch einmal ein einzelner Loan ausfallen. Entscheidend für den Anleger ist aber am Ende, dass auf Ebene des ganzen CLOs kein Default stattfand. Investment-Grade-Tranchen, also das Top-Risiko-Layer, waren in Europa seit 2009 extrem robust. Bei „AAA“ bis zu „A“ – das wird auch von den Agenturen immer wieder bestätigt – ist das Ausfallrisiko historisch minimal. Das ist eine ganz andere Liga als High Yields oder die alten CDOs aus der Finanzkrise. Erst wenn Sie in der Rating-Struktur heruntergehen Richtung Single B, also in die unteren Tranchen oder eben Equity, sieht das anders aus. Da gab es temporär ausgefallene Zahlungen oder dauerhafte Verluste in Stressphasen

Dann ist es schon erstaunlich, dass gerade die High-Yield-Tranchen, also die Kredite über der Equity-Tranche, so hohe Renditen bringen, wenn die Ausfallquote deutlich niedriger ist als bei Hochzinsanleihen, wo die Ausfallraten im CCC-Bereich bei über zehn Prozent liegen.

Sie haben das Wort Anlegerwunderland eben verwendet. Das sind CLOs eindeutig nicht. Anleger in CLOs bekommen – wie erwähnt – Prämien, die sie für das eingegangene Risiko entschädigen. Das ist also keine Hexerei. Das Rating unseres High Yield CLO Fonds liegt im Durchschnitt bei BB und damit deutlich besser als Hochzinsanleihen. Diese bessere Bonität ist auch der Grund für die geringeren Ausfallraten, bei vergleichbarer Rendite.

Zu Ihnen als Manager eines CLO-Fonds. Funktional sind Sie also ein Dachfondsmanager, der in verschiedene CLOs investiert und hier auch aktiv handelt?

Ja, das trifft es ganz gut. Wir gehen bei unserem Auswahlprozess zweistufig vor: Erstens prüfen wir jeden CLO-Manager und investieren nur bei ausreichend langem Track Record – mindestens drei Jahre –, damit wir die Leistung des Managers in verschiedene Marktphasen auswerten können. Wir analysieren nicht nur Ausfallquoten, sondern vor allem auch den Umgang mit Problemkrediten und wie effizient ein Manager Verluste begrenzen kann, zum Beispiel durch kluges Verkaufen der problematischen Loans vor Ausfällen. Zweitens screenen wir das Portfolio: Bei Investment-Grade-Tranchen mit gutem Rating ist die Analyse weniger aufwendig, weil sie bisher historisch kaum Verluste gezeigt haben. Bei risikoreicheren Tranchen, gerade im High-Yield- und Equity-Bereich, erfordert die Manager- und Strukturprüfung deutlich mehr Zeit. Neue oder unerprobte Manager meiden wir bewusst. Bei Ausfallhäufungen im Loan-Portfolio passen wir die Allokation entsprechend an und prüfen die Manager hinsichtlich deren Reaktionsfähigkeit.

Wie tief steigen Sie bei der Analyse ein? Verlassen Sie sich auf die CLO-Manager oder schauen Sie bei jedem CLO individuell ins Portfolio?

Wir analysieren jeden CLO-Manager im Detail: Track Record, Teamwechsel, Ausfallraten in Stressphasen und auch, wie Verluste im Portfolio gemanagt und realisiert werden – . Je risikoreicher die Tranche, desto intensiver prüfen wir. Bei Triple-A-Tranchen reicht oft eine einfachere Analyse aus, aber insgesamt investieren wir nur bei Managern mit mindestens drei Jahren nachweisbarer Erfahrung.

Wie gehen Sie mit Liquiditätsrisiken um, vor allem bei Marktturbulenzen?

Wir arbeiten mit Kündigungsfristen. Bei unseren CLO Equity Notes sind es neunzig Tage, bei unseren beiden CLO-Publikumsfonds reicht eine Kündigungsfrist von zehn Tagen. Das schützt alle Anleger in den Produkten, weil wir im Stress nicht zu ungünstigen Preisen verkaufen müssen. Wir verkaufen in der Regel CLO-Tranchen von ein bis fünf Millionen Euro im Auktionsverfahren über Investmentbanken. Bei normalen Marktverhältnissen gibt es keine Liquiditätsprobleme. Kommt es aber zu größeren Abflüssen oder gibt es starke Turbulenzen am Markt, greifen spezielle Vorkehrungen. In extremen Stressfällen könnten wir – wie gesetzlich erlaubt – Rückgaben auf Fondsebene vorübergehend aussetzen, um den Substanzschutz für Bestandshalter sicherzustellen. Das ist ein wichtiges Element unseres Risikomanagements – das hoffentlich nie in der Praxis relevant werden wird.

„Die Governance bei CLOs hat sich in den letzten Jahren teils verschlechtert, das beobachten wir kritisch. Ändern sich regulatorische Standards oder das Marktverhalten erkennbar, führt das bei uns zu Anpassungen“

Dr. Klaus Ripper

Wir haben viel über die historische Bilanz von CLOs gesprochen. Wie sehen Sie das aktuelle Marktumfeld und die Risiken von Unternehmensinsolvenzen?

Aktuell sehen wir in Europa wieder leicht steigende Unternehmensinsolvenzen, insbesondere in Sektoren wie Chemie oder handelsnahen Dienstleistungen. Dennoch sind die Ausfälle bei CLOs deutlich geringer als bei Unternehmensanleihen. Kühlt sich die Wirtschaft ab, spüren wir das bei CLOs meist zeitverzögert, weil Kreditausfälle erst am Ende eines Konjunkturzyklus ansteigen. In den USA ist die Ausfallquote aktuell höher, nicht zuletzt wegen der Sektorgewichtung – beispielsweise Öl und Retail. Ein gutes CLO-Portfolio absorbiert solche Risiken durch Diversifikation über Sektoren, Manager und Tranchen. Wir achten daher sehr stark auf ein gut diversifiziertes Portfolio. Eine temporär höhere Ausfallrate ist aber Teil des Kreditgeschäfts – und der vereinnahmten Risikoprämie.

CLOs sind sehr komplex und mitunter auch für Profis schwer zu analysieren. Welche Rolle spielen Kreditdokumentation und Governance bei der Auswahl eines CLOs?

Die Qualität der Kreditdokumentation ist zentral. Wir meiden Strukturen mit zu hoher Bondquote, weil das das Risiko unnötig erhöht. Außerdem achten wir auf die Einhaltung von Covenants, das sind Regelwerke für CLO-Manager. Relevant sind auch Laufzeitverlängerungen der CLO-Struktur, die einzelne Manager einsetzen können, um einzelne Kredite länger im Portfolio zu halten – all das wird transparent analysiert. Die Governance hat sich in den letzten Jahren teils verschlechtert, das beobachten wir kritisch. Ändern sich regulatorische Standards oder das Marktverhalten erkennbar, führt das bei uns zu Anpassungen.

Wie ist Ihre Bilanz beim Timing von Konjunkturzyklen und Sektorrotationen? Im Nachhinein weiß jeder, wie der Zyklus verlaufen ist – eine punktgenaue Timing-Strategie gibt es praktisch nicht ...

Wir haben nicht den Anspruch, Market-Timing zu machen. Entscheidend ist, flexibel auf Frühwarnzeichen zu reagieren und das Portfolio laufend neu zu justieren. Bei sich abzeichnenden Konjunkturabschwüngen erhöhen wir defensive Allokationen, senken die Quote schlechterer Ratings und vermeiden Klumpenrisiken. Die Stichhaltigkeit unserer Analysen überprüfen wir regelmäßig, auch im Vergleich zu den Markterwartungen und tatsächlichen Ausfallraten. Außerdem zählen wir unsere Fonds – das gilt auch für den Lupus alpha CLO High Yield Invest – zu den eher konservativeren Produkten. In letzterem setzen wir zur Zeit 75 Prozent des Fondsvermögens auf BB-Tranchen; B-Tranchen machen nur 25 Prozent aus.

Herr Dr. Ripper, vielen Dank für das Gespräch.

Autor



Ali Masarwah

Ali Masarwah ist Fondsanalyst und Geschäftsführer von envestor. Er beschäftigt sich seit über 20 Jahren mit Fonds und ETFs, zuletzt als Analyst beim Research-Haus Morningstar.