



**CLOs bieten Zugang  
zum Markt für  
Unternehmenskredite**

**Bonitätsstarke CLOs verbinden hohe Rendite mit hoher Sicherheit, denn sie enthalten dutzende Kredite solider Unternehmen mit bekannten Marken. Mit Schwankungen müssen Investoren aber rechnen. Um mehr zu erzielen als die Rendite sicherer Staatsanleihen, müssen Investoren in riskantere Unternehmens- und High-Yield-Anleihen investieren. Glauben sie.**

Für viele Kapitalanleger stellen diese Segmente in schwierigerem konjunkturellem Fahrwasser jedoch noch kein geeignetes Investment dar. Denn angesichts des Risikos potenzieller Defaults sind die höheren Renditen nur ein schwacher Trost. Bonitätsstarke CLOs dagegen verbinden hohe Rendite mit hoher Sicherheit und bieten sich damit als Alternative an.

CLOs sind Portfolios, die 100 bis 120 erstrangig besicherte Unternehmenskredite (Loans) verwalten. Aktuell zeichnen sie sich im europäischen Investment-Grade-Segment durch drei wesentliche Merkmale aus. Erstens: Sie bieten auf Sicht der kommenden Jahre eine hervorragende Rendite. Zweitens: Sie bieten ihren Investoren selbst in einer Rezession ein hohes Maß an Sicherheit. Und drittens: Investieren sollte nur, wer während Kapitalmarkturbulenzen deutliche Kursabschläge aushält – ganz im Wissen, dass das eingesetzte Kapital zum Ende der Laufzeit nach aller Erfahrung immer zu 100 % zurückgezahlt wird.

Zur Verzinsung: Dank ihres variablen und an den Euribor gekoppelten Kupons ist dieser im aktuellen Zinsanhebungszyklus der EZB auf etwa 3,90 % mitgewachsen. Für Investoren, die bereits investiert waren, hatte das einen angenehmen weiteren Effekt: ein nahezu nicht vorhandenes Durationsrisiko. Zum Kupon kommt die Kreditrisikoprämie hinzu, die sich derzeit bei etwa 3,20 % bewegt. Damit liegt der laufende Ertrag in Summe bei runden 7 %. Rechnet man noch ein gewisses Aufholpotenzial aus vergangenen Kursabschlägen hinzu, lassen diese Papiere in den nächsten zwei Jahren eher mehr erwarten. Das ist bemerkenswert, wenn man bedenkt, dass vergleichbare Rentenanlagen mit ähnlicher Bonität oder Sicherheit zur Zeit nicht einmal die Hälfte bieten können.



**Allerdings hängt der Erfolg eines CLO-Investments erheblich vom Marktzugang, der Marktkennntnis und der Erfahrung des Investors ab.**

## Rating gleich, Rendite höher

Interessant ist, dass die CLO-Spreads auch strukturell höher sind als bei Unternehmensanleihen. Auf den ersten Blick ließe sich vermuten, dass es sich dabei lediglich um eine temporäre Anomalie handelt. Bei genauerer Betrachtung erkennt man jedoch, dass diese Differenz nachhaltig besteht. Mit einem CLO-Investment mit vergleichbarem Rating lässt sich also nicht nur jetzt, sondern dauerhaft eine höhere Rendite erzielen.

Damit kommen wir zur Sicherheit: Zunächst tragen dazu die Unternehmen bei, deren Kredite in den CLOs verwaltet werden. Das sind vielfach Konzerne mit Milliardenumsätzen. Ihre Namen kennt man oft sogar, wie etwa beim Generikahersteller Stada, der Parfümeriekette Douglas oder der Uhrenmarke Breitling. Häufig aber auch nicht. Die EG Group zum Beispiel? Sie betreibt unter anderem die Esso-Tankstellen in Deutschland. Und die Sigma Holdco ist eher bekannt für ihre Margarineprodukte Rama und Becel. Ob Software, Netzinfrastruktur, Telekommunikation oder Sicherheitstechnik – CLOs erschließen ihren Investoren den Zugang zum nicht öffentlichen Markt für Unternehmenskredite und damit einen Teil der europäischen Wertschöpfung, der meist nicht am Aktienmarkt repräsentiert ist. Sie tragen zudem zur Finanzierung dieser Unternehmen bei und erfüllen damit eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Dabei gewährleisten Vorgaben seitens der Ratingagenturen eine hohe Diversifizierung durch die Beschränkung einzelner Branchen und Emittenten.

## Noch nie Verluste im Investment Grade

Doch wie sieht es mit einer möglichen Rezession aus? Aktuell bewegen sich die Ausfallraten für europäische Loans, wie sie in CLOs verwaltet werden, mit knapp 2 % zwar auf niedrigem Niveau. Doch die Ratingagenturen Fitch und Moody's schätzen, dass diese Quote 2024 auf 4 bis 5 % steigen dürfte. Was für High-Yield-Anleihen zum Problem werden könnte, ist



**Autorin: Stamatia Hagenstein**  
Portfolio Management CLO  
Lupus alpha



**Autor: Norbert Adam**  
Portfolio Management CLO  
Lupus alpha

für bonitätsstarke CLOs kein Grund zur Sorge: Rückblickend hat es im Investment-Grade-Bereich in Europa seit Ende der 1990er Jahre und selbst in der Finanzmarktkrise noch nie eine Verlustquote bei CLOs gegeben, obwohl die Ausfallraten europäischer Loans damals auf bis zu 16 % hochschnellten. In der Eurokrise zeigte sich erneut, dass CLOs im Investment-Grade-Bereich keinerlei Verluste zu verzeichnen hatten – trotz hoher Kreditausfälle von bis zu 8 % bei den Loans.

Aber auch vorausblickend ist die Wahrscheinlichkeit von Ausfällen äußerst gering. Denn die in CLOs vertretenen Unternehmen haben ein nominales Umsatzwachstum, das im Durchschnitt über der Inflationsrate liegt. Ein Margenproblem und damit ein fundamental hohes Risiko existiert bei ihnen selbst in einer offiziell ausgewiesenen Rezession nicht. Zudem ist eine milde Rezession in den Kursen am Credit-Markt längst eingepreist. Selbst im Fall eines tieferen Wirtschaftswachstums profitieren Investment-Grade-Investoren von vielen Sicherheitsmechanismen, die Zinszahlungen und Tilgung gewährleisten. So dienen ihnen CLO-Emissionen unterhalb des Investment Grades als Sicherheitspuffer, bevor mögliche Zins- oder Kreditausfälle den Investment-Grade-Bereich überhaupt erreichen. Über Kreditausfälle in einer möglichen Rezession müssen sich Investoren von Investment-Grade-CLOs also keine Sorgen machen.

## **Marktstress aushalten wird belohnt**

Allerdings hängt der Erfolg eines CLO-Investments erheblich vom Marktzugang, der Marktkenntnis und der Erfahrung des

Investors ab. Gerade Neuinvestoren stehen vor erheblichen Markteintrittsbarrieren wie dem Zugang zu den besten CLOs, sehr hohen Mindestanlagen oder dem Handel über spezielle Marktplätze. CLOs verlangen ein aktives Management, denn eine Buy-and-Hold-Strategie führt mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht zum gewünschten Renditeziel. Für die meisten Investoren, die diese Voraussetzungen nicht mitbringen, ist der Erwerb von CLO-Portfolios über aktiv gemanagte, diversifizierte Anlagelösungen wie Publikumsfonds oder Spezialfondsmandate erfolversprechender.

Bleibt die Volatilität: CLO-Investoren müssen bei zwischenzeitlich starken Marktbewegungen hohe Kursabschläge akzeptieren – das ist ihr Preis für die erwartbar hohe Rendite. Wenn die Spreads von High-Yield-Anleihen aufgrund eines marktrelevanten Ereignisses in die Höhe schnellen und Aktien spiegelbildlich fallen, bleibt davon auch der CLO-Markt unberührt. Diese Kursbewegung ist jedoch rein liquiditätsgetrieben – wenn alles abverkauft wird, trifft es auch die CLOs. Mit der Werthaltigkeit und Qualität der in ihnen enthaltenen Loans hat dies nichts zu tun. Jüngstes Beispiel: Nachdem ihre Kurse im Zuge der Ukraine Krise 2022 stark gefallen waren, waren die Wertaufholung und die Kuponerträge so groß, dass die Verluste jetzt schon wieder mehr als ausgeglichen sind. Entsprechend haben sich derartige Marktphasen in der Vergangenheit immer auch als gute Gelegenheit erwiesen, einen CLO-Bestand im Portfolio noch weiter aufzustocken und die folgende Wertaufholung mitzunehmen. Das erhöht die Rendite zusätzlich. Denn, wie bereits eingangs erwähnt, zurückgezahlt werden Investment-Grade-CLOs immer. Zu 100 %.