

DAS INVESTMENT

STAMATIA HAGENSTEIN ÜBER CLOS

„Wir können eine Finanzmarktkrise viermal aushalten“



Stamatia Hagenstein ist Portfoliomanagerin bei Lupus Alpha | Foto: Lupus Alpha

„Der breite Markt versteht CLOs nicht“, sagt Stamatia Hagenstein. Die Lupus-Alpha-Managerin erklärt, wie das CLO-Team des Asset Managers selbst vier Finanzkrisen überstehen würde.

Kaum eine Anlageklasse hat unter der Finanzkrise 2008 so stark gelitten wie Asset Backed Securities (ABS). Doch während viele Anleger noch immer einen Bogen um strukturierte Produkte machen, sieht Stamatia Hagenstein von Lupus alpha gerade bei CLOs (Collateralized Loan Obligations) große Chancen. Im Interview erklärt sie, warum die Anlageklasse heute viel sicherer ist als früher, wie das Lupus-Alpha-Team auch in Krisenzeiten einen kühlen Kopf bewahrt und weshalb selbst modernste KI-Systeme bei der Analyse noch an ihre Grenzen stoßen.

DAS INVESTMENT: Frau Hagenstein, CLOs gelten als komplexe Anlageklasse. Selbst erfahrene Anleger tun sich manchmal schwer damit. Wie erklären Sie einem Skeptiker in wenigen Sätzen, worum es geht?

Stamatia Hagenstein: CLOs, also Collateralized Loan Obligations, sind im Kern eigentlich recht einfach: Wir bündeln gesicherte Unternehmenskredite in einem Portfolio und strukturieren die Cash-flows in verschiedene Tranchen – von Triple A bis Single B. Jede Tranche hat ein eigenes Rating und eine definierte Laufzeit. Das Besondere ist die Wasserfall-Struktur: Zinsen und Rückzahlungen fließen zuerst an die Triple-A-Investoren, dann kaskadenartig nach unten. Ganz unten steht die Equity-Tranche mit eigenkapitalähnlichem Risikoprofil. Das bedeutet: Läuft alles gut, profitiert besonders der Equity-Investor. Gibt es aber Ausfälle im Portfolio, trifft es zuerst ihn.

DAS INVESTMENT



Wie ordnet man CLOs am besten in ein Portfolio ein?

Hagenstein: Wir sehen sie als wichtigen Baustein für jedes Fixed-Income-Portfolio. Regulatorisch dürfen institutionelle Anleger ohnehin nur unter 10 Prozent in der ABS-Quote halten. Die konkrete Gewichtung hängt dann von der Risikotoleranz ab. Als Orientierung: Eine Triple-A-Tranche verhält sich in etwa wie ein Investment-Grade-Corporate-Bond-Portfolio, die Tranchen bis Triple B schwanken wie ein High-Yield-Mandat. Im High-Yield-Bereich sehen wir aktienähnliche Volatilität – aber eben auch entsprechende Renditechancen.

Apropos Renditen - die waren in den letzten Jahren außergewöhnlich gut. Zu gut, um wahr zu sein?

Hagenstein: Nein, die Renditen sind fundamental gut erklärbar. Wir haben zwei Komponenten: Den risikolosen Zins, bei uns der 3-Monats-Euribor, plus eine Kreditprämie. Im Investment-Grade-Bereich liegt diese Prämie über längere Zeiträume bei etwa 3,5 Prozent über dem Geldmarktzins. Im vergangenen Jahr konnten wir so über 11 Prozent erreichen, für 2024 liegen wir Ende November bei rund 8 Prozent. Aktuell halten wir für den Investment-Grade-Bereich Renditen zwischen 5 und 6 Prozent für realistisch.

Das klingt verlockend. Aber viele Anleger haben noch die Finanzkrise 2008 im Hinterkopf, als strukturierte Produkte massiv unter Druck gerieten...

Hagenstein: Dieser Vergleich hinkt. Europäische CLOs hatten selbst während der Finanzkrise bis zum Triple-B-Bereich keine Ausfälle – alle Strukturen, die vor der Finanzmarktkrise emittiert wurden, sind zurückgezahlt worden. Das sah bei US-amerikanischen CLOs ganz anders aus. Trotzdem hat die Regulierung in Europa deutlich nachgeschärft: Manager müssen heute mindestens 5 Prozent jeder Struktur selbst halten, das schafft gleichgerichtete Interessen. Zusätzlich wurden die Sicherheitspuffer für jede Tranche erhöht. Die Strukturen sind heute also viel robuster aufgestellt als damals.

DAS INVESTMENT

Sie arbeiten seit 20 Jahren als Team zusammen, seit 2015 sind Sie bei Lupus alpha tätig. Was war rückblickend Ihre wichtigste Erkenntnis?

Hagenstein: Wir haben als Kreditanalysten angefangen und uns dann zunehmend für CLOs interessiert. Die prägendste Phase war definitiv die Finanzkrise. Als damals noch junge Analystin verstand ich nicht, warum der Markt diese Papiere so niedrig bewertete, obwohl sie fundamental solide waren. Ich dachte: Entweder versteht es der Markt nicht, oder ich mache etwas falsch. Nach vielen Analysen wurde klar: Die Papiere sind werthaltig – man muss nur bereit sein, temporäre Schwankungen auszuhalten.

Wie gehen Sie heute mit solchen Stressperioden um?

Hagenstein: Es hilft enorm, dass wir zu viert sind. Es ist immer einer im Team dabei, der etwas skeptischer auf die Dinge blickt, während ein anderer optimistischer ist. Am Ende zählen die Fakten: Vor jedem Investment testen wir extreme Szenarien. Eine Investment-Grade-Tranche muss zum Beispiel 10 Prozent Ausfälle pro Jahr verkraften können, bevor wir investieren. Diese systematische Herangehensweise gibt Sicherheit.

Apropos Sicherheit – wie robust sind CLOs heute gegenüber einer möglichen Rezession mit steigenden Unternehmenspleiten?

Hagenstein: Sehr robust. Ein CLO mit Investment-Grade-Rating bis Triple B könnte vier Mal eine Finanzkrise aushalten, ohne dass der Investor einen Ausfall erleidet. Das unterscheidet uns fundamental von klassischen High-Yield-Mandaten, wo Ausfälle sofort die Rendite schmälern. In wirtschaftlich unsicheren Zeiten sind CLOs daher das Produkt der Wahl.

Lupus Alpha gilt als einer der führenden CLO-Manager in Deutschland. Was unterscheidet Ihren Ansatz von anderen?

Hagenstein: Zwei Dinge sind entscheidend: unsere Struktur und unsere Erfahrung, und zwar in dieser Reihenfolge. Wir kommen vom klassischen Portfoliomanagement und beziehen immer auch die Makro-Perspektive ein. Viele Marktteilnehmer fokussieren sich sehr stark auf Details, was auch wichtig ist. Aber man muss auch das große Bild im Blick haben: Was bedeutet ein Trump-Sieg? Wie wirken sich Zinsänderungen aus? Diese Kombination aus Detailanalyse und makroökonomischem Blick hat uns oft erfolgreicher gemacht.

Wie sieht denn ein typischer Arbeitstag in Ihrem Team aus?

Hagenstein: Erst mal Kaffee trinken! (lacht) Aber im Ernst: Wir haben wöchentliche Investmentkomitees, die oft auch täglich stattfinden. Jeder im Team ist für alles zuständig, hat aber gleichzeitig seine Spezialgebiete. Zwei Kollegen fokussieren sich stark auf volkswirtschaftliche Analysen, während andere mehr den Kontakt zum Markt und zu den CLO-Managern pflegen. Bevor wir in einen CLO investieren, durchläuft dieser einen rigiden Prozess. Der Manager muss uns zunächst einen detaillierten Fragenkatalog beantworten. Hochglanzbroschüren reichen uns nicht – wir wollen einen nachgewiesenen Track Record sehen.

DAS INVESTMENT

Das klingt nach viel Handarbeit. Kann man das nicht an künstliche Intelligenz auslagern?

Hagenstein: Der Hauptteil unserer Arbeit ist quantitativ geprägt. Wir haben verschiedene KI-Tools getestet, etwa für die Analyse von 300-seitigen Prospekten. Die Ergebnisse waren aber noch ernüchternd. Wir haben die Pro-Version mehrerer KI-Tools gekauft und sie mit 20 detaillierten Testfragen gefüttert. Keine KI hat auch nur drei Fragen korrekt beantwortet. Am Ende wurde dieser Prozess zum Zeitfresser, weil man ständig korrigierend eingreifen musste. Hier erfasst das menschliche Gehirn die komplexen Zusammenhänge einfach noch besser. Den Test werden wir aber regelmäßig wiederholen, weil KI-Systeme mit der Zeit deutlich besser werden dürften. Da wollen wir dranbleiben.

Bei all den Vorteilen, die Sie beschreiben – warum bleiben CLOs dann eine Nische?

Hagenstein: Das hat mehrere Gründe. Zum einen gibt es noch immer das „Schreckgespenst ABS“. Viele schrecken beim ersten Kontakt zurück, weil sie an die schlechten Erfahrungen mit amerikanischen Immobilien-ABS während der Finanzkrise denken. Ich sage immer: Packt aus, schaut was in einer Struktur drin ist – wenn man es versteht und es werthaltig ist, kann man es kaufen. Wenn nicht, lasst die Finger davon. Dazu kommen regulatorische Hürden: Versicherungen müssen für CLOs sehr viel Eigenkapital hinterlegen, das bremst die großen Institutionellen aus.

Wer sind denn typischerweise Ihre Investoren?

Hagenstein: Wir haben viele Family Offices, Stiftungen und andere nicht-regulierte Investoren. Auch kleinere Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungsanstalten sind dabei. Über unseren Publikumsfonds kann man übrigens schon ab 100 Euro einsteigen. Die ganz großen Versicherungen und Banken managen ihre CLO-Investments oft selbst, wenn sie die nötige Größe haben.

Blicken wir in die Zukunft: Wie schätzen Sie die Aussichten für 2025 ein?

Hagenstein: Das Umfeld für CLOs ist auch im nächsten Jahr unverändert gut. Wir erwarten weiterhin attraktive Renditen zwischen 5 und 6 Prozent im Investment-Grade-Bereich. Die wirtschaftliche Unsicherheit spielt CLOs sogar in die Karten, weil die Strukturen so robust sind. Mögliche Zinssenkungen fallen dank der variablen Verzinsung nicht ins Gewicht, anders dagegen bei Corporate Bonds. Investoren, die ihr Bond-Portfolio breiter aufstellen wollen, brauchen daher CLOs, auch im nächsten Jahr.