



**Schwer-
gewicht:**
CLOs locken
mit hohen
Renditen

Eine unterschätzte Alternative

Schon 2022 zeigten sich Collateralized Loan Obligations (CLO) wesentlich widerstandsfähiger als Staats- und Unternehmensanleihen. Und noch immer locken die verbrieften Unternehmenskredite mit kräftigen Renditeaufschlägen, niedrigem Risiko und Potenzial für Kursgewinne

Autor
Uli Kühn

Je kürzer die Restlaufzeit, desto weniger leiden Anleihen unter dem Durationseffekt. Am wenigsten leiden naturgemäß Renten mit variabler Verzinsung und einer Duration nahe null. Deutlich wurde dies im vergangenen Jahr an der Kursentwicklung der Collateralized Loan Obligations (CLO). Bei diesen Papieren passt sich der Zins alle drei Monate an das aktuelle Zinsniveau (etwa Euribor) an.

2022 war der variable Zins ein echter Segen für CLO-Investoren, blieben sie doch von allzu heftigen Verlusten verschont. CLO-Fonds wie der Lupus alpha CLO High Quality Invest beendeten das Jahr mit einem verhältnismäßig modera-

ten Minus von 5,7 Prozent. Festverzinsliche Anleihen verloren doppelt so viel.

In den nächsten Monaten und Jahren werden CLOs wohl nicht mehr so stark wie 2022 von ihrer Trumpfkarte „Variable Zinsen“ profitieren können. Dennoch werden die Kreditverbriefungen weiterhin vielen Anleihen die Schau stehlen, prognostizieren Marktkenner.

Mehr Rendite, weniger Risiko

„CLOs versprechen hohe Renditen bei überschaubaren Risiken, auch in wirtschaftlich herausforderndem Umfeld. Für unseren Fonds mit CLOs aus dem Investment-Grade-Segment rechnen wir mit jährlichen

Renditen von sechs bis sieben Prozent“, wirbt Norbert Adam, Fondsmanager des Lupus alpha CLO High Quality Invest.

„CLOs bleiben für uns die Anlagekategorie mit der höchsten Attraktivität, sowohl auf dem US- als auch auf dem europäischen Markt“, befindet Megan Messina, Head of CLO Capital Markets bei Oaktree Capital Management. Nach ihrer Auffassung haben diese Wertpapiere weiterhin viel zu bieten.

So seien vor allem die Renditeaufschläge der CLOs im Vergleich zu ähnlich bewerteten Hochzinsanleihen und fremdfinanzierten Krediten relativ groß – und dies, obwohl es bei CLOs eine größere

Vielfalt und robuste strukturelle Schutzmechanismen gebe.

„Interessanterweise lassen sich mit CLOs trotz ihres gegenüber Unternehmensanleihen geringeren Risikos strukturell höhere Renditen vereinnahmen“, bestätigt Adam. So lägen selbst die Spreads für europäische CLOs mit höchster Bonität (AAA) meist deutlich über den Spreads von Investment-Grade-Unternehmensanleihen.

Die Aufschläge sind in der Tat attraktiv. Europäische CLO-Neuemissionen mit AAA-Qualität locken mit einem Spread von rund 200 Basispunkten. Pfandbriefe bringen nur 17 Punkte Aufschlag. CLOs mit BBB-Rating kommen sogar mit rund 500 Basispunkten Renditezugabe daher. Damit bieten sie deutlich mehr als europäische High-Yield-Anleihen.

„Fundamental lässt sich die höhere CLO-Rendite nicht durch höhere Kreditrisiken begründen, eher mit einer Komplexitätsprämie: CLOs sind weniger bekannt als Anleihen und schwieriger zu analysieren und zu handeln“, erklärt Adam.

Gute Sicherheit

Hinzu kommt: Obwohl der globale CLO-Markt inzwischen auf ein Volumen von mehr als einer Billion Dollar angewachsen ist, scheuen sich viele Investoren noch immer vor Investments in diese Kreditverbriefungen. Schließlich standen Collateralized Debt Obligations (CDO), eine andere Form der Kreditverbriefung, im Zentrum der globalen Finanzkrise 2008.

Doch CLOs und CDOs sind nicht dasselbe, versichern Marktkenner. Bei CDOs werden hauptsächlich Subprime-Hypotheken verbrieft, die in der Finanzkrise massiv unter Druck gerieten. CLOs enthalten dagegen vorrangig besicherte Unternehmenskredite (Leveraged Loans), die „in den letzten zehn Jahren durchweg niedrigere Ausfallquoten und höhere Erlösquoten als unbesicherte hochverzinsliche Anleihen verzeichneten“, erklärt CLO-Investorin Messina.

Bei CLOs werden aus diesen Unternehmensdarlehen mehrere Tranchen mit unterschiedlichen Risiko- und Renditeniveaus erstellt. Erstrangige Tranchen haben die höchste Priorität in Bezug auf die Cashflows, die aus den zugrunde liegenden Krediten generiert werden. Nachran-

gige Tranchen werden erst nach vorrangigen Schuldverschreibungen bezahlt, profitieren aber von höheren Zinszahlungen.

Die unterste Tranche, als Eigenkapital (Equity) bezeichnet, erhält sämtliche Restzahlungen – aber erst, nachdem die erstrangigen und nachrangigen Tranchen ausbezahlt wurden. Sie hat das höchste Renditepotenzial, aber auch das größte Risiko, weil sie als erste die Verluste auf fängt, wenn Kredite im Portfolio ausfallen.

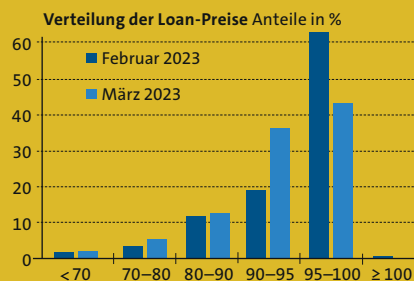
Gesunde Mischung

Das einer einzelnen CLO zugrunde liegende Portfolio ist stark diversifiziert und umfasst in der Regel 150 bis 500 Kreditnehmer. Aufgrund dieser Struktur zeigen sich CLOs nicht nur in Bezug auf das Zinsänderungsrisiko stark, sondern auch beim Ausfallrisiko. Nach Angaben von S & P Global Ratings verzeichneten CLO-Tranchen in der Vergangenheit niedrigere Ausfallraten als Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Rating. Seit der Einführung strenger Anforderungen durch Ratingagenturen nach der Finanzkrise gab es keine Zahlungsausfälle von Tranchen mit einem Rating von „BBB“ oder höher.

CLOs würden auf der Grundlage der Annahme geschaffen, dass es während der typischen fünfjährigen Laufzeit zu einem wirtschaftlichen Abschwung kommt – und damit auch zu einigen Ausfällen bei den zugrunde liegenden Darlehen, erklärt Oaktree-Expertin Messina. Als solche seien CLOs so strukturiert, dass sie sich selbst schützen.

GEDRÜCKTE PREISE

Nur jeder zweite europäische Loan wird noch zwischen 95 und 100 Prozent gehandelt. Das bedeutet Luft nach oben.



Quelle: Lupus alpha

Auch die vom Markt schon lange erwartete Rezession müssen CLO-Investoren deshalb wohl nicht fürchten. „Durch ihre Wasserfallstruktur bieten CLOs guter Bonität auch in Zeiten einer schwächeren Konjunktur ein hohes Maß an Sicherheit“, versichert Lupus-alpha-Portfoliomanager Adam. Zwar dürften die Ausfälle etwas zunehmen, doch kein dramatisches Niveau erreichen.

CLOs aus dem Investment-Grade-Bereich dürften nach Adams Einschätzung von Ausfällen ohnehin kaum berührt sein. Schließlich würden eventuelle Verluste zunächst von den nachrangigen Equity- und dann von den Mezzanine-Tranchen aufgefangen. „Das tatsächliche Ausfallrisiko liegt bei CLOs mit Investment-Grade-Rating daher besonders niedrig“, erklärt er. Papiere dieses Segments hätten in den vergangenen fünf Jahren eine kumulierte Ausfallrate von 0,09 Prozent gehabt.

Aufholpotenzial bleibt

CLOs weisen jedoch nicht nur ein attraktiveres Rendite-Risiko-Profil als Anleihen auf, sondern dürften in der nächsten Zeit auch ertragsmäßig für Anleger von Interesse sein. Adam erkennt drei Treiber, die die Rendite der CLOs in den kommenden Jahren oben halten werden.

Erstens werden nach seiner Einschätzung die Kupons weiter steigen, und zwar aufgrund der jetzt höheren Marktzinsen auch bei Emittenten hoher Bonität. Zweitens seien schon aufgrund der zuletzt ausgeweitete Credit Spreads höhere Kupons zu erwarten. Drittens ergebe sich aus dem „Pull-to-Par“-Effekt weiteres Kurspotenzial. CLOs beziehungsweise die ihnen zugrunde liegende Kredite handelten aktuell deutlich unter Par, eine Folge der moderaten Kursverluste im vergangenen Jahr.

Aufgrund der Turbulenzen im Bankenmarkt gerieten die Loan-Preise im März erneut unter Druck. Das zeigt auch die Verteilung der europäischen Loan-Preise (siehe Grafik). Ende März wurden nur gut 40 Prozent der Loans zu Kursen zwischen 95 und 100 Prozent gehandelt, 38 Prozent notierten zwischen 90 und 95 Prozent. Noch im Februar wurden mehr als 60 Prozent der Loans mit Preisen zwischen 95 und 100 Prozent gehandelt. „Da gibt es hohes Aufholpotenzial“, sagt Adam. ■