

Zurück kommen sie immer: bonitätsstarke CLOs

Wer Schwankungen aushält, ist bei Investment-Grade-CLOs richtig

Börsen-Zeitung, 11.11.2023

Um mehr positive Realzinsen 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 schwierigem kon-



Norbert Adam

Portfolio
Management CLO,
Lupus alpha

junkturrellen 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.



Photo: Frank Bluemler

Stamatia Hagenstein

Portfolio
Management CLO,
Lupus alpha

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 von bis zu acht Prozent. Zweitens, sie bieten ihren Investoren selbst in einer Rezession ein hohes Maß an Sicherheit. Und drittens, investieren sollte nur, wer während Kapitalmarktunruhen deutliche Kursabschläge aushält – ganz im Wissen, dass das eingesetzte Kapital zum Ende der Laufzeit nach aller Erfahrung immer zu hundert Prozent zurückgezahlt wird.

Zur Verzinsung: Dank ihres variablen und an den Euribor gekoppelten Kupons ist dieser im aktuellen Zinsanhebungszyklus der EZB auf etwa 3,95% 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 3,1% bewegt. Damit liegt der laufende Ertrag in Summe bei runden sieben Prozent. Rechnet man noch ein gewisses Aufholpotenzial aus vergangenen Kursabschlägen hinzu, lassen diese Papiere in den nächsten zwei Jahren im Durchschnitt sogar sieben bis acht Prozent Rendite p.a. erwarten. Das ist bemerkenswert, wenn man bedenkt, dass vergleichbare Rentenanlagen mit ähnlicher Bonität oder Sicherheit zur Zeit nicht einmal die Hälfte bieten können.

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 nicht immer, wie etwa beim Generikahersteller Stada, der Parfümeriekette Douglas oder der Uhrenmarke Breitling. Doch die EG Group? 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.

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 zwei Prozent zwar auf niedrigem Niveau. Doch die Ratingagenturen Fitch und Moody's schätzen, dass diese Quote 2024 auf vier bis fünf Prozent steigen dürfte. Was für High Yield Anleihen zum Problem werden könnte, ist 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 einen Ausfall bei CLOs gegeben, obwohl die Ausfallraten europäischer Loans damals auf bis zu 16 Prozent hochschnellten. In der Eurokrise zeigte sich erneut, dass CLOs im Investment-Grade-Bereich keinerlei Ausfälle zu verzeichnen hatten – trotz hoher Kreditausfälle von bis zu acht Prozent bei den Loans.

Fortsetzung auf Seite 8 ...

Bonitätsstarke CLOs

Fortsetzung von Seite 7 ...

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, eine milde Rezession ist in den Kursen am Credit-Markt längst eingepreist. Selbst im Fall eines tieferen Wirtschaftsabschwungs profitieren Investment-Grade-Investoren von vielen Sicherheitsmechanismen, die Zinszahlungen und Tilgung gewährleisten. So dienen ihnen CLOs 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 erfolgversprechender.

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 nicht 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 Ukrainekrise 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. Auch aktuell drücken die Rezessionssorgen die Kurse, Investment-Grade-CLOs notieren derzeit im Sekundärmarkt im Mittel bei etwa 96%. Das ist gut für die Rendite. Denn, wie bereits eingangs erwähnt, zurückgezahlt werden Investment-Grade-CLOs immer. Zu hundert Prozent.