

CLO – die verschmähten Renditeperlen

COLLATERALIZED LOAN OBLIGATIONS Gebündelte und verbrieftete Unternehmenskredite sind mit vielen vorteilhaften Eigenschaften ausgestattet. Schweizer Pensionskassen haben die Finanzinstrumente jedoch selten im Portfolio.

SYLVIA WALTER

Verbriefte, intransparente, Teufelszeug – das ist das Image, mit dem verbrieftete und gebündelte Unternehmenskredite (Collateralized Loan Obligations, CLO) spätestens seit der grossen Finanzkrise zu kämpfen haben. Das Stigma ist nicht zuletzt dem schwarzen Schaf unter den forderungsbekanntesten Wertpapieren, den Subprime-Hypotheken, und deren Bündelung bis zur Unkenntlichkeit zu verdanken. Der Begriff Subprime – Hypotheken minderwertiger Qualität, die dann zusammengepackt und als Wertpapiere auf dem Markt verschert wurden – hat sich bei vielen Anlegern in das Schmerzgedächtnis eingebrannt.

Seither lösen Finanzinstrumente, deren Namen mit Collateralized (besichert) beginnen und die gewisse Forderungen in ein Päckchen bündeln, bei Investoren Alarmsignale aus. Dabei sind beispielsweise Collateralized Debt Obligations (CDO) und Collateralized Loan Obligations (CLO), was deren inhärente Risiken betrifft, nicht auf eine Stufe zu stellen.

Tatsächlich können CDO ein breites Spektrum an Schuldtiteln umfassen, beispielsweise Unternehmensanleihen, Hypotheken, Kreditkartenforderungen oder Studentendarlehen und diese auch mischen. Tendenziell sind diese Instrumente daher intransparenter, das Risiko ist ungleich höher und das Performance-Profil unterscheidet sich somit auch stark von demjenigen der CLO.

Global Player als Schuldner

CLO hingegen sind aktiv verwaltete Verbriefungen von vorrangig besicherten Unternehmenskrediten, in englischer Sprache Senior Secured Loans oder Leveraged Loans genannt. Dieser Markt wächst in Europa mit stattlichen Raten (vgl. Grafik 1). Das zugrundeliegende Engagement besteht aus vorrangig besicherten Krediten an Grossunternehmen der Bonität BB+ und schlechter. «Zu den Gläubigern von CLO-Investoren zählen viele Firmen mit bekannten Namen, wie beispielsweise der Uhrenhersteller Breitling, der Schuhfabrikant Birkenstock oder das Chemieunternehmen Ineos», erklärt Daniel Riediker, Partner und CEO von Alegria Capital, einem CLO-Manager mit einem langjährigen Leistungsausweis in Europa. Die meisten der Schuldnerunternehmen, die Leveraged Loans nutzen, haben mehr als eine Milliarde an Umsatz. Sie sind entweder ein Branchenführer oder ein Global Player. «Der kleinste Kredit ist wahrscheinlich um die 400 Millionen und die grössten gehen bis zu 15 Milliarden Euro», präzisiert Riediker. Die Forderungen der Kapitalgeber stehen an der Spitze



Kreditnehmer sind mehrheitlich namhafte Unternehmen, wie beispielsweise der Schuhhersteller Birkenstock, die eine grössere Akquisition finanzieren müssen.

Eigenschaften der CLO

- Breit diversifiziertes Portfolio aus ca. hundert Unternehmenskrediten pro CLO
- Aktive Bewirtschaftung
- Attraktives Risiko-Rendite-Profil
- Zugrundeliegende Kredite sind variabel verzinst, Senkung des Durationsrisikos, eingebauter Inflationsschutz
- Tiefe Ausfallraten bei den Krediten
- Bei Kreditausfall hohe Erlösquoten für die Anleger, da die Vermögenswerte besichert sind
- Diversifikationseffekt wegen geringer Korrelation mit anderen Anlageklassen

der Kapitalstruktur eines Unternehmens und haben bei Rückzahlungen Vorrang vor sonstigen Verbindlichkeiten und den Interessen der Aktionäre. Ratingagenturen nehmen zudem die Verbrieftungen

unter die Lupe und bewerten sie – aufgrund der Erfahrungen in der grossen Finanzkrise sind die Anforderungen überaus hoch angesetzt.

Die Leveraged Loans werden von den grossen Ratingagenturen unterhalb von Investment Grade eingestuft, damit bilden sie ein bedeutendes Segment der Anlageklasse der Hochzinsanleihen. Das liegt oft daran, dass die emittierenden Unternehmen relativ betrachtet eine hohe Fremdkapitalquote aufweisen. Dazu kann es kommen, wenn der Kredit vergeben wird, um beispielsweise eine Akquisition zu finanzieren – dabei handelt es sich typischerweise um grosse Summen.

Eingebauter Inflationsschutz

Aus Anlegersicht bieten die Leveraged Loans ein überaus attraktives Rendite-Risiko-Profil, das demjenigen von konventionellen Unternehmensanleihen überlegen ist. Dies gilt entsprechend auch für die CLO, dem daraus gebündelten Produkt (vgl. Grafik 2). Die Loans sind mit variablen Coupons ausgestattet, bestehend aus

einem Renditeaufschlag auf einen variablen Referenzzins. Durch die variable Verzinsung sind die Loans und somit auch die CLO insbesondere in Zeiten des Zinsanstiegs für Anleger interessant, denn sie senken das Durationsrisiko und bieten einen eingebauten Inflationsschutz. Als variabler Referenzzins dient in Europa der Euribor, der Libor wird zunehmend durch den SOFR (Secured Overnight Financing Rate) ersetzt. Droht eine Rezession, dann steigen die Renditeaufschläge, weil die Bonität der Unternehmen leidet.

Ein typischer europäischer CLO bündelt dabei meist etwa hundert dieser Loans, ein einzelner macht dabei nicht mehr als zwei bis drei Prozent aus. «Bei einem Euribor von derzeit etwa 3,6% und einem Renditeaufschlag von aktuell 100 bis etwa 1000 Basispunkten (10 Prozentpunkte) – je nach Bonitätsstranche des CLO – kann der Anleger eine stattliche Rendite erzielen», betont Riediker (vgl. Grafik 3 und Textbox zur Struktur).

Aktiv gemanagte CLO werden in den USA schon seit Beginn der Neunzigerjahre emittiert, in Europa wurden die ersten

Transaktionen zu Beginn der Zweitausenderjahre durchgeführt. Sie sind insbesondere bei institutionellen Investoren wie Vermögensverwaltern und Pensionskassen beliebt. Im angelsächsischen Raum und in Japan erfreuen sie sich besonders grosser Nachfrage. Die Anlagevolumen wachsen weltweit. Der amerikanische CLO-Markt weist gemäss JPMorgan per Ende Juni 2024 eine Grösse von 794 Mrd. \$ auf, in Europa beläuft sich das Volumen auf über 200 Mrd. €. Die Kreditlaufzeiten liegen üblicherweise zwischen fünf und acht Jahren.

Kaum Kreditausfälle

Ein CLO-Portfolio wird in der Regel von einem Team ausgewiesener Experten bewirtschaftet. Die Aufgabe dieser Kredit-spezialisten ist es, die Entwicklung verschiedener Unternehmen der einzelnen Branchen zu verfolgen sowie zu analysieren. Die Diversifikation sowie die feine Granularität des Portfolios bestehend aus besicherten Krediten in unterschiedlichen Branchen und Ländern führt zu einer ge-

Märkte

ringeren Korrelation der Kredite mit anderen Märkten – ein grosses Plus aus Sicht der Anleger. Alegria Capital bieten in der Schweiz seit dem Jahr 2006 auch einen CLO-Fonds an, der für Privatanleger zugänglich ist – der PVB Alegria CLO Fund, mit einer stärkeren Ausrichtung zu US-CLO. Ab einer Summe von 3000 bis 4000 Fr. ist man dabei.

Aufgrund der intensiven und aktiven Bewirtschaftung der zugrundeliegenden Kredite glänzen CLO mit tiefen Ausfallraten (Default Rates) – die Kreditverbrieftungen waren über die vergangenen zwanzig Jahre keinem fundamentalen Stress ausgesetzt.

Gemäss Statistiken des Finanzdienstleistungskonzerns S&P Global lagen die globalen Ausfallraten im vergangenen Jahr bei 0,09%, ein Anstieg gegenüber den 0,05% im Jahr 2022. Im europäischen CLO-Markt gab es bereits drei Jahre hintereinander keinen Kreditausfall, die Default Rate liegt somit bei 0% (vgl. Grafik 4). Zum Vergleich: Die Ausfallraten konventioneller, globaler Hochzinsanleihen lagen im vergangenen Jahr bei fast 4%.

Unnötiger Renditeverzicht

Sollte dennoch ein Kredit innerhalb der CLO ausfallen, dann ist das Risiko für die meisten Investoren gering. Nicht nur, weil ihre finanziellen Interessen im Insolvenzverfahren zuerst berücksichtigt werden und das Darlehen unter Umständen noch zurückgezahlt wird. Auch die Struktur schützt, was insbesondere den Anlegern in den Tranchen mit höherem Rating zugutekommt.

In der Schweiz lässt allerdings das Interesse der Pensionskassen trotz ansprechender Renditen und überschaubarer Risiken der CLO zu wünschen übrig. Sie scheuen vor der vermeintlich mangelnden Transparenz der Finanzinstrumente und deren Komplexität zurück. Die einschlägigen Beratungsfirmen, die die hiesigen Pensionskassen in der Anlagestrategie begleiten, stützen sich wiederum vorzugsweise auf die traditionellen Anlageklassen wie Aktien, Anleihen, Immobilien und Infrastrukturanlagen als, regulatorische Vorschriften können hierzulande zudem abschreckend wirken.

Das angesammelte Kapital in den Altersvorsorgeeinrichtungen bildet allerdings für viele Schweizer den mit Abstand grössten Vermögensblock überhaupt. Angesichts der beschriebenen vorteilhaften Eigenschaften von CLO wäre es wünschenswert, die hiesigen Pensionskassen würden sich intensiver mit der Anlageklasse auseinandersetzen. Der Diversifikations im Gesamtportfolio und den Renditeausichten würde der Einsatz helfen.

Die Struktur von CLO

Die Struktur ähnelt einer Bankbilanz

Loan Cashflow		Cashflow-Wasserfall
Vermögen	Verpflichtungen (CLO Notes in Tranchen)	
Diversifiziertes Leveraged Loan Portfolio (100+ Schuldner 20+ Industrien)	Debt Notes mit AAA-Rating 60%	↓
	Debt Notes mit Rating AA to BB 20%	
	Debt Notes mit Rating BB to B 10%	
	Equity Notes 8%–10%	

Quelle: Alegria Capital / Grafik: FuW, sw

Die Struktur von CLO sei mit der Bilanz einer Bank zu vergleichen, wie Daniel Riediker von Alegria Capital im Gespräch mit FuW erläutert. Auf der Aktivseite der Bilanz befinden sich die erstrangig besicherten Unternehmenskredite. Demgegenüber steht die Finanzierung des Portfolios, also die Passivseite der Bilanz. Das Kapital ist je nach Risikoprofil in Bonitätsstranchen (auch Debt Notes genannt) von AAA bis B strukturiert. Die unterste Tranche, Equity Notes genannt, hat keine Bonitätseinstufung und ist dem Aktienkapital gleichzusetzen.

Die Zahlungen erfolgen nach einer in den Verträgen festgelegten Reihenfolge. Die AAA-Fremdkapitalgeber erhalten vorrangig die Zins- und Tilgungszahlungen, gefolgt von der jeweils nächsten untergeordneten Tranche – daraus ergibt sich der Cashflow-Wasserfall. Die Eigenkapitalgeber werden nachrangig bedient und tragen das grösste Risiko – sie erhalten den verbleibenden Erlös aus dem Kreditportfolio. Dieser kann allerdings sehr stattlich ausfallen.

In umgekehrter Reihenfolge werden auftretende Zahlungsausfälle zuerst von der untersten Tranche getragen, den Equity Notes. Die höheren Tranchen werden von den Kreditausfällen im zugrundeliegenden Portfolio erst dann betroffen, wenn die untergeordneten Tranchen vollständig aufgezehrt sind.

CLO-Portfolios werden von Ratingagenturen regelmässig überprüft, dabei werden die Qualität der zugrundeliegenden Kredite und die Diversifikation einer strengen Kontrolle unterzogen.

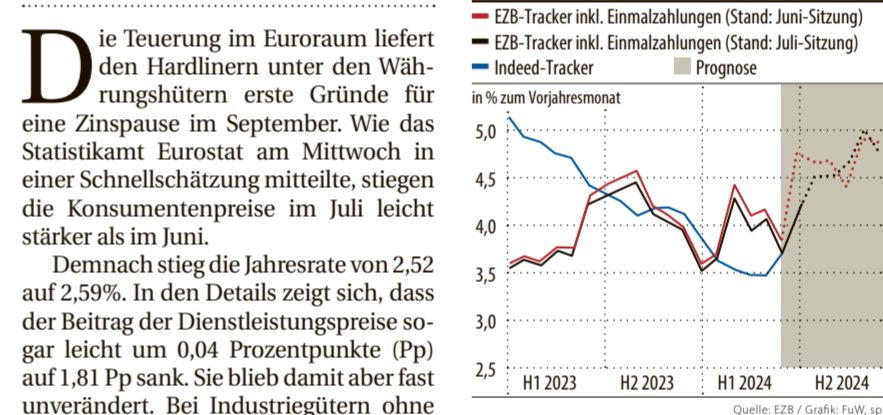


Das Momentum der Kernpreise – zum Beispiel für Dienstleistungen wie Museumsbesuche – zieht im Juli wieder an.

Erste Zweifel an Zinssenkung der EZB

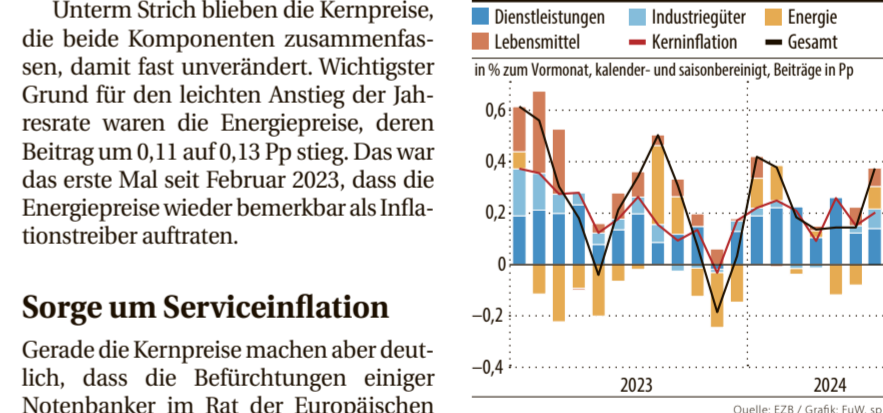
EUROINFLATION Energiekosten lassen Jahresrate im Juli leicht steigen.

1 Lohnentwicklung im Euroraum



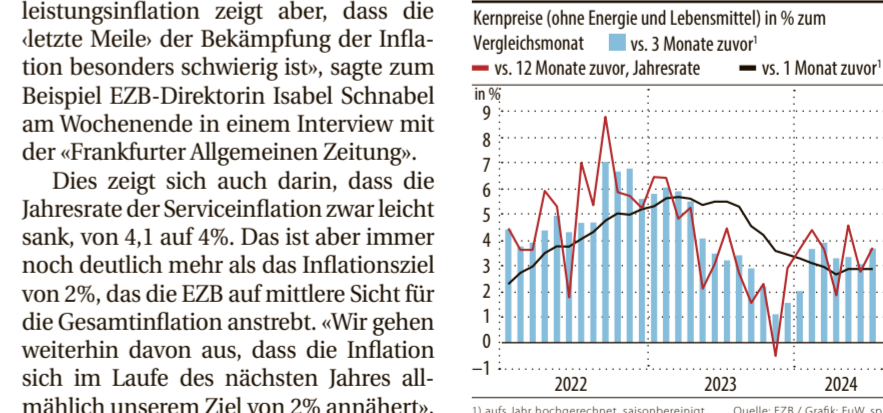
Quelle: EZB / Grafik: FuW, sw

2 Inflation im Euroraum: Monatsraten



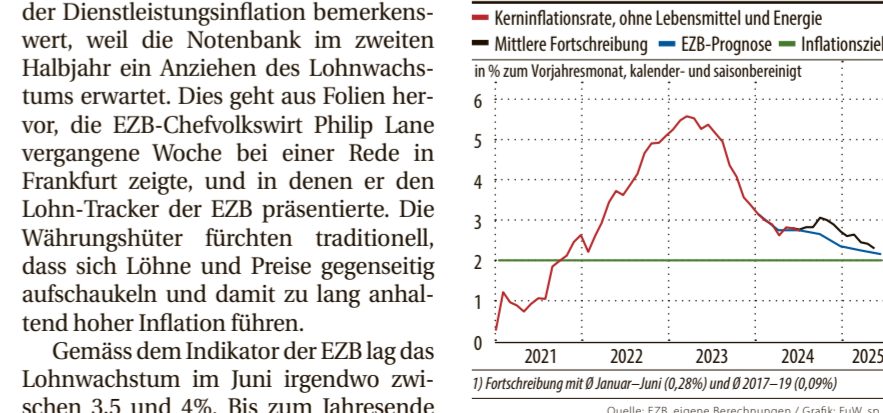
Quelle: EZB / Grafik: FuW, sw

3 Euro-Kerninflation: Momentum



Quelle: EZB, eigene Berechnungen / Grafik: FuW, sw

4 Trendfortschreibung: Euro-Kerninflation



Quelle: EZB, eigene Berechnungen / Grafik: FuW, sw

soll es bis auf eine Spanne von 4,5 bis 5% anziehen. Dies ist deswegen so bedeutsam, weil die Löhne massgeblich die Preise für Dienstleistungen bestimmen. Erst im Jahr 2025 soll sich dann das Lohnwachstum beruhigen (vgl. Grafik 1).

Allerdings ist noch unklar, ob sich das stärkere Lohnwachstum tatsächlich in zunehmender Dienstleistungsinflation zeigen wird oder ob es immerhin den weiteren Rückgang aufhält. Die Monatsdaten, die die EZB um saisonale Einflüsse bereinigt, sprechen jedenfalls gegen eine markante Beschleunigung. Auf das Jahr hochgerechnet stieg die Serviceinflation von 3,6 auf 3,8 im Juli – dies liegt im Rahmen der monatlichen Schwankungen.

Zuletzt hatten Umfragen im Auftrag der EU-Kommission vom Juli gezeigt, dass die Serviceunternehmen eher einen nachlassenden Anstieg ihrer Verkaufspreise in den nächsten drei Monaten erwarten. Insbesondere die konsumnahen Dienstleistungen sind zumindest in Deutschland weiterhin auf einem guten Weg, die Teuerungsrate bis Jahresende auf 2% zu senken.

Momentum beunruhigt

Was die Hardliner stärker beunruhigen könnte, ist das Momentum der Kerninflation aus Industrie- und Dienstleistungspreisen. Damit ist die Veränderung der Konsumentenpreise im Vergleich zu drei Monaten vor gemeint. Auf das Jahr hochgerechnet stieg sie von 3,04 im Juni auf 3,66% im Juli.

Im Juli hatten die Industriepreise stärker angezogen (vgl. Grafik 2). Damit entfernte sich das Momentum der Dreimonatsrate von der Jahresrate der Kernpreise, die zuletzt bei 2,9% stagniert hatte (vgl. Grafik 3). Sollte sie sich in den nächsten Monaten darüber festsetzen, schwinden die Aussichten auf einen Rückgang der Kerninflation (vgl. Grafik 4).

Allerdings werden die Hardliner jetzt besonders auf die amtlichen Daten zu Löhnen sowie den Gewinnmargen am Einkommen achten, die bis zur nächsten Zinssitzung am 12. September veröffentlicht werden. So wird am 9. September bekannt sein, wie stark der Lohndruck im zweiten Quartal war und wie stark er von den Gewinnmargen aufgefangen wurde.

Bereits am 22. August veröffentlichte die EZB ihren Indikator zu den Tariflöhnen im zweiten Quartal. Bei der nächsten Sitzung werden die Währungshüter im Vergleich zu früheren Sitzungen 2024 die beste Datenbasis für ihre Entscheidung in diesem Jahr vorfinden. «Die Zinsentscheidung im September ist vollkommen offen», hat die einflussreiche EZB-Direktorin Schnabel aber im FAZ-Interview gesagt und damit mehr Vorsicht angemahnt.

«Unser CLO-Portfolio hat im vergangenen Jahr 28% eingebracht»

Interview mit Mariusz Platek Der Anlagechef der Pensionskasse der Stadt Winterthur schätzt das vorteilhafte Risiko-Rendite-Profil der verbrieften Unternehmenskredite.

Die Pensionskasse der Stadt Winterthur hat sich bereits vor der grossen Finanzkrise an CLO herangewagt. Anlagechef Mariusz Platek steht Rede und Antwort.

Herr Platek, wie hoch ist der Anteil von CLO im Portfolio der Pensionskasse der Stadt Winterthur?

Als ich im Jahr 2015 zur Pensionskasse gestossen bin, waren etwa 9% des Vermögens strategisch in Leveraged Loans investiert. Also in einzelne verbrieftete Darlehen an Unternehmen, ungebündelt. Nur ein paar Prozent davon waren damals in CLO investiert. Das Problem bei den Senior Secured Loans ist, dass die US-Kredite etwa 70% des Marktes ausmachen. In Lokalwährung war die Performance der europäischen und der US-Loans vergleichbar, doch als Pensionskasse sichern wir natürlich das Währungsrisiko ab. Nach Kosten des Hedging blieb uns bei den US-Loans lediglich eine Rendite von plus/minus 1%. Das war uns zu wenig, 2017 sind wir ganz aus Senior Secured Loans ausgestiegen und sind jetzt in europäischen CLO investiert, die prinzipiell eine höhere erwartete Rendite aufweisen. Deren Gewicht im Gesamtportfolio liegt aktuell bei etwa 1,5%.

Und das Engagement bei den CLO ist ausschliesslich in Europa? Ja, wir sind bereits seit 2008 in Euro-CLO investiert, welche sich aus Darlehen an Unternehmen niedrigerer Bonität zusammensetzen.

Welche Performance wurde über diese Jahre erwirtschaftet? Die durchschnittliche jährliche Performance unseres CLO-Portfolios seit Beginn liegt bei 10,3% und damit höher als Aktien Welt, klassischen Hochzinsanleihen oder Senior Secured Loans.

Sie waren somit auch während der Finanzkrise in CLO investiert? Ja, allerdings muss man sich bewusst sein, dass der maximale Drawdown, also der prozentuale Unterschied zwischen dem Höchstkurs und dem Tiefkurs eines CLO, vorübergehend auch mal schmerzhaft ausfallen kann. Der Kursverlust kann in der Regel höher als bei konventionellen Hochzinsanleihen sein. Es ist aber auch ganz klar: Beim Verfall dieser Instrumente resultiert nur dann eine negative Rendite, wenn man mehrere Jahre hohe Ausfälle der unterliegenden Schuldner hat. Es



«**Klammert man die Krisenzeiten aus, dann ist die Volatilität der CLO geringer als bei Aktien.**»

müssten sich also mehrere grosse Krisen aneinanderreihen, um über einen Zyklus Verluste zu machen.

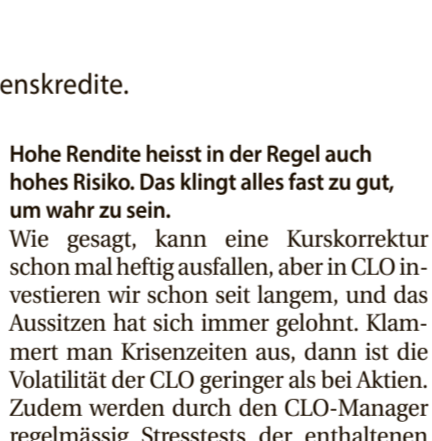
Wie sah die Performance während der Pandemie und der Hochinflationphase aus?

Als wir in die Coronakrise schlitterten, hatten wir grosse Befürchtungen, aber die Kreditausfälle waren – nicht zuletzt dank staatlicher Hilfen und Liquidität der Notenbanken – äusserst gering. Der Drawdown der CLO im März 2020 war vergleichbar mit der Korrektur der Aktienmärkte, aber zwei, drei Monate später waren wir bereits wieder beim Break-even. Im Jahr 2022 verzeichneten wir kurzzeitig ebenfalls eine negative Rendite, weil die Marktteilnehmer Kreditausfälle bei den Unternehmen aufgrund des Zinsanstiegs befürchteten. Der Markt hat sich jedoch schnell beruhigt.

Wie sah die Gesamtperformance der Euro-CLO im vergangenen Jahr aus? Unser Portfolio hat im vergangenen Jahr 28% eingebracht, im laufenden Jahr sind wir bereits wieder bei 12%.

Bringen die Instrumente auch eine attraktive laufende Rendite ein? Absolut, die Instrumente haben eine zweistellige Cashflow-Rendite. In diesem Jahr liegt diese in unserem Portfolio bei etwa 18%. CLO tragen zudem zur Diversifikation bei, was wir sehr schätzen.

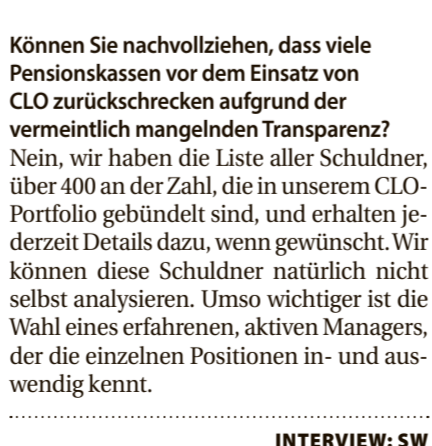
1 Starkes Wachstum in Europa



2 Attraktives Risiko-Rendite-Profil

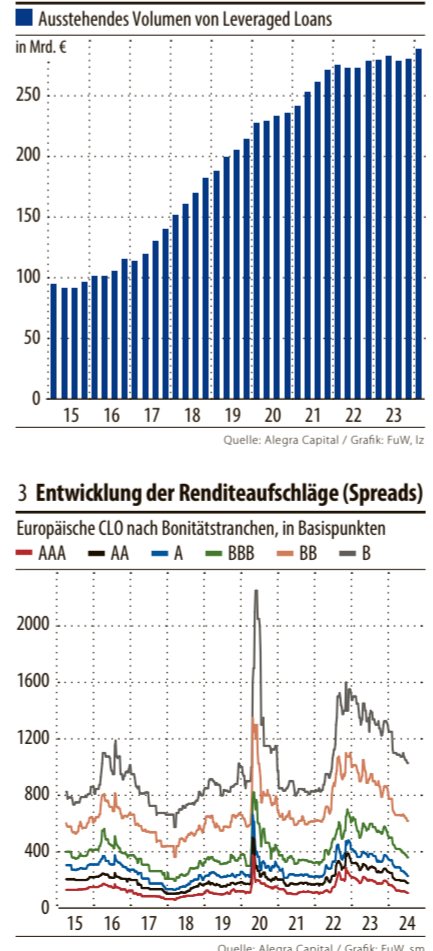


3 Entwicklung der Renditeaufschläge (Spreads)



Quelle: Alegria Capital / Grafik: FuW, sw

4 Jährliche Ausfallraten in Europa



Quelle: JPMorgan / Grafik: FuW, sw

Quelle: Standard & Poor's / Grafik: FuW, sw

INTERVIEW: SW