dpn

DEUTSCHE PENSIONS & INVESTMENTNACHRICHTEN

ERSTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG
№ 3 / 2016 / 8,– €

HERAUSGEGEBEN IN KOOPERATION MIT
LEITERbAV

Credit Spread ALM LIABILITY MATCHING PORTFOLIO IAS 19 – 253 HGB – 6a ESTG Duration Matching DEFINED BENEFIT OBLIGATION OFF RETURN SEEKING DRIVEN BALANCE Tail Risks OTHER COMPREHENSIVE INCOME EVONIK INSIGHT INVESTMENT INDUSTRIES Private Equity DERIVATE INVEST Inflation E.ON SE Hedge De-Risking MENT OVER-ENGINEERING DOUBLE EZB Cashflow Matching FIXED IMPACT INFLATION – DEFLATION – DISINFLATION INCOME DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT OVERLAY

03
4 197843 508001

A publication from the **Financial Times**

SPOTLIGHT

CLOs: FREE LUNCH AUS DER REGULIERUNGSKÜCHE

Spreads von 320 bis 500 Basispunkten über Staatsanleihen: Investoren, die sich von Regulatorik und Komplexität nicht schrecken lassen, könnten mit Collateralized Loan Obligations Überrenditen erzielen. Jörg Schomburg von AXA Investment Managers erläutert.

— *»There's no such thing as a free lunch.«* In den 1970ern hat Milton Friedman die Erkenntnis populär gemacht, dass einem auch an den Kapitalmärkten nichts geschenkt wird. Seitdem hat sich diese simple Feststellung immer wieder bewahrheitet. Aber keine Regel ohne Ausnahme. Collateralized Loan Obligations (CLOs) sind dafür ein ausgezeichnetes Beispiel. CLOs bieten institutionellen Anlegern überdurchschnittlich hohe Erträge, hohe Sicherheit in puncto Kapitalausfall und attraktive Diversifikationseigenschaften. Warum aber, werden die Friedman-Anhänger fragen, nutzen Anleger dieses offenbar so attraktive Investment nicht häufiger?

Die Antwort auf diese Frage ist zweigeteilt: Ein Grund ist mangelndes Verständnis des Instruments, ein anderer sind regulatorische Hemmnisse. Selbst vielen versierten Anlegern ist die Struktur hinter einem CLO immer noch nicht geläufig. Und diejenigen, die sie verstehen, engagieren sich wegen der Regulierungsvorschriften entweder gar nicht oder verlangen zusätzliche Renditeaufschläge, um regulatorische Nachteile auszugleichen. Kaum jemandem sind die enormen Fortschritte des CLO-Marktes seit der Finanzkrise der Jahre 2008 und 2009 bewusst. Doch kann ein klarer Blick auf die Anlageklasse und ihre Geschichte einen Großteil der mit ihr verbundenen Vorurteile ausräumen.

DIE STRUKTUR EINES CLO

— Ein CLO ist eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) und kann als geschlossener Fonds begriffen werden, der unter strengen Qualitäts- und Diversifikationsvorschriften in 70 bis 250 Firmenkredite investiert. Hierbei handelt es sich um Hochzinsinstrumente, die aber von der Tatsache profitieren, dass sie besichert sind und gegenüber klassischen Hochzinsanleihen vorrangig bedient werden. Das sorgt bei Ausfällen für deutlich attraktivere Erlösquoten.

Kapital sammelt der CLO über die Emission verschiedener Kredittranchen sowie einer Eigenkapitaltranche mit unterschiedlichen Rangfolgen und entsprechend unterschiedlichen Bonitätsnoten und erwarteten Cashflow-Profilen ein. Die höherrangigen Tranchen mit höheren Bonitäten bieten niedrige Coupons, werden aber bei Cashflows und Sicherheiten vorrangig bedient. Am anderen Ende des Spektrums steht die Equity-Tranche, die nicht über ein Rating verfügt und unter Umständen auch nicht vollständig besichert ist, aber im Erfolgsfall alle in der Struktur generierten Überschuss-Cashflows einstreicht. Für welche Tranche sich CLO-Anleger entscheiden, hängt von deren Risikobereitschaft und Ertragszielen ab.

Ähnlich wie klassische Wertpapiere sind CLO-Tranchen handelbar – allerdings nicht an öffentlichen Börsenplätzen, sondern außerbörslich (OTC). Banken und Broker fungieren dabei als Intermediäre.

DIE GESCHICHTE DER ANLAGEKLASSE

— CLOs sind eine Untergruppe der Collateralized Debt Obligations (CDOs). Da letztere in der Finanzkrise eine unrühmliche Rolle gespielt haben, sehen viele institutionelle Anleger Verbriefungen nach wie vor skeptisch. Für eine unvoreingenommene Bewertung muss aber unbedingt zwischen den unterschiedlichen Verbriefungstypen unterschieden werden.

Die berühmt-berüchtigten Subprime Mortgage CDOs beruhten auf einer relativ neuen Anlageklasse, die weder von den Anlegern noch den Ratingagenturen und Aufsichtsbehörden ausreichend verstanden wurde. CLOs jedoch beruhen auf vorrangig besicherten Krediten und damit auf dem jahrhundertealten Geschäftsmodell des Firmenkredits. Seit der Entstehung des CLO-Marktes in den 1990ern ist noch keine Senior-CLO-Tranche mit einem Rating von Aa oder besser ausgefallen, und auch Mezzanine-Tranchen, die zum Ausgabezeitpunkt Investment-Grade-Ratings zwischen A und Baa aufwiesen, sind nur sehr selten ausgefallen. Zwischen 1993 und 2012 betrugen die zehnjährigen Verlustraten von Investment Grade-CLOs 1,1 Prozent. Klassische Unternehmensanleihen kamen auf 1,8 Prozent.

Natürlich haben aber auch CLOs während der Finanzkrise herbe Kursverluste hinnehmen müssen. Nach der Lehman-Pleite im Jahr 2008 sanken die Mezzanine-Tranchen von CLOs von 80 oder 90 Prozent des Nennwertes auf weniger als 30 Prozent. Schuld an dieser Entwicklung waren vornehmlich stark gehebelte Kurzfristanleger wie Hedgefonds, die gezwungen waren, ihre Positionen inmitten des Preisverfalls zu verkaufen. Für längerfristig orientierte CLO-Anleger, die ihre Engagements im Portfolio behielten, hatte die Kreditkrise des Jahres 2008 keine dramatischen Auswirkungen. Langfristig haben sich die Tranchen erwartungsgemäß entwickelt. Mezzanine- und Senior-Tranchen erholten sich von ihren Verlusten und wurden vollständig zurückgezahlt.

VERÄNDERUNGEN DES CLO-MARKTES SEIT DER FINANZKRISE

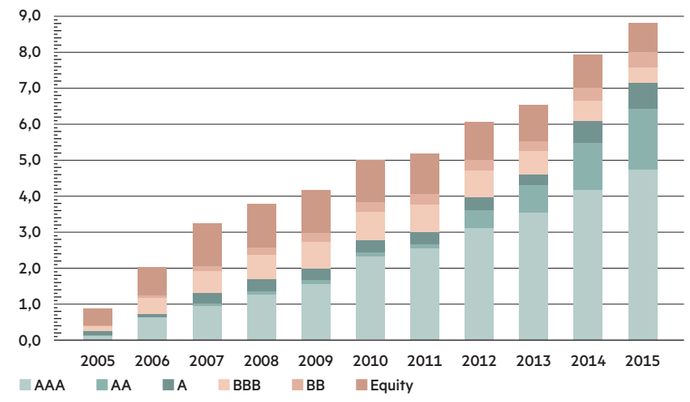
— Die gute Nachricht für risikoscheue Anleger ist, dass sich seit 2008 immer mehr dieser langfristigen Akteure im CLO-Markt engagieren. Schwergewichtige Player wie Pensionsfonds und Vermögensverwalter stellen mittlerweile den Löwenanteil des Marktes. Die Hebelung der Mezzanine-Tranchen ist sehr beschränkt, und wenn Banken CLOs kaufen, dann halten sie sie offiziell und transparent in ihren Büchern und lagern sie nicht wie vor 2008 zur Verschleierung ihrer Engagements auf strukturierte Anlagevehikel (Structured Investment Vehicles, SIVS) und vergleichbare Gesellschaften aus. Zudem existiert ein gut organisierter Sekundärmarkt, in dem CLOs gehandelt werden können. AXA IM allein hat Zugang zu etwa 50 CLO-Kontrahenten. Der Gesamtmarkt hat mittlerweile wieder ein Volumen von etwa 500 Milliarden US-Dollar und ist damit etwa halb so groß wie der US-amerikanische Leveraged-Loan- und größer als der europäische Hochzinsmarkt. In ihrer Gesamtheit sorgen diese strukturellen Veränderungen dafür, dass sich die Preismuster der Kreditkrise auf absehbare Zeit nicht wiederholen dürften.

ARGUMENTE FÜR CLO-INVESTMENTS

— Trotz all dieser Verbesserungen bieten CLOs immer noch höhere Renditen als andere Kreditinstrumente mit gleichwertigen Ratings. Mit Investment-Grade-Unternehmensanleihen können Anleger auf Spreads von 80 bis 100 Basispunkten über Staatsanleihen hoffen – CLOs mit vergleichbaren Risikoprofilen bieten Spreads von 320 bis 500 Basispunkten. Diese satten Spreads verdanken CLOs dem Zusammenspiel unterschiedlicher Faktoren wie zum Beispiel der höheren Duration der zuletzt emittierten CLO-Tranchen oder dem hohen Angebot auf dem in den letzten Jahren gewachsenen Markt. Der dritte und vielleicht wichtigste Faktor aber ist die mangelnde Nachfrage seitens bestimmter Anlegergruppen, die die hohen regulatorischen Kosten von CLO-Engagements scheuen. Wer CLO-Tranchen kauft, den treffen harte Regulierungsvorschriften wie etwa die hohen Kapitalanforderungen für die Anlageklasse nach Solvency II. Entsprechend selten investieren Versicherungen in CLOs. Wer aber investieren kann, der sollte definitiv einen Blick auf die Anlageklasse werfen.

Es scheint, als biete der Finanzmarkt womöglich doch einen Free Lunch – auch wenn er direkt aus der Küche der Aufsichtsbehörden stammt. Pensionseinrichtungen sollten sich diese Chance nicht entgehen lassen. —

AXA IM Structured Finance CLO AuM (€ Mrd)



QUELLE: AXA Investment Managers

KONTAKT

Jörg Schomburg
Head of Institutional Sales

AXA Investment Managers
Deutschland GmbH
Bleichstraße 2–4
60313 Frankfurt

Telefon:
+49 69 / 900 25 31 23

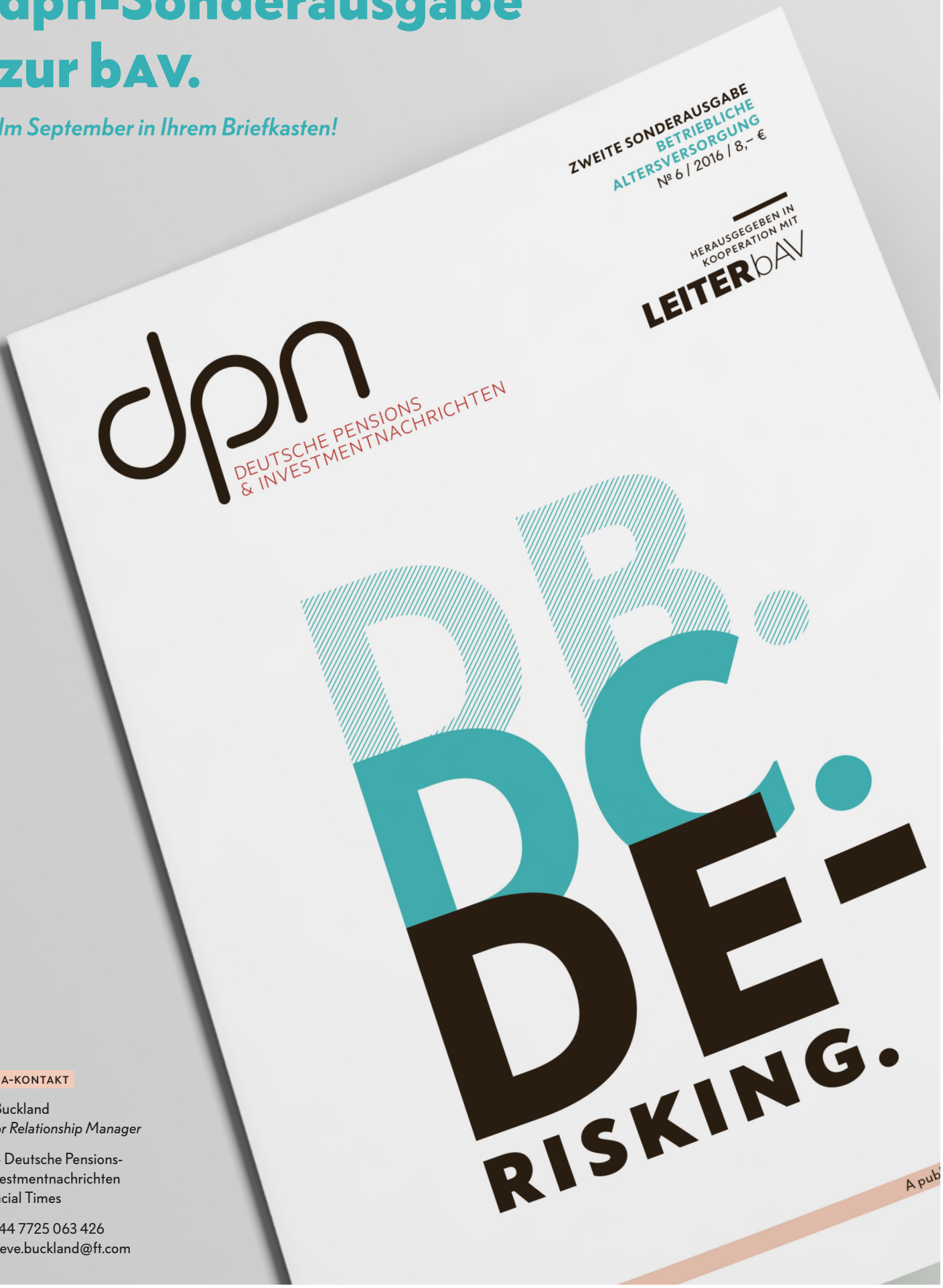
E-Mail:
Joerg.Schomburg@axa-im.com
www.axa-im.de

»CLOs beruhen auf vorrangig besicherten Krediten und damit auf dem jahrhundertealten Geschäftsmodell des Firmenkredits.«

Jörg Schomburg

Die zweite dpn-Sonderausgabe zur bAV.

Im September in Ihrem Briefkasten!



MEDIA-KONTAKT

Eve Buckland
Senior Relationship Manager

dpn – Deutsche Pensions-
& Investmentnachrichten
Financial Times

TEL +44 7725 063 426
MAIL eve.buckland@ft.com