

SIGLO Timeout Nr. 49 Was ist ein CLO?

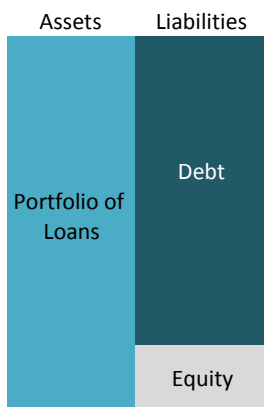
Akronyme haben es bei institutionellen Anlegern in der Schweiz und deren Regulatoren nicht leicht, besonders nicht dreibuchstabile in englischer Sprache hinter denen sich irgendwelche Forderungen oder Kredite verbergen. Collateralized Loan Obligations (kurz CLOs) sind ein Beispiel dafür. In diesem Timeout stellen wir diese CLOs vor und zeigen, weshalb sich ein zweiter Blick doch lohnen könnte.

Ausgangslage

Tiefe Zinsen auf Staatsanleihen machen es den Anlegern heute schwer, attraktive und idealerweise positive Renditen mit geringen Risiken zu erwirtschaften. Bloss auf Aktien und Immobilien zu hoffen, scheint ein wenig unbefriedigend. Wir bilden uns nicht ein, die perfekte Lösung zu kennen, aber wir beobachten am Markt einige Ideen und Ansätze, die vielversprechend wirken. Darunter fallen auch die sogenannten CLOs, denen wir nun das Timeout widmen. Wir gehen dabei vom Standard-CLO aus, ohne explizit auf unterschiedliche Besonderheiten von aktuell angebotenen Produkten und Typen einzugehen.

Einführung in CLOs

Man kann sich einen CLO im Prinzip als eine eigenständige Firma mit einer Bilanz vorstellen wie die Abbildung 1 zeigt. Wie bei jeder Bilanz gibt es eine Aktiv- und eine Passivseite. Links Anlagen (Assets) und rechts Verpflichtungen (Liabilities), unterschieden nach Fremd- (Debt) und Eigenkapital (Equity).



Auf der Aktivseite des CLOs steht ein Portfolio von Bank Loans mit rund 50 bis 150 Positionen, d.h. einzelnen Emittenten. Loans sind im Prinzip Darlehen von Banken an Unternehmen. Der Grossteil aller Emittenten von Loans verfügt nicht über ein Investment Grade Rating. Solche Unternehmen können oder wollen daher oft gar keine normalen Anleihen emittieren, weil sie z.B.

nur wenig Fremdkapital aufnehmen möchten oder nicht bereit sind, die am Markt geforderten Zinsen für Non-Investment-Grade-Anleihen zu zahlen. Für das erhöhte Kreditrisiko der Loans erhalten die Käufer dafür eine höhere Risikoprämie in Form höherer Coupons. Aktuell liegen Coupons bzw. Spreads von Loans bei rund Libor plus 5% p.a. Zudem sind Loans Floating Rate und somit kaum Zinsrisiken ausgesetzt.

Auf der Passivseite werden die Verpflichtungen d.h. die Investitionen der Käufer in unterschiedliche Tranchen aufgeteilt, wobei die unterste Tranche stets Eigenkapital darstellt. Abbildung 2 bildet diese Tranchen ab. Jeder Käufer kann dabei auswählen, welche Tranche ihm zusagt.

Assets	Tranche	% Share	Coupon
100 Loans	AAA	60.0%	Libor + 130 bps
	AA	10.0%	+180
	A	6.0%	+250
	BBB	5.0%	+350
	BB	5.0%	+550
	B	4.0%	+700
	Equity	10.0%	Rest

Vereinfachte Funktionsweise

CLOs haben meist eine mehrjährige Laufzeit. Zu Beginn wählt der Manager / Advisor des CLOs seine Loans für die Aktivseite aus. Diese Zeit wird analog zu Private Equity als Investitionsperiode bezeichnet. Es folgt die normale Laufzeit, in welcher die Loans ihre Coupons zahlen.

Diese werden dann vom CLO Administrator (auch Arrangeur genannt) an die Investoren in den verschiedenen Tranchen weiter gereicht, damit jede Tranche ihren spezifischen Coupon erhält. Dabei werden alle Erträge der Aktivseite an die einzelnen Tranchen ausgeschüttet, wobei jeweils eine tiefere Tranche nur Geld kriegt, wenn die obere vollständig bedient wurde. Je höher eine Tranche in der Kapitalstruktur, d.h. in der Bilanz unseres CLOs steht, desto geringer ist also ihr Risiko. Das Risiko widerspiegelt sich auch im offiziellen Rating der Tranchen wie die zweite Spalte anhand der aufgeführten Ratings zeigt. Die Spalte rechts listet dann beispielhaft die Coupons dieses CLOs für jede Tranche auf. Die AAA Tranche verspricht z.B. eine Rendite von Libor plus 1.30% p.a. Die dritte Spalte zeigt schliesslich den Anteil, den jede Tranche in der gesamten Kapitalstruktur einnimmt. Die Equity Tranche liegt z.B. bei 10%, die AAA bei 60%.

Während der Laufzeit kann es passieren, dass gewisse Loans früher zurück zahlen. In solchen Fällen darf der Manager / Advisor innerhalb festgelegter Richtlinien wieder neue Loans kaufen und in das Portfolio aufnehmen. Gegen Ende der Laufzeit darf nicht mehr reinvestiert werden und die zurückgezahlten Loans werden vollständig an die Investoren weitergeleitet.

Erwartete Renditen

Unter der (etwas realitätsfremden) Annahme, es gäbe während der gesamten Laufzeit des CLOs keinen Ausfall auf den Loans im Portfolio, würde jede Tranche ihre versprochenen Coupons erhalten und der gesamte noch verbleibende Ertrag in das Eigenkapital fliessen. Falls aber ein Loan-Emittent ausfällt, d.h. einen Default erleidet und möglicherweise seine Coupons nicht mehr zahlen oder sogar das Darlehen nicht mehr (ganz) zurückerstatten kann, entsteht ein Verlust. Dieser geht voll und ganz zu Lasten der Equity Tranche. Alle anderen Tranchen bleiben in dieser Situation vorerst unberührt. Fallen mehrere Emittenten aus, fressen sich die Verluste von unten nach oben weiter. Daher hat die oberste Tranche immer das höchste Rating, weil eben darunter viel "Puffer" besteht. Anleger können über das Prinzip der Loss Rate (siehe Timeout Nr. 41) berechnen, welcher Anteil der Loans mit welchen Recovery Rates ausfallen dürfte, damit ihre Tranche nicht betroffen wäre.

Nehmen wir für einige Beispiele vereinfachend an, dass das Loan Portfolio in unserem CLO aus 100 Positionen mit BB oder B Rating besteht und gleichgewichtet ist. Nehmen wir

weiter an, die Recovery Rate sei für alle Loans jeweils exakt 50%, was erheblich unter den von Moody's und S&P ausgewiesenen historischen Durchschnitts für Loans von 75% bis 80% liegt. Schliesslich vernachlässigen wir für die Berechnungen möglicher Verluste auf Tranchen die schon ausbezahlten Coupons während einer bereits absolvierten Laufzeit des CLOs.

Unter diesen Annahmen würde der Ausfall einer Position somit einen Kapitalverlust von 0.5% bewirken ($1\% * 50\% = 0.5\%$). Bei einem Ausfall von 22 Positionen, läge der Verlust bei 11%, womit die Equity Tranche vollständig aufgebraucht wäre und nun auch die CLO Tranche B einen 1% Verlust hinnehmen müsste. Aus der Perspektive der AAA Investoren würde es somit erst kritisch, wenn über 80% aller Loans im Portfolio einen Default erleiden (40% Verlust), was relativ unwahrscheinlich erscheint.

Ob eine Rendite von Libor plus 1.30% p.a. für eine solche AAA Tranche von Loans attraktiv ist, hängt in unseren Augen natürlich auch von den Alternativen im Fixed Income Markt ab....

Risiken und Nebenwirkungen

Uns bekannte Höchstwerte für Default Rates von Loans in CLO Tranchen erreichten in den Krisen der letzte Jahre tiefe zweistellige Werte bis maximal 20% und die Recovery Rates lagen nicht massiv unter historischen Durchschnitts. Ebenfalls kennen wir keine CLO AAA Tranche, die einem buy-and-hold Anleger Kapitalverluste beschert hätte. Für "Forced Sellers", die ihre Tranche in mitten der Krise liquidieren mussten, sieht es natürlich anders aus. Daher erachten wir es als äusserst wichtig, dass sich Anleger in CLOs über die Langfristigkeit ihrer Anlage im Klaren sind und sich nicht auf kurzfristige Handelbarkeit im Sekundärmarkt verlassen. Es wäre natürlich zu schön um wahr zu sein, wenn wir unter vermeintlich "sicheren" CLO Tranchen risikolose Anlagen gefunden hätten, die heute immer noch Erträge in Höhe der Zielrendite institutioneller Anleger erwarten lassen. Worin könnten in unseren Augen Risiken liegen?

Die Laufzeiten von CLOs spielen eine wichtige Rolle. Die Gefahr liegt dabei nicht unbedingt am hinteren, sondern eher am vorderen Ende. Denn CLOs können je nach Prospekt bereits nach rund 1-2 Jahren zurückgezahlt werden. Anleger in solchen CLOs können sich daher nicht darauf verlassen, einfach für die nächsten Jahre einen hohen Coupon einzustreichen. Man spricht in diesem Zusammenhang von Pre-Payment-Risk.

Die Fixierung der Anlagebedingungen und des Prospekts finden typischerweise erst wenige Tage vor Lancierung eines CLOs statt. Es liegt auf der Hand, dass der Manager / Advisor und Arrangeur die Tranchen lieber zu teuer als zu günstig verkaufen, d.h. den Coupon möglichst tief halten wollen. Als Anleger muss man also genau darauf achten, dass man am Schluss wirklich den Deal kriegt, der versprochen wurde.

Selbstverständlich spielt die Auswahl von Loans im Portfolio eine zentrale Rolle, da die Kreditqualität im CLO zentral ist. Je höher die Qualität der Emittenten und je breiter die Diversifikation über verschiedene Branchen desto sicherer.

Im Herbst 2015 tritt in den USA eine Regelung in Kraft, welche die Manager/Advisor zwingt, mindestens 5% der Kapitalstruktur seines CLOs bis Ende der Laufzeit selbst zu halten. Damit will man erreichen, dass die Manager nicht einfach Schrott oder Monokulturen in CLOs packen und dann an Endinvestoren weiter verhökern (ist ja leider bei anderen Akronym-Anlagen wie z.B. CDOs vorgekommen). Interessant ist dabei die Option für den Manager, entweder von jeder Tranche einen kleinen Teil zu halten oder aber einen signifikanten Teil der Equity Tranche zu behalten. Wir erachten es als positives Signal, wenn ein Manager/Advisor seine ganzen 5% in der Equity Tranche investiert, weil er damit das grösste Risiko auf sich nimmt und entsprechend die Loans auf der Aktivseite sorgfältig auswählt.

Etwas überraschend ist der Umgang mit Transparenz im Loan Portfolio. Einige Anbieter listen Positionen transparent auf und kommentieren diese, während andere geheimnisvoller agieren und teilweise nur "Blind Pools" offerieren. Diese geben wie der Name verrät, keine Auskunft über

die Loans im Portfolio, womit eine Einschätzung der Qualität und damit auch des Kreditrisikos der Tranchen unmöglich wird. Es zahlt sich in unseren Augen immer aus, die Anlagerichtlinien für jeden CLO zu prüfen. Was für Loans dürfen genau gekauft werden? Gibt es Vorgaben bezüglich der Diversifikation z.B. ein Minimum an verschiedenen Emittenten, Sektoren, Regionen, Währungen, Instrumenten, etc? Gibt es Vorgaben für die Ratings der Loans? Unter welchen Bedingungen darf reinvestiert werden?

Es gibt zwar einen Sekundärmarkt für Tranchen von CLOs, die oft vom Arrangeur unterhalten werden. Ob Liquidität in schwierigen Situation aber effektiv verfügbar ist, wagen wir zu bezweifeln. Oder besser gesagt, dürfte die Liquidität wohl nur für Verkäufer vorhanden sein, die erhebliche Discounts akzeptieren, was natürlich nicht sehr attraktiv erscheint.

Fazit

Die Herausforderungen des Tiefzinsumfelds in der Schweiz und in weiten Teilen der westlichen Welt dürften uns auch im neuen Jahr begleiten. Zielrenditen mit breit und sinnvoll diversifizierten Portfolios zu erreichen, bleibt schwierig. CLOs dabei nicht in Betracht zu ziehen, weil sie ein Akronym darstellen und etwas komplexer sind als traditionelle Anleihen, wäre in unseren Augen schade. Grosse Versicherer sowie einige PKs haben dies erkannt und bereits agiert.

CLOs sind kein Wunderheilmittel, sondern eine Chance. Gleich wie bei anderen alternativen Anlagen (wozu wir CLOs natürlich zählen, da das BVV II Loans explizit als Alternativ definiert) empfiehlt sich eine professionelle Analyse der angebotenen Produkte und ein sorgfältiges Studium der Anlagebedingungen und Regeln.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

