

CLO-Equity-Fonds: Nutzen und Einsatzmöglichkeiten für institutionelle Investoren

Institutionelle Anleger stehen mehr denn je unter dem Druck, unter Beachtung individueller Restriktionen ihre Anlageergebnisse zu verbessern. Gleichfalls ist das Portfolio gegenüber Markt- und Kursrückgängen zu stabilisieren. Dafür steht heute ein breites Spektrum an Asset-Klassen zur Verfügung. Im Vergleich zu den etablierten Investmentalternativen, wie Aktien oder Renten, bieten junge Asset-Klassen attraktive risikoadjustierte Erträge. So zeigen Studien des US-Marktes¹⁾ über die letzten zehn Jahre, dass dort Anlagen in Asset Backed Securities risikoadjustiert deutlich höhere Erträge als die in Aktienindizes erzielten (Abbildung 1). Während der FTSE 100 nur ein Rendite-/Risiko-Verhältnis von 0,6 und der S & P 500 sogar nur eines von 0,4 erzielten, kamen ABS-Anlagen insgesamt auf ein Rendite-/Risiko-Verhältnis von 1,7.

Höhere Anforderungen an das Risikomanagement

Aufgrund ihrer im Vergleich geringen Volatilität erreichten Kredite zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen (Leveraged Loans) mit 2,7 ein besonders interessantes Rendite-/Risiko-Verhältnis. CLO-Equity bietet als nachrangigste Tranche einer ABS-Verbriefung bei höherer Volatilität demgegenüber mit 10,2 Prozent höhere Ertragschancen. Interessant scheint deshalb eine Kombination aus Investment in CLO-Equity-Tranchen und Leveraged Loans zu sein. Zudem lässt sich durch Leveraged Loans in Folge ihrer geringen beziehungsweise negativen Korrelation mit anderen Asset-Klassen eine hohe Diversifizierung des Portfolios erzielen. Letztlich versprechen CLO-Equity-Tranchen hohe Cash-Flows und damit eine schnelle Rückzahlung des eingesetzten Kapitals.

Obleich sich strukturierte Kreditprodukte²⁾ in der Vergangenheit erfreulich entwickel-

ten, handelt es sich aufgrund möglicher Liquiditäts- und Marktrisiken um komplexe Anlagen. Sie stellen höhere Anforderungen an das Risikomanagement und die Auswahl der Einzeltitel. Für institutionelle Investoren stellt sich die Frage, inwieweit sie direkt oder fondsbasiert in CLO-Equity investieren möchten. Im folgenden Beitrag werden deshalb der Nutzen und die Einsatzmöglichkeiten von CLO-Equity-Fonds anhand eines konkreten Beispiels herausgearbeitet.

Charakteristika von CLO-Equity

Grundsätzlich handelt es sich bei Collateralised Loan Obligations um im Rahmen von

Volker Kurr, Geschäftsführer, Leiter der Geschäftsbereiche institutionelle Kunden und Produkte, Prof. Dr. Oliver Kruse, Abteilungsleiter, Business Management institutionelle Kunden und Produkte, beide cominvest Asset Management GmbH, Frankfurt am Main

Collateralised Loan Obligations (CLOs) in eine Fondslösung eingebracht, sehen die Autoren für institutionelle Investoren als willkommene Möglichkeit, die gewünschten Renditemaßstäbe mit einer spürbaren Verringerung der Risiken zu verbinden. Als wichtige Argumente nennen sie dabei die Kostenersparnis durch den möglichen Verzicht auf eigene Bewertungsmodelle, das geringere Verlustrisiko gegenüber Einzeltiteln sowie nicht zuletzt die einfacheren Möglichkeiten zur Liquidation. Grundsätzlich halten sie eine Lösung mit institutionellen Publikumsfonds ebenso für möglich wie mit Spezialfonds. Dass das vorgestellte Konzept des eigenen Hauses auf Luxemburger Recht basiert, begründen sie mit der dortigen Flexibilität der Anlagemöglichkeiten und den größeren Freiheiten beim Einsatz von spezifischen Investmenttechniken wie Hedging und Leverage. (Red.)

Asset Backed Securities-Transaktionen verbrieft Obligationen. Dabei sind die Zahlungsansprüche durch einen Bestand an unverbrieften Darlehensforderungen (Collateralised Loans) gegenüber Unternehmen gedeckt. Die Forderungen wurden auf eine Zweckgesellschaft übertragen und stehen den Inhabern der CLOs als Haftungsgrundlage zur Verfügung. Die Zweckgesellschaft hat dafür, gegebenenfalls mit Unterstützung einer Investmentbank, vor Emission der CLOs den Forderungspool entsprechend seiner Ausfallwahrscheinlichkeit tranchiert und in unterschiedliche Bonitäts-Klassen zusammengefasst. Die Bonität der einzelnen Tranchen wird durch eine Ratingagentur bewertet und nach ihrer Emission laufend überprüft. Ein Treuhänder gewährleistet die Zuordnung der Zahlungsströme, indem er Zahlungen und Forderungen verwaltet.

Die unterste, ungeratete Tranche trägt die Bezeichnung Equity-Tranche oder auch First-Loss-Piece. Sie bietet die Chance des höchsten Zinsertrages innerhalb eines CLOs. Denn auf sie entfallen als Residualgröße, nach Leistung aller Festzinsszahlungen, für die anderen Tranchen die verbleibenden Zinserträge. Der Investor profitiert vom Leverage-Effekt: Solange die Zinszahlungen und Rückflüsse der Assets höher als die Zahlungen für die Loans sind, steht die Differenz der Equity-Tranche zu (vergleiche dazu das Beispiel in der Abbildung 2).

Ausfallwahrscheinlichkeiten

Die Höhe der Zinszahlungen und Rückflüsse der CLO-Equity wird maßgeblich von der Ausfallrate der vergebenen Kredite im Collateral Pool bestimmt, da auf sie gemäß der Seniorität der Anleihen mögliche Kreditausfälle zuerst verrechnet werden.³⁾ Eine Betrachtung der historischen Ausfallwahr-

scheinlichkeiten von CLOs insgesamt zeigt jedoch, dass diese in den vergangenen Jahren gesunken sind und sich aktuell auf einem niedrigen Niveau von zirka zwei Prozent stabilisiert haben.⁴⁾ Zudem lag die Recovery Rate, also der nominale Kreditbetrag, den man nach einem Kreditausfall noch erhält, bei den üblicherweise verbrieften Senior Secured Leveraged Loans in den letzten 15 Jahren bei rund 89 Prozent. Die Recovery Rate lag damit deutlich höher als die von High Yield Bonds mit zirka 38 Prozent.⁵⁾

Die Gründe dafür liegen unter anderem darin, dass Senior Secured Leveraged Loans bei der Sicherheitenverwertung vorrangig vor anderen Krediten berücksichtigt werden, durch Assets des Unternehmens besichert und durch restriktive Vertragsbedingungen, sogenannte Schutzklauseln oder Covenants, gekennzeichnet sind. So wird zum Beispiel in den Verträgen in der Regel die Einhaltung von bestimmten Relationen, wie zum Beispiel Cash-Flow zu Zins- und Tilgungsleistungen, vom Schuldner gefordert.

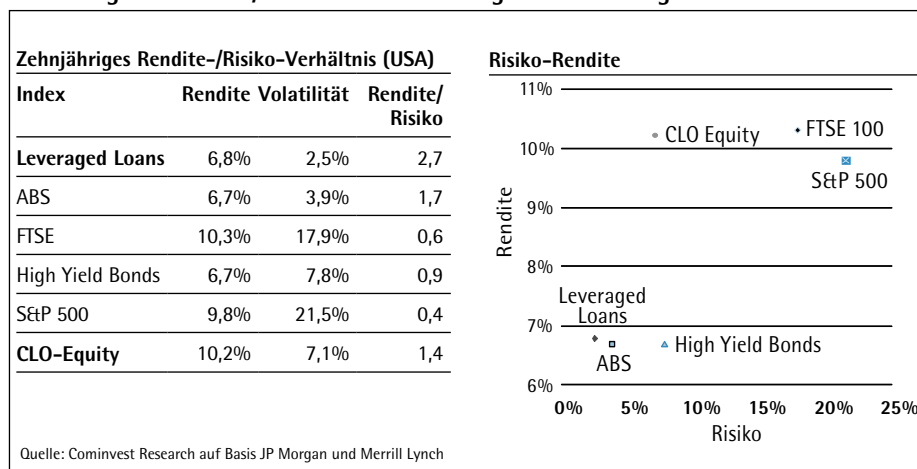
In Verbindung mit dem Ausfallrisiko ist zudem das Marktrisiko zu nennen. Steigt etwa das Zinsniveau und damit der Schuldnerzins für die Kredite, könnte dies eine Bonitätsverschlechterung des Schuldners beziehungsweise sogar dessen Zahlungsausfall zur Folge haben. Schließlich ist als weiteres wesentliches Risiko⁶⁾ die eingeschränkte Liquidität von CLO-Equity-Tranchen zu nennen, die eine Veräußerung der Wertpapiere verzögern und/oder deren Verkaufspreis verringern kann. Das kann insbesondere der Fall sein, wenn der Markt ABS-Konstellationen an sich in Frage stellt.

Argumente für eine Fondslösung

Obleich sich die genannten Risiken in den letzten Jahren nicht negativ ausgewirkt haben, sind sie für die Zukunft nicht auszuschließen. Zur Verringerung des Risikos bietet sich für institutionelle Investoren eine Fondslösung gegenüber einer Direktanlage an:

– Da das Ausfallrisiko direkt mit der Qualität der Titelauswahl verknüpft ist, sollte auf einen stringenten Investmentprozess und eine kontinuierliche Überwachung der Titel Wert gelegt werden. Dies erfordert eine tiefgehende Expertise, die vom Groß-

Abbildung 1: Rendite-/Risiko-Verhältnis ausgewählter Anlagealternativen



teil der institutionellen Anleger für eine spezielle Asset-Klasse gesondert aufgebaut und dann auch vorgehalten werden muss. Das Gleiche gilt für die Kontrolle aller der mit der Asset-Klasse verbundenen Risiken, was aufwendige Bewertungsmodelle und Technologien erfordert.

– Durch ein mittelbares Investment in eine Vielzahl von CLO-Equity-Tranchen im Rahmen eines Sondervermögens wird der

mögliche Ausfall eines einzelnen Titels auf mehrere Investoren verteilt.

– Aufgrund der eingeschränkten Liquidität von CLO-Equity ist ein breiter Marktzugang erforderlich. Voraussetzungen dafür sind große Handelsvolumina und ein langjähriger, kontinuierlicher Kontakt zu möglichen CLO-Anbietern. Dies ist bei auf strukturierte Kreditprodukte spezialisierten Asset Managern gegeben.

Abbildung 2: Leverage Effekt zugunsten der Equity-Tranche in einem beispielhaften CLO

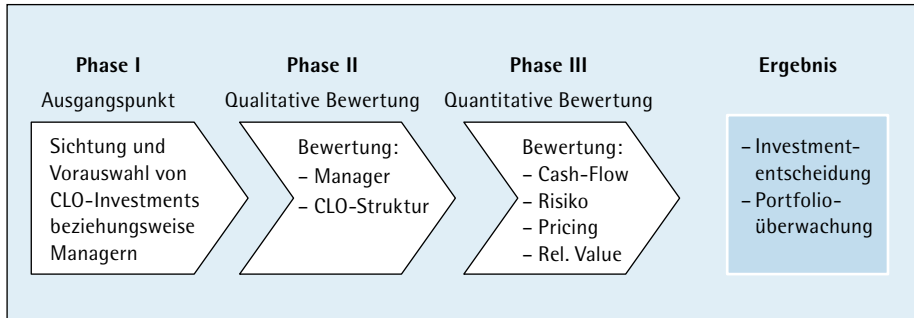
Forderungsbestand			
Euribor (Annahme)	3,0%	Zinserträge Forderungspool:	5,96%
Portfolio Spread	2,96%	Erwartete Verlustquote:	0,60%
Ausfallwahrscheinlichkeit Portfolio	1,0%	Vergütung CLO-Manager:	0,15%
Verlustquote des Portfolios	60,0%	Nettozinserträge des Forderungspools:	5,21%

Struktur der Verbindlichkeiten				
Class	Nominal in Euro	Größe der Tranche	Moody's Rating	Spread über Euribor (bps)
A	300 000 000	63,16%	Aaa	25
B1	50 000 000	10,53%	Aa1	38
B2	7 000 000	1,47%	Aa1	38
C	42 500 000	8,95%	A3	65
D	19 500 000	4,11%	Baa3	165
Equity	56 000 000	11,79%	Ungeratet	-

Zinsen für die Obligationen: 3,37%

Erwartete Rendite der Equity-Tranche:
 $(5,96\% - 3,37\% - 0,6\% - 0,15\%) \times \frac{475\,000\,000}{56\,000\,000} = 1,84\% \times 8,48 = 15,6\%$

Abbildung 3: Beispielhafter Investmentprozess eines CLO-Equity-Fonds



- darf maximal zehn Prozent des Fondsvermögens in eine CLO-Tranche investieren,
- muss sich aus mindestens zwölf CLO-Tranchen zusammensetzen,
- darf maximal 15 Prozent des Fondsvermögens bei einem CLO-Manager oder -Gruppe investieren,
- darf maximal 15 Prozent des Fondsvermögens in einen Sektor investieren und

- Auch wenn bei einer Fondslösung letztlich zum Schutz aller Investoren eine derzeitige Veräußerung der Anteile nicht gegeben ist, sind sie für den Anleger jedoch einfacher zu liquidieren. Schließlich ist es Aufgabe des Fondsmanagers, geeignete Käufer zu finden. Zudem lassen sich aufgrund der Vielzahl der CLOs in einem Fonds die Ausschüttungen einfacher steuern.

Funktionsweise eines beispielhaften Fondskonzepts

Zur Beurteilung des Nutzens eines CLO-Equity-Fonds wird im Folgenden anhand eines konkreten Beispiels deren Funktionsweise erläutert. Ziel des hier betrachteten CLO-Equity-Fonds der Cominvest ist die Erwirtschaftung einer mit den Aktienmärkten vergleichbaren Rendite bei geringerer Volatilität.

Bezogen auf den Anlagehorizont von mindestens fünf Jahren wird ein durchschnittlicher jährlicher interner Zinsfuß zwischen acht Prozent und 13 Prozent unterstellt. Aufgrund der Strukturierungskosten zu Beginn eines CLOs liegen die Zinserträge in

der Fondsaufbauphase eher am unteren Ende der Spanne, während sie danach am oberen Ende zu erwarten sind. Die Volatilität des Fonds soll zwischen fünf Prozent und acht Prozent liegen.

Die Fondstruktur lässt sich mit dem eines Dachfonds vergleichen. An die Stelle der Zielfonds eines Dachfonds treten beim CLO-Equity-Fonds die einzelnen CLOs (Abbildung 3). Der Fondsmanager des CLO-Equity-Fonds kauft und verkauft die einzelnen Equity-Tranchen. Jeder CLO wird wiederum aktiv von einem CLO-Manager verwaltet, der die vergebenen Kredite in den Referenzportfolios steuert und der für die Allokation der Risiken zuständig ist. Der Dachfonds selbst investiert in die Equity-Tranchen verschiedener CLOs beziehungsweise CLO-Manager.

Für den CLO-Fonds gelten nach seiner Strukturierung die folgenden Portfolio-richtlinien. Der Fonds

- darf nur CLO-Equity-Tranchen kaufen, die auf Währungen der OECD Mitglieder lauten,

- darf bei Erwerb einer CLO-Tranche maximal vier Prozent des Fondsvermögens in einen einzelnen Kreditnehmer investieren.

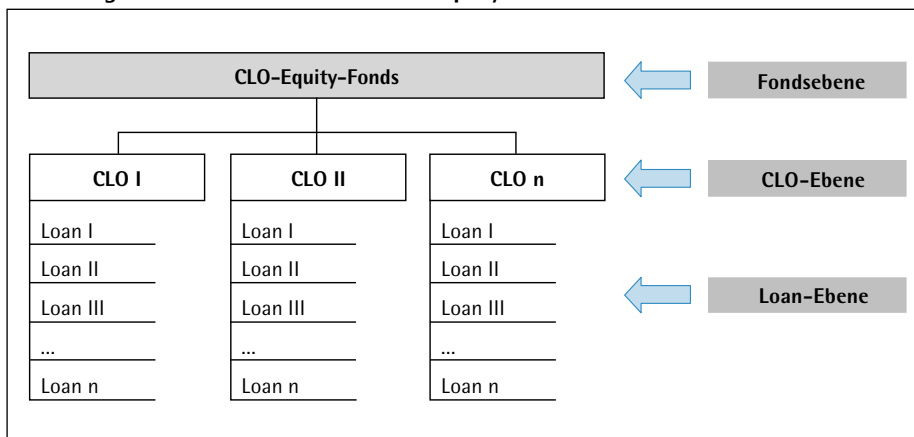
Die Fondstruktur und Portfoliorichtlinien stellen dabei im Zusammenspiel ein Höchstmaß an Diversifikation sicher.

Strukturierte Auswahl der einzelnen Tranchen

Der revolvingierende Investmentprozess sorgt in diesem Zusammenhang für eine strukturierte und fundierte Auswahl der CLO-Equity-Tranchen (Abbildung 4). In einer ersten Phase werden die zur Verfügung stehenden CLO-Investments beziehungsweise die zur Auswahl stehenden CLO-Manager gesichtet und ausgewählt. Bezüglich der Manager werden etwa deren historische Default und Recovery Rate, die Stringenz des Kreditprozesses sowie die Anzahl und Größe der bisherigen Transaktionen analysiert.

In einer zweiten Phase wird daraus eine qualitative Bewertung einzelner Manager und einzelner CLO-Strukturen vorgenommen. Bevor es zur Investmententscheidung kommt, wird in einer letzten dritten Phase eine quantitative Beurteilung der CLO durchgeführt. Hier wird unter anderem geprüft, ob der Preis insgesamt marktgerecht ist und ob er im Verhältnis zur CLO-Struktur, seinen Cash-Flows und Risiken stimmig ist.

Abbildung 4: Fondsstruktur eines CLO-Equity-Fonds



Basierend auf die Fondsstruktur, die Portfoliorichtlinien und den Investmentprozess setzen das Risikomanagement und das Reporting auf der Fondsebene, der CLO-Ebene und der Loan-Ebene an (Abbildung 3). Auf der Fondsebene wird die Portfolio-konstruktion und dessen Diversifizierungsgrad sowie die Selektion der CLO-Manager an sich überprüft. Auf der CLO-Ebene werden etwa vom CLO-Manager regelmäßig

Reportings über die größten Loan-Positionen sowie deren Korrelation untereinander eingefordert. Auf der Loan-Ebene werden die einzelnen Kredite laufend überwacht und im Falle negativer Unternehmensnachrichten wird der jeweilige CLO-Manager kontaktiert und Sonderberichte werden eingefordert.

Einsatzmöglichkeiten von CLO-Equity-Fonds

Grundsätzlich kommen für CLO-Equity-Fonds als Investmentvehikel sowohl eine Spezialfonds- als auch eine institutionelle Publikumsfondslösung in Frage. Das hier vorgestellte Konzept basiert dabei auf Luxemburger Recht.⁷⁾ Es profitiert von einer größtmöglichen Flexibilität der Anlagemöglichkeiten, zudem sind spezifische Investmenttechniken, wie Hedging und Leverage, ohne Einschränkungen möglich. Die Spezialfondslösung erfordert größere Volumina⁸⁾, dafür kann der Investor jedoch seinen Fonds nach individuellen Vorgaben gestalten und gegebenenfalls auch seine Direktbestände auf den Fonds übertragen. Der institutionelle Publikumsfonds ist in der Praxis bereits ab Summen von 500 000 Euro erhältlich und eignet sich damit zur Depotbeimischung beziehungsweise als Renditequelle in Core-Satellite-Ansätzen.

CLO-Equity-Fonds sind insbesondere für Stiftungen sowie Versicherungen und Pensionskassen eine interessante Anlagealternative.⁹⁾ Stiftungen bietet der Fonds den Vorteil, dass die jährliche Rendite als ordentlicher Ertrag anfällt und somit für eine Ausschüttung voll zur Verfügung steht.

Für Versicherungen und Pensionskassen spricht deren Deckungsstockfähigkeit. Der Fonds stellt nach gültiger Rechtslage¹⁰⁾ für Versicherungsunternehmen ein geeignetes Investment dar, wobei das Investment aufsichtsrätlich als Hedgefonds klassifiziert wird, was geringe Sicherheitsanforderungen an das Investment zur Folge hat. Das wird etwa durch eine stärkere Informationspflicht des Investors und die Einhaltung bestimmter Anlagegrenzen kompensiert. So ist die Beteiligung auf die fünfprozentige Hedgefonds-Quote der Anlage-Verordnung sowie auf die allgemeine 35-prozentige Risikoquote anzurechnen.

Die aufsichtsrechtliche Klassifizierung als Hedgefonds gibt dabei einen weiteren Hinweis für den Einsatz von CLO-Equity für

Investoren. Betriebswirtschaftlich stellen Tranchen von CLOs zunächst Schuldverschreibungen dar. Da diese jedoch zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen dienen, gibt es mittelbar einen Bezug zu Private Equity und Hedgefonds. Insofern können CLO-Equity-Fonds eine Vorstufe zu reinen Private Equity oder Hedgefonds sein. Im Gegensatz zu den letztgenannten sind CLO-Equity-Fonds jedoch deutlich transparenter.

Risikoreduktion durch die Fondslösung

CLO als neue Asset-Klasse bietet die Chance attraktiver Renditen sowie einer hohen Diversifikation innerhalb eines Portfolios. Demgegenüber stehen vor allem Markt- und Liquiditätsrisiken. Fondslösungen können diese reduzieren, den administrativen Aufwand verringern und das Vorhalten beziehungsweise gar den Aufbau zusätzlicher Kapazitäten in Personal- beziehungsweise IT-Abteilungen vermeiden. All das erfordert von der Fondsgesellschaft tiefgehende Expertise, langjährige Erfahrung und ausreichend Ressourcen, und institutionelle Investoren sollten bei der Entscheidung für eine Fondslösung den Asset Manager sorgsam auswählen.

Fußnoten

- ¹⁾ Cominvest Research auf Datenbasis von JP Morgan und Merrill Lynch.
- ²⁾ Im Gegensatz zu strukturierten Anlageprodukten steht hier nicht die Kombination aus Wertpapier und Derivat im Vordergrund, sondern es werden gebündelte Kreditforderungen etwa hinsichtlich Bonität und Cash-Flows umstrukturiert.
- ³⁾ Vgl. zur Rangfolge der Zahlungsverrechnung entsprechend der Seniorität der Anleihen das auch als Wasserfall bezeichnete Prinzip bei Jobst, A.A. *Collateralised Loan Obligations (CLOs) – A Primer*, Center for Financial Studies, Frankfurt, 2002, S. 22.
- ⁴⁾ Zahlen zusammengestellt durch Cominvest auf Basis von Analyse großer europäischer CLO-Manager.
- ⁵⁾ Vgl. Fitch: *Bank Loan and Bond Recovery Study: 1997-2000*.
- ⁶⁾ Als weitere Risiken sind das Bewertungsrisiko sowie das Manager-, Amortisations-, Reinvestment- und strukturelles Risiko auf CLO-Ebene zu nennen. Vgl. dazu Näheres bei Latenser, S.: *Asset Backed Securities im Portfoliomanagement*, 1997, Seiten 15ff.
- ⁷⁾ Einer deutschen Spezialfondslösung steht die fehlende jederzeitige Liquidierbarkeit entgegen.
- ⁸⁾ In Luxemburg ist nach dem Gesetz vom 13. Februar 2007 für ein Special Qualified Investor Fund lediglich ein Mindestinvestment von 125 000 Euro notwendig. In der Praxis erfordert die Auflage jedoch Summen von 30 Millionen Euro.
- ⁹⁾ Asset Backed Securities werden allgemein von Hahn für Versicherungen als „attraktives und facettenreiches Investmentprodukt“ (Seite 365) bezeichnet.
- ¹⁰⁾ Vgl. dazu die Anlageverordnung vom 22. Mai 2005 sowie die Rundschreiben 7/2004 und 15/2005 der BaFin.

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffenburger Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.
Telefon: (0 69) 97 08 33 - 0, Telefax: (0 69) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesens.de
Internet: www.kreditwesens.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser,
Philipp Otto

Redaktion: Swantje Benkelberg, Lars Haugwitz,
Alexander Hofmann, Frankfurt am Main

Redaktionssekretariat: Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesens.de.

Verlagsleitung: Uwe Cappel

Anzeigenleitung: Ralf Werner, Tel. (0 69) 97 08 33-43

Anzeigendisposition:

Alexandra Knab, Tel. (0 69) 97 08 33-33,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffenburger Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 49 vom 1.1.2007 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise incl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 372,72, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 191,40, 1/4-jährlich € 98,40. Ausland: jährlich € 382,32. Preis des Einzelheftes € 17,90 (zuzügl. Versandkosten).

Bestandteil des Abonnements ist eine 4-mal jährlich erscheinende Ergänzungsausgabe (Supplement) „Technik – IT für Finanzdienstleister“.

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 584,88, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 306,00, 1/4-jährlich € 160,14. Ausland: jährlich € 594,72.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindungen: Landesbank Hessen-Thüringen – Girozentrale – 10 555 001 (BLZ 500 500 00), Frankfurt am Main.

Druck: Kern & Birner GmbH + Co., Werrastraße 4,
60486 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019

