

SIGLO Timeout Nr. 82 - CLO Equity

Ausgangslage

Im aktuellen für Kreditanlagen eher teuren Marktumfeld erscheinen uns Anlagen in CLO-Equity-Tranchen attraktiv. Dies widerspricht auf den ersten Blick der Intuition, da CLO-Equities komplexe alternative Anlageinstrumente darstellen, die mit Hebeln von 10x in Non-Investment-Grade Senior Secured Loans investieren und normalerweise hochvolatil sind. Im Timeout erörtern wir, weshalb CLO-Equity für uns trotzdem attraktiv erscheint und was bei einer Umsetzung zu beachten ist.

Ausgangslage

Obwohl man nie genau weiss, wo man sich im Kreditzyklus befindet, bestreitet heute mit Ausnahme weniger "Asset Gatherer", dass es wohl näher beim Ende als beim Anfang sein dürfte. Man spricht vom dritten Drittel im Eishockey, den letzten Kilometern im Marathon, ja vielleicht sogar von der Fussball-Nachspielzeit. Typisch für diese Phase sind im historischen Vergleich tiefere Risikoprämien, bzw. tiefere Spreads aber gleichzeitig höhere Risiken durch z.B. schlechte Kreditdokumentation (Cov-Lite als ein Beispiel) oder tiefe Ratings, welche vom Markt akzeptiert werden. Ein Grund für Sorglosigkeit am Markt liegt in der Regel darin, dass sich diese Risiken in der kürzeren Vergangenheit nicht materialisierten und man sie deshalb gerne als übertriebene Vorsicht abtut. Ebenfalls typisch ist der Renditehunger vieler Anleger, die für ein paar Basispunkte mehr für uns unverhältnismässige Risiken eingehen (Timeout 27). Und nicht zuletzt kommt die Vehemenz, mit welcher Anbieter ihre Produkte gegen Kritik verteidigen und auf den tollen kürzlichen Track Record verweisen, hinzu.

In den Endphasen von Zyklen hohe Risiken einzugehen, empfiehlt sich eigentlich fast nie. Wie kommen wir auf die Idee, heute volatile, gehebelte und komplexe Instrumente vorzustellen? Weil wir den Eindruck nicht loswerden, dass die Funktionsweise von CLO-Equity und die relevanten Renditeeinflüsse von Anlegern intuitiv oft nicht richtig eingeschätzt werden.

Renditetreiber von CLO-Equity

Im Timeout 49 haben wir die Funktionsweise von CLOs bereits beschrieben. Rufen wir uns daher nur kurz in Erinnerung, dass die Aktivseite eines CLOs aus einem Portfolio von rund 80-150 Senior Secured Loans besteht und die Passivseite aus verschiedenen Fremdkapitaltranchen mit Ratings von AAA bis B plus der zuunterst liegenden Equity Tranche. Mit den Coupons der Loans auf der Aktivseite werden die Coupons aller CLO-Fremdkapitaltranchen bedient, wobei die oberste und damit sicherste

AAA-Tranche zuerst das Geld erhält. Sämtliche Couponserträge, welche nach Bedienung aller CLO-Debt-Tranchen übrig bleiben, fliessen der Equity-Tranche zu. Bei jeder normalen Unternehmung läuft es ähnlich; auch dort fliessen freie Erträge nach Bedienung sämtlicher Verpflichtungen dem Aktienkapital als Gewinn zu.

Der Hebel (Leverage) kommt zustande, weil die CLO-Equity-Tranche in der Regel rund 10% der gesamten CLO-Kapitalstruktur ausmacht aber logischerweise die gesamten übrig bleibenden Erträge nach Abzahlung der Coupons für alle CLO-Debt-Tranchen kassiert. Mit anderen Worten liefern die Käufer der CLO-Debt-Tranchen die Finanzierung für die Equity-Tranche.

Renditen von CLO-Equity hängen von der Differenz zwischen Loan-Coupons der auf der Aktivseite und den Kosten der Finanzierung auf der Verpflichtungsseite ab.

Die Rendite der CLO-Equity-Anlage hängt also massgeblich davon ab, wie hoch die Spreads der Loans auf der Aktivseite sind und wie teuer die Finanzierung der ganzen Verpflichtungsseite ausfällt. Hohe Loan-Spreads und tiefe CLO-Debt-Spreads generieren hohe Erträge für die Equity Tranchen und umgekehrt. Wiederum analog zur Unternehmung, welche auch gut läuft, wenn die Einkünfte höher sind als Kosten.

Daher drängt sich die Frage auf, wie nun heute das Verhältnis der Loan-Spreads gegenüber den Spreads der CLO-Debt-Tranchen aussieht. Bei den folgenden Betrachtungen kürzen wir der Einfachheit halber jeweils den Libor / Euribor auf beiden Seiten des CLOs weg. Ebenfalls verzichten wir auf die Modellierung von Kosten, weil sie die Funktionsweise der CLOs und das Ergebnis der Analyse nicht signifikant beeinflussen. Damit lautet die vereinfachte Frage, wie hoch die Kreditaufschläge der Loans auf der Aktivseite gegenüber denjenigen der CLO-Debt-Tranchen auf der Verpflichtungsseite ausfallen.

Aktueller Stand der Dinge

Bei USD-Loans fällt heute gemäss populärer Indizes ein durchschnittlicher Aufschlag von rund 3.5% an. Würde man Titel mit einem Rating von CCC ausschliessen und nur solche mit BB oder B berücksichtigen, läge der Schnitt bei rund 3.25%. In Europa liegt der Schnitt aller Loans gemäss Indizes auch bei 3.5% und derjenige von BB/B im Schnitt bei 3.1%. Viele CLOs schliessen Loans mit CCC Rating zwar nicht ganz aus aber limitieren die Quote stark.

Auf der Verpflichtungsseite der CLOs betragen die Aufschläge heute in den USA rund 1% für AAA-Tranchen und rund 6-8% für die Tranchen mit B Rating. In Europa liegen sie im Schnitt bei rund 0.7% für AAA- und 6-7% für B-Tranchen. In den meisten CLOs macht die AAA-Tranche rund 60% des gesamten Fremdkapitals aus und alle anderen Tranchen zusammen rund 30%. Somit ergeben sich für US-CLOs durchschnittliche gewichtete Finanzierungskosten von rund 1.6% in den USA und rund 1.4% für Europa.

Ziehen wir nun diese Erträge der Aktivseite von den Finanzierungskosten der Verpflichtungsseite ab, erhalten wir die erwarteten Erträge für die Equity-Tranchen. Dabei kommt heraus, dass in den USA rund 1.65% (3.25% minus 1.6%) übrig bleiben und in Europa rund 1.7% (3.1% minus 1.4%). Bei einem Leverage von rund 10% ergibt sich daraus ein Bruttoertrag von über 16% in den USA und rund 17% in Europa. Klingt ja fast zu gut um wahr zu sein, oder??

Loss Rates...

Was wir bisher noch nicht berücksichtigt haben, sind Ausfälle von Loans auf der Aktivseite, die sich wohl nie ganz eliminieren lassen, weshalb wir sie in die Berechnungen integrieren müssen.

Die langfristige Ausfallrate von Loans sowohl in den USA als auch in Europa lag gemäss den Daten der Ratingagenturen oder bei JP Morgan bei rund 3.2% p.a. Die Recovery Values lagen bei rund 70%, wobei die Quellen von fast 80% bis rund 60% variieren. Dies entspricht einer Loss Rate von knapp 1% (3.2% * 0.3) pro Jahr. Wir sollten hierbei nicht vergessen, dass diese langfristige durchschnittliche Loss Rate fast nie in der Realität eintritt, weil sie in "normalen" Zeiten tiefer aber in Krisen signifikant höher liegt. Es drängt sich also eine Analyse mit zwei unterschiedlichen Regimen auf. Leider sprengt dies den Timeout-Rahmen aber wir stehen jederzeit für eine Diskussion zur Verfügung. Fest steht, dass bei den heutigen geringen Loss

Rates von rund 0.3-0.5%, die erwartete Rendite von normalen CLO-Equity-Tranchen weiterhin im tiefen zweistelligen Bereich liegt.

Wer einen vorsichtigen Ausblick wagt und dabei bemerkt, dass heute die Dokumentationen von Loans unterdurchschnittlich gläubigerfreundlich sind (z.B. Cov-Lite) und damit die Risiken der Loans ansteigen, könnte auf eine konservative Loss Rate von rund 1.4% pro Jahr kommen (3.5% Default mit 60% Recovery Rate). Höhere Defaults reflektieren das härtere Geschäftsumfeld für Emittenten und tiefere Recovery Rates die schlechtere Dokumentation. Damit wäre auf den ersten Blick die hohe erwartete Rendite der CLO-Equity-Tranchen im Eimer, weil die Loss Rates die Couponserträge beinahe vollständig auffressen, falls ein CLO-Manager nicht in der Lage ist, überdurchschnittlich gute Loans auszuwählen, um so die Loss Rate zu senken.

...aber auch Parbuilding und Spreadausweitung nicht vergessen

Was wir aber auch noch nicht berücksichtigt haben, ist die Möglichkeit der CLO-Manager, die Loans auf der Aktivseite zu Preisen unter par zu kaufen. Denn im Gegensatz zu anderen Structured Credits ist die Bewirtschaftung der Aktivseite eines CLOs dynamisch und aktiv. Man ist also nicht auf Gedeih und Verfall an die einmal gekauften Titel gebunden, sondern darf die Loans auf der Aktivseite laufend (im Rahmen fixierter Anlageregeln) handeln und anpassen.

Die Optionalität von CLO-Equity, von Parbuilding und sich ausweitenden Spreads auf Loans zu profitieren, bewährte sich bisher in Krisen mit Abstand am besten.

Damit kann ein CLO neben den Coupons auch Kapitalerträge mit den Loans erzielen, welche ebenfalls der Equity-Tranche zu Gute kommen. Man spricht in diesem Zusammenhang von "Parbuilding". Ein vereinfachtes und statisches Beispiel zeigt: Wenn der Manager alle Loans auf der Aktivseite für 99% anstelle von par kaufen würde, könnte er 1% Kapitalertrag erzielen. Beim Leverage von 10x würde er so die erwartete Rendite um 10% erhöhen. Nun agieren CLO-Manager aber eben nicht statisch, sondern betreiben aktives Parbuilding. Ob das im Einzelfall von Erfolg gekrönt ist, ist eine andere Frage. Aber die Option zum Erfolg besteht auf jeden Fall. Weiter dürften sich die Spreads und damit auch die Coupons der Loans auf der Aktivseite in Krisen signifikant ausweiten. Entsprechend

besteht für CLO-Manager die Chance, Loans mit höheren Couponserträgen zu kaufen, um die Rendite der CLO-Equity-Tranche zu steigern.

Und in diesen beiden Punkten liegt in unseren Augen das schlagende Argument für Anlagen in CLO-Equity: Wenn nämlich am Kredit- und Loan-Markt eine Krise aufzieht, die Loans an Wert verlieren und die Schuldner wieder höhere Coupons zahlen, ergibt sich für den CLO die Chance, Titel weit unter par zu kaufen und zugleich von höheren Coupons zu profitieren. Dies ist auch der für uns zentrale Grund weshalb viele CLO-Manager heute neue CLOs lancieren.

Die Idee funktioniert, weil die Finanzierung der CLO-Debt-Tranchen meistens über 10-15 Jahre fixiert ist und die Investitionsperiode der CLOs heute vier bis fünf Jahre beträgt. Es besteht also keine Gefahr, dass Investoren in CLO-Debt frühzeitig ihr Geld zurück verlangen. Damit ist die günstige Finanzierung langfristig gesichert und der CLO-Manager hat die Chance, vier bis fünf Jahre von Krisen zu profitieren und für die Equity-Tranche Zusatzerträge zu generieren.

Wo ist dann der Haken?

Hohe Renditen sind meistens mit hohen Risiken verbunden. Bei CLO-Equity ist das nicht anders. Ein Risiko liegt in der hohen Marktpreisvolatilität von CLO-Equity. Marktbewertungen können Abschläge gegenüber "fair Value" von 50% bis 95% implizieren. Anleger müssen dies ertragen können. Wer in solchen Zeitpunkten die Nerven zu verlieren droht und verkauft oder zum Verkauf gezwungen wird, sollte unserer Meinung nach nicht in CLO-Equity investieren. Ähnliche Erfahrungen machten diverse Anleger in der Finanzkrise als viele CLO-Equity-Tranchen mit nur wenig über Null am Markt oder zweitweise

gar nicht mehr handeln. Auch Ende 2015 bis Februar 2016 verloren einige Equity-Tranchen am Markt stark an Wert. Doch in den jeweils folgenden Erholungen wurden wieder hervorragende Renditen mit CLO-Equity erzielt. Wer sich eine Buy-and-Hold-Strategie leisten konnte und sowohl emotional als auch praktisch die Ruhe behielt, wurde dafür fürstlich belohnt.

Ein zweites Risiko läge darin, dass die Krise so heftig und langanhaltend ist, dass viele Loans in Default gehen und die Recovery Rate weit unter dem historischen Schnitt liegt. Die Loss Rate könnte dann evtl. über Jahre um ein Vielfaches über dem Schnitt liegen, womit das ganz CLO-Equity-Kapital aufgebraucht würde und keine Kompensation über Parbuilding und Couponserträge möglich ist. Dass auch Aktien in diesem Szenario unter die Räder kommen, liegt auf der Hand. Zudem gab es bisher bei den Loans noch keine Phase, in der die Loss Rates über Jahre hinweg weit über dem historischen Durchschnitt lagen. In den meisten Fällen inkl. 2009 erholten sich die Loan-Bewertungen am Markt rasch. Dies erklärt uns auch weshalb ein langfristiger Buy-and-Hold-Ansatz so wichtig ist.

Fazit

Die Praxis ist komplexer als unser Timeout. Die Selektion guter CLO-Manager mit sinnvollen Anlagerahmenwerken ist schwierig aber zentral. Es gibt auch unter den CLOs keine eierlegende Wollmilchsau. Aber es treten ab und zu Anlagechancen auf, die zwar kontraintuitiv aber sehr vielversprechend sind; Vielleicht gerade eben weil sie der Intuition zuwiderlaufen. Wir zählen CLO-Equity heute dazu und laden interessierte Leser gerne ein, mit uns vertieft über Chancen und Risiken von CLO-Equity im Einzelfall zu diskutieren. Schaden kann das auf keinen Fall.

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

