

Deka – Thementrends

Verbriefungen – Attraktive Renditen gegenüber klassischen Rentenprodukten

August 2024

The Deka logo is displayed in white text on a red rectangular background. It consists of three small squares followed by the word "Deka" in a bold, sans-serif font.

Auf einen Blick

- Die **Anlageklasse der Verbriefungen (CLOs und ABS)** konnte sich im Vgl. zu anderen Rentensegmenten über die vergangenen Jahre **gut behaupten** und **bietet** einen **erkennbaren Mehrwert** in Anlageportfolien.
- Investment Grade (IG) Tranchen von verbrieften Unternehmenskrediten, sog. CLOs (Collateralised Loan Obligations), haben sich historisch als eine **attraktive Anlageklasse in einem gut diversifizierten Portfolio Kontext** erwiesen.
- Bei **CLOs** handelt es sich um Verbriefungen, deren Deckungsstock aus überwiegend besicherten Unternehmenskrediten internationaler High Yield Emittenten besteht. Investoren in den oberen Tranchen **profitieren von mehrstufigen Sicherungsmechanismen**.
- Trotz der hohen Besicherung und niedrigen Ausfallraten können CLOs eine **risiko-adjustierte Überrendite** verglichen mit bonitätsstarken Unternehmensanleihen bieten.
- Auf Basis dieser attraktiven Rendite, einer **geringen Korrelation** zu anderen Anlageklassen und der **hohen Besicherung** stellen IG CLO Verbriefungen eine **interessante Beimischung für den diversifikationsorientierten Investor mit einem mittel- bis langfristigen Anlagehorizont** dar.

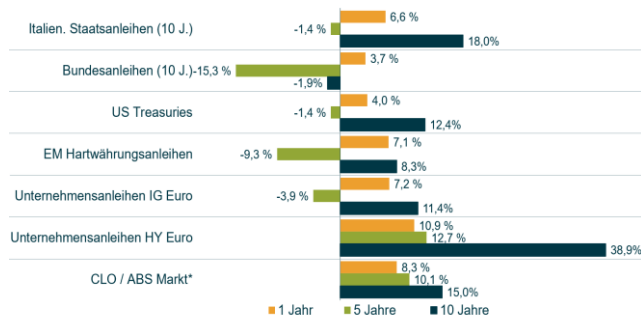
Deka – Thementrends

CLOs: Wahrnehmung und Realität

Eine 1-, 5- bzw. 10-jährige Betrachtung von verschiedenen Anlageklassen im Rentensegment zeigt eine evidente Vorteilhaftigkeit von Verbriefungen

Über die letzten 1-, 5 bzw. 10 Jahre betrachtet hat sich die Anlageklasse der Verbriefungen im Vergleich zu anderen Rentensegmenten sehr vorteilhaft entwickelt (siehe Abb. 1). Auf Basis dieser Erkenntnis möchten wir diese Anlageklasse näher beleuchten und im Speziellen die Entwicklung, Funktionsweise und Schutzmechanismen von CLOs („Collateralised Loan Obligations“ - Verbriefungen von Unternehmenskrediten) erläutern.

Abbildung 1: Ungeachtet der hohen Volatilität an den Märkten konnte sich der IG ABS/CLO Markt ggü. anderen Rentensegmenten über die letzten Jahre gut behaupten und einen erkennbaren Mehrwert in Anlageportfolien bringen



Quelle: Deka Investment GmbH, eigene Berechnungen, *CLO/ABS Markt: Wertentwicklung anhand des Deka-EuroFlex Plus CF, Datum: 07/2024

Rückblick sowie Divergenz von öffentlicher Wahrnehmung und den Fakten

Die Anlageklasse der Verbriefungen ist historisch negativ mit der internationalen Finanzkrise von vor über 15 Jahren assoziiert und wird oftmals im gleichen Atemzug erwähnt. Leider ist diese Darstellung sehr undifferenziert und entspricht zudem nicht den tatsächlichen Rahmendaten.

Im Nachgang zur Finanzkrise gab es, insbesondere in Europa, nahezu keine Aufarbeitung oder differenzierte Darstellung zwischen den verschiedenen Verbriefungsarten, die tatsächlich ursächlich für die Verluste der Finanzkrise waren, und jenen Verbriefungen, die weder der Auslöser der Finanzkrise waren noch gravierende Verluste erlitten hatten.

Das Kernproblem der Finanzkrise waren die sogenannten „Subprime“-Kredite aus den USA, die zum Teil im hohen Maße ausfielen. Verbriefungen mit diesen Krediten, sowie auch darauf basierende synthetische Finanzprodukte, generierten in Folge der Kreditausfälle hohe Verluste für die Investoren. Die angefallenen hohen Ausfallraten bei US-Transaktionen wurden von den Marktteilnehmern auch auf europäische Verbriefungen projiziert. Demzufolge hat sich auch die Wahrnehmung von europäischen Verbriefungen nachteilig manifestiert. Europäische Investment Grade ABS („Asset-Backed Securities“-Verbriefungen von Hypotheken und Konsumentenrisiken) wie auch die Investment Grade CLOs verzeichneten hingegen keine bzw. nur marginale Ausfälle. Somit hat eine signifikante

Wertaufholung der Anlagekasse nach der Finanzkrise stattgefunden. Zudem hat sich seit der Finanzkrise eine spezialisierte Investorenbasis entwickelt, die zu einer verbesserten Marktliquidität, vor allem in schwierigen Marktphasen, geführt hat.

In diesem Zusammenhang belegt eine Studie von der Ratingagentur S&P, dass bei den europäischen CLOs seit 1997 lediglich geringe Ausfälle bei BBB-gerateten Anleihen zu verzeichnen waren. AAA bis A-geratete Anleihen hingegen verzeichneten keinerlei Ausfälle (siehe Abb. 2).

Abbildung 2: Ausfälle im Investmentgrade Bereich von CLOs während der Finanzkrise sowie von aktuellen CLOs

Tranchen-rating	Ausfälle nach S&P von CLOs (1.0) während der Finanzkrise bis 2013	Ausfälle nach S&P von aktuellen CLOs (2.0) seit 2013 bis heute
AAA	0%	0%
AA	0%	0%
A	0%	0%
BBB	1,35%	0%

Quelle: S&P, Datum: 07/2024

Zudem wurden als Lehre aus der Finanzkrise ab 2011 CLO-Anleihen strukturell und regulatorisch verbessert. Darüber hinaus wurden detaillierte Regulierungen für Verbriefungen im Gesetz verankert.

Neben den eingeführten verschärften Sorgfaltspflichten wurde vor allem durch den neu eingeführten Selbstbehaltsanteil („Risk Retention“) ein Interessensgleichlauf zwischen Emittenten und Investoren sichergestellt. Danach ist ein Emittent nun verpflichtet, 5% der Emission selbst zu behalten. Für CLO-Tranchen wurden zudem die Sicherheitsanforderungen enorm erhöht, so dass die Besicherung einer „vor-Krisen“ AA-CLO-Tranche danach nur noch den Bedingungen einer aktuellen Single-A-Tranche entsprechen würde (siehe Abb. 5).

Seit der Umsetzung dieser Produktverbesserungen gab es auch keine Ausfälle bei europäischen Investment Grade CLO-Anleihen (CLO 2.0). Ebenso übersteigt der Anteil der Ratingheraufstufungen der CLO-Anleihen die der Ratingherabstufungen in den zurückliegenden Jahren signifikant.

Deka – Thementrends

Funktionsweise und Schutzmechanismen von CLOs

Was ist unter CLOs zu verstehen und was sind deren Bestandteile?

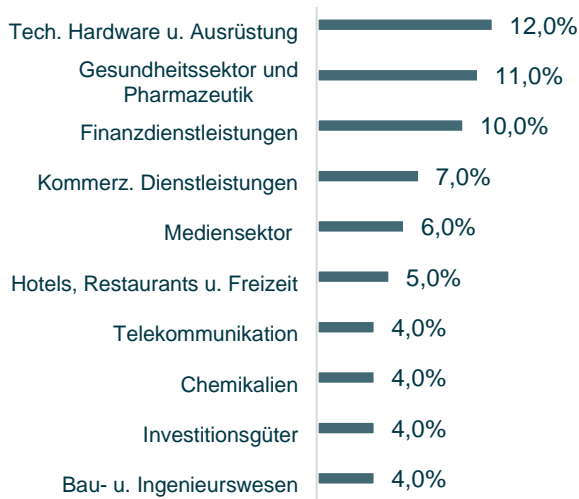
Ein weiterer Mythos der Finanzkrise besteht darin, dass Verbriefungen keine wirkliche realwirtschaftliche Bedeutung oder Notwendigkeit haben. Die Realität stellt sich jedoch genau konträr dar.

In weiten Teilen Europas sind ABS elementar für die Gegenfinanzierung von privatwohnmwirtschaftlichen Hypotheken, Konsumentenkrediten wie auch der Leasing- und Kreditverträge von Autoherstellern. CLOs hingegen dienen der Finanzierung von Kreditvergaben an allgemein bekannte und renommierte Unternehmen, wie u.a. Ineos, Techem, Breitling, Apleona oder Cheplapharm. Es sind gerade diese Firmen der internationalen „zweiten Reihe“, die durch eine verschärfte Bankenregulierung auf die Finanzierung durch Nicht-Banken angewiesen sind. Daher war alleine in den letzten Jahren ein starker Zuwachs solcher Transaktionen im Universum der Marktsegmente „Private Debt“ und „Leveraged Finance“ zu beobachten.

Im aktuellen Marktcontext sind es auch gerade die auf Unternehmensfinanzierungen basierenden CLOs, die attraktive Rendite/Risikoprofile für Investoren bieten. Bei CLOs handelt es sich um Verbriefungen, denen ein Deckungsstock von 120 bis 350 meist erstrangig besicherter Unternehmenskredite (Senior Secured Loans) zugrunde liegt. Im Deckungsstock werden Unternehmenskredite mit einem durchschnittlichen „B“ Rating aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Ländern gebündelt und somit einer breiten Investorenbasis zugänglich gemacht.

Die in den CLOs vertretenen Unternehmenskredite werden typischerweise in den kerneuropäischen Ländern Frankreich, Niederlande, Deutschland und Großbritannien originiert. Auch die Aufteilung nach Sektoren spiegelt den repräsentativen Querschnitt der europäischen Wirtschaft wider (siehe Abb. 3). Da die Portfolien dynamisch von einem CLO-Manager verwaltet werden, kann dieser zudem ad hoc auf negative sektorale und regionale Entwicklungen reagieren und dadurch mögliche negative Auswirkungen minimieren.

Abbildung 3: S&P Sektoren - Konzentrationen der aktuellen Sektoren, die in CLOs gehalten werden



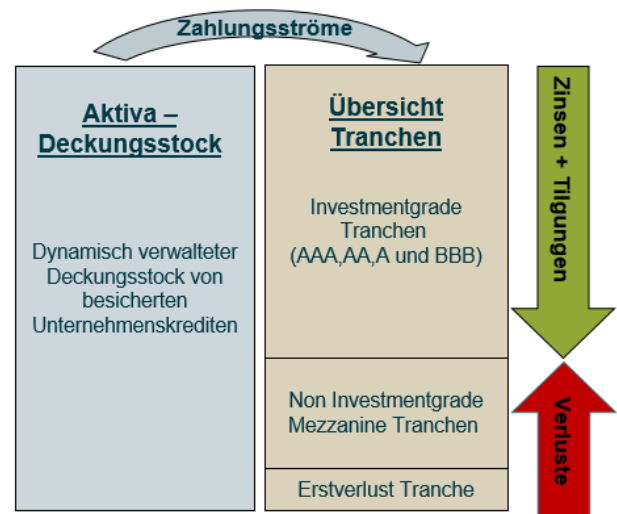
Quelle: Intex, Morgan Stanley Research, Datum: 07/2024

Hoher Schutz für Investoren bei Investmentgrade Tranchen

Kreditzinsen und Tilgungen werden in einer Wasserfallstruktur an die Investoren der CLOs ausgeschüttet. Die Investoren der obersten Tranche, in der Regel AAA-geratete Anleihen, erhalten zuerst die Zahlungen, wohingegen die Investoren der untersten Tranche (die sogenannte Erstverlust Tranche, auch Equity-Tranche genannt) sämtliche übrigen Zahlungen erhalten. Verluste hingegen werden in umgekehrter Reihenfolge zugeordnet. Dieser Subordinationsmechanismus ermöglicht es, das Risiko des durchschnittlich B-gerateten Deckungsstocks in verschiedene Risikoklassen aufzuteilen (siehe Abb. 4).

Zwischen der „AAA“ und der Equity-Tranche gibt es somit weitere Investmentgrade und Non-Investmentgrade Tranchen, in welche der Investor in Abhängigkeit von seiner Risikoneigung investieren kann.

Abbildung 4: Subordination der Investmentgrade-Tranchen stellt einen „Schutzpuffer“ für Verluste im Deckungsstock dar



Quelle: Deka Investment, Datum: 07/2024

Gerade bei den Investmentgrade Tranchen machen die Strukturelemente des doppelten Schutzmechanismus von erstrangigen Krediten und der komfortable Subordinationspuffer der investierten Tranche diese Anlageklasse sehr interessant für Investoren.

Am Markt geht man derzeit von einem aktuellen 60%igen „Restwert“ und einer erwarteten Ausfallrate von 4% aus. Danach ergibt sich ein jährlicher erwarteter Verlust von 1,6% des Deckungsstocks.

Somit verfügt eine AAA-Tranche mit ca. 38% struktureller Besicherung und einer erwarteten Laufzeit von ca. 6 Jahren bei einem möglichen Verlust im Deckungsstock von ca. 9% über eine sehr komfortable Besicherung.

Selbst eine A-Tranche mit ca. 21% Subordination und einer erwarteten Laufzeit von ca. 8,5 Jahren kann einen möglichen

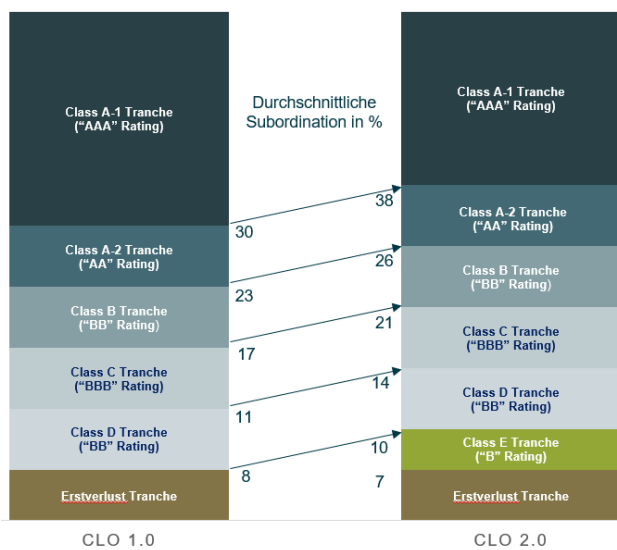
Deka – Thementrends

Funktionsweise und Schutzmechanismen von CLOs

Verlust im Deckungsstock von ca. 13% sehr gut abfedern (siehe Abb. 5).

Je nach Marktlage werden CLO-Transaktionen oftmals vorzeitig seitens des Managers gekündigt, womit das mögliche Verlustpotential im Deckungsstock weiter minimiert wird.

Abbildung 5: Indikative europäische 1.0 und 2.0 CLO Strukturen/Verbesserte Subordinationen der IG Risikoklassen nach der Finanzkrise



Quelle: Deka Investment GmbH anhand von CLO Neuemissionen, Datum: 07/2024

Stabile Strukturen bieten weitere Einengungspotenziale für CLO-Spreads – Relative Value innerhalb von Rentenprodukten

Trotz dieser Vorteile halten sich CLO-Spreads auf relativ hohen und somit für den Investor attraktiven Niveaus, da im Laufe der Zeit immer mehr CLO-Manager in den europäischen Markt eingetreten sind und die steigende Nachfrage auf ein laufend vergrößertes Angebot trifft. Im Jahre 2017 waren noch weniger als 40 Manager aktiv, während aktuell bereits über 60 als Manager fungieren. Das ausstehende Volumen von europäischen CLOs belief sich im Jahr 2019 noch auf ca. 100 Mrd. Euro, im Jahr 2022 überschritt es bereits die 200 Mrd.-Grenze und beläuft sich aktuell auf knapp 240 Mrd. Euro. Der US CLO Markt hat zum Vergleich ein aktuelles Volumen von ca. 1.000 Mrd. US-Dollar.

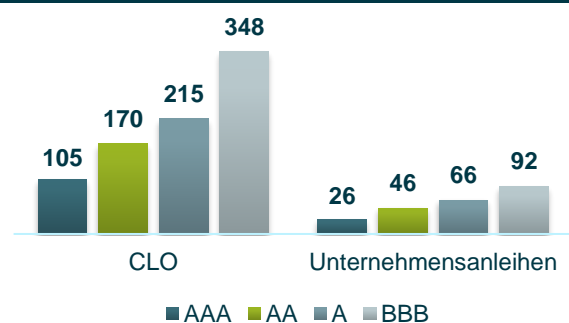
Die AAA-Spreads am Sekundärmarkt bewegen sich aktuell bei ca. 105 Basispunkten (bps.) über dem 3-Monats-Euribor, also noch auf deutlich erhöhtem Niveau gegenüber 2021 oder 2018. Damals notierten sie jeweils bei ca. 80 bps. Im Gegensatz zu früheren Jahren weisen Neuemissionen deutlich höhere Renditeaufschläge aus; beispielsweise liegen AAA-Tranchen im Primärmarkt aktuell bei ca. 130 bps. Trotz des positiven Momentums engen sich die Spreads aktuell nur graduell ein, da der hohen Nachfrage auch eine stetig angestiegene Anzahl an CLO-Neuemissionen entgegensteht.

Im Gegensatz zum Corporate Bond Markt vollzieht sich die Einengung der Renditeniveaus im CLO-Markt häufig langsamer. Kleinere Renditeausweitungen im Corporate Bond Markt werden hingegen häufig im CLO-Markt nicht reflektiert. Selbstverständlich kann sich der CLO Markt sehr starken Spread-Ausweitungen, wie z.B. in der Finanzkrise oder während der Coronakrise, nicht gänzlich entziehen. Aufgrund dieser abweichenden Reaktionsfunktion von CLOs gegenüber Corporate Bonds wird die relative Vorteilhaftigkeit der Anlageklasse evident.

Betrachtet man die relative Vorteilhaftigkeit innerhalb der einzelnen CLO-Tranchen, weisen die AAA-Tranchen durchaus weiteres Einengungspotenzial auf. Auch tiefer in der Kapitalstruktur stellen sich beispielsweise AA- oder A-Tranchen weiterhin als attraktiv dar, da die makroökonomische Situation relativ stabile CLO-Strukturen erwarten lässt. Diese sind derart strukturiert, dass marktübliche Niveaus von Kreditausfällen keinen Einfluss auf die gerateten Tranchen haben. Somit konzentrieren sich Investoren, die Investmentgrade-Vorgaben haben, aktuell auf AAA-, A- und BBB-geratete Tranchen. Sowohl die Anzahl der Investoren, die ausschließlich in AAAs investieren, als auch deren Volumina sind zudem seit Jahresanfang erneut angewachsen. Dadurch wird auch eine weitere Einengung der Renditeniveaus für diese AAA-Tranchen prognostiziert.

Aufgrund der variabel verzinslichen Komponente des Kupons über den 3-Monats-Euribor waren CLOs insbesondere während des Zinserhöhungszyklus für viele Investoren eine attraktive Anlageklasse. Doch eine historische Analyse zeigt, dass sich auch in Phasen von Zinssenkungen eine gute Rendite erwirtschaften lässt, da in der Vergangenheit die Einengung der Renditeniveaus und die hohen Kupons moderate Zinsbewegungen ausgleichen konnten. Die Einengung der Renditeniveaus lassen sich darauf zurückführen, dass die Qualität des Deckungsstocks und damit die Attraktivität der CLO-Tranchen steigen, wenn die relevanten Unternehmen eine niedrigere Zinsbelastung haben.

Abbildung 6: Vergleich € CLO DM Spreads vs. € Asset Swap Spreads von Unternehmensanleihen



Quelle: JPMorgan, Morgan Stanley Matrix, Datum: 07/2024

In Phasen niedriger Zinsen konnten die CLOs zudem mit höheren Kupons als Corporate Bonds punkten, da seit der Finanzkrise durchgehend eine strukturelle Komplexitätsprämie in dieser Anlageklasse vereinnahmt werden kann (siehe Abb. 6).

Deka – Thementrends

CLO-Expertise der Deka Investment

Relativ geringe Korrelation zu den Credit Segmenten als weiteres Investmentargument

Zusätzlich zu der attraktiven Rendite von Verbriefungsportfolien ist die relativ geringe Korrelation zu anderen Renten Anlageklassen ein wichtiges Argument für die strategische Beimischung von Verbriefungen in einem ausgewogenen Investmentportfolio (siehe Abb. 7).

Hierbei spielt die Portfolioduration ebenso eine Rolle wie das beschriebene nachzyklische Marktverhalten der Anlageklasse.

Abbildung 7: Korrelationsmatrix des CLO/ABS Publikumsfonds der Deka Investment (Deka-EuroFlex Plus) zu anderen Wertpapierklassen

10 jährige Historie auf wöchentlicher Basis					
	Deka-EuroFlex Plus	Unternehmensanleihen IG	Weltweite Staatsanleihen	Weltweiter Aktienmarkt	Unternehmensanleihen HY
Deka-EuroFlex Plus	1,000	0,102	-0,017	0,016	0,060
Unternehmensanleihen IG	0,102	1,000	0,578	0,441	0,676
Weltweite Staatsanleihen	-0,017	0,578	1,000	0,164	0,225
Weltweiter Aktienmarkt	0,016	0,441	0,164	1,000	0,728
Unternehmensanleihen HY	0,060	0,676	0,225	0,728	1,000

Quelle: Deka Investment GmbH, Bloomberg, Datum: 06/2024

Langjährige CLO-Expertise in der Deka Investment vorhanden

Gesonderter Einblick aus dem Fondsmanagement von Achim Tenschert, Robert Schmidt und Dr. Jutta Kudszus:

Die relativ hohe Komplexität der Anlageklasse erfordert fachspezifische Marktkenntnisse, welche nur wenige ausgewählte Asset Manager im deutschsprachigen Raum vorweisen können. Die Deka Investment verfügt über eine mehr als zwanzigjährige Erfahrung im Management sowohl von Publikums- als auch von Spezialfonds im ABS/CLO Segment. Beispielhaft hierfür ist der Deka-EuroFlex Plus mit einer über 20jährigen Historie. Der Fonds wird von unabhängigen Ratingagenturen stets gut bewertet und erzielt immer vordere Plätze: Deka-EuroFlex Plus ausgezeichnet in der Kategorie CF bei 1, 3 und 10 Jahre.*

Das Management Team hat bspw. eine umfangreiche proprietäre Datenbank eigenentwickelt. Diese wird multifunktional für das laufende Portfolio Management, das Monitoring von ABS/CLO Transaktionen sowie aber auch das Kunden Reporting verwendet. Zudem hat die Deka Investment Zugang zu den marktüblichen Markt- und Analysetools, die kombiniert mit der Datenbank unsere Meinungsbildung validieren.

Unsere hochentwickelte Datenbank ermöglicht durch das Erfassen von Deals eine sofortige Identifikation der relativen Vorteilhaftigkeit eines Deals bzw. von Tranchen innerhalb einer Transaktion. Durch das Wahrnehmen von diesen Opportunitäten kann die Deka Investment für ihre Anleger eine Überrendite erwirtschaften und dadurch persistent eine Outperformance bei der Wertentwicklung von unseren Mandaten erzielen. Inzwischen umfasst die ABS/CLO-Datenbank mehr als 2.000 unterschiedliche Transaktionen.

Der Fokus unserer aktuellen Investments liegt dabei auf den Investmentgrade gerateten CLO-Tranchen, da diese im aktuellen Marktumfeld ein ideales Risiko/Return-Profil aufweisen, eine geringere Volatilität gegenüber non-Investmentgrade Anleihen demonstrieren und zudem selbst in diversen negativen Stress-Szenario Rechnungen ohne Verlust bleiben. Die überdurchschnittliche Wertentwicklung ist auch auf die exzellenten Kontakte des Management Teams zu entscheidenden Marktteilnehmern zurückzuführen, insbesondere zu den Investment Banken, den CLO-Managern sowie den Ratingagenturen.

Ein weiterer Erfolgsfaktor ist die langfristige Stabilität des Management Teams innerhalb der Deka Investment. Das Team arbeitet seit vielen Jahren erfolgreich zusammen und wurde zudem immer noch gezielt ergänzt.

* (Euro FundAwards; Mehr Informationen: <https://www.boerse-online.de/nachrichten/fonds/uro-fundawards-2024-die-besten-fonds-und-etfs-20347905.html>, Börse Online 11/2024 (Erscheinungstermin: 14.03.2024), Euro best-buy Beilage in der Euro Ausgabe 04/2024 (Erscheinungstermin: 16.03.2024)

Deka – Thementrends

Verbriefungen – Attraktive Renditen gegenüber klassischen Rentenprodukten

Autoren Überblick, Funktionsmechanismen und Rendite und Diversifikation: CIO-Office, Deka Investment GmbH
Autoren Expertise: Achim Tenschert, Robert Schmidt und Dr. Jutta Kudzusz, Deka Investment GmbH

Redaktionsschluss: 31. Juli 2024

Internet: <https://deka.de/deka-gruppe/research>

Impressum: <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



DekaBank
Deutsche Girozentrale
Mainzer Landstraße 16
60325 Frankfurt
Postfach 11 05 23
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 7147 – 0
Telefax: (0 69) 7147 – 13 76
www.deka.de

Deka – Thementrends

Verbriefungen – Attraktive Renditen gegenüber klassischen Rentenprodukten

Jahr	31.12.2018 – 31.12.2019		31.12.2019 – 31.12.2020		31.12.2020 – 31.12.2021		31.12.2021 – 30.12.2022		30.12.2022 – 29.12.2023	
	Deka-EuroFlex Plus	46,77	47,27	47,27	47,28	47,28	47,70	47,70	45,43	45,43
Performance		1,44%		1,46%		2,49%		-1,81%		5,91%