

EXKURS – CLO VS. CORPORATE BOND



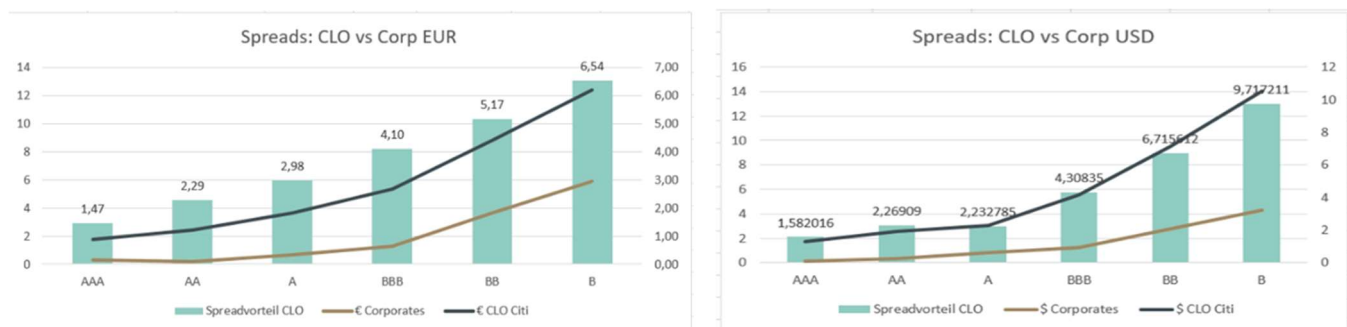
Ein Exkurs von Jörg Bunse, Marketing & Vertrieb Infinigon
Im November 2023

Was spricht seit jeher für ein Investment in CLO-Fondslösungen? Was macht ein CLO so viel attraktiver im direkten Vergleich zu einem Corporate Bond?

Seit nunmehr einem Jahr zaubern uns die Infinigon-Fonds ein breites Lächeln ins Gesicht. Aufgrund der steigenden Zinsen und einer Einengung der CLO-Spreads wurde – unter anderem durch die Ertragslage in Form des durchschnittlichen Kupons und der auch weiterhin aktiven Steigerung der Kurswerte - eine attraktive Performance erzielt.

Warum bieten Collateralized Loan Obligations deutlich höhere Spreadaufschläge als Unternehmensanleihen gleicher Ausfallwahrscheinlichkeit (Rating)? Die Antwort ist nicht, dass CLOs ein höheres Risikoprofil hätten. Es gibt keinen Hinweis darauf, dass die Ausfallverluste bei CLOs höher sind als derer von Corporate Bonds gleichen Ratings. Also muss man zu dem Schluss kommen, dass CLOs zu Unternehmensanleihen definitiv höhere Renditen bieten, weil CLO-Investoren eine zusätzliche Prämie für die Illiquidität eines strukturierten Produktes verlangen, deren oft argumentierte Komplexität aus meiner Sicht wie auch bei Covered-Bond-Pools eine eher untergeordnete Rolle spielt.

Aktuell kommen wir auf folgende Spreadunterschiede:



Selbst in der Ausfallwahrscheinlichkeit von EUR AAA stellen wir aktuell einen Aufschlag zugunsten der CLOs in Höhe von rund 140bps fest, welche sich im Bonitätsverlauf BBB auf fast 380bps erhöhen und sich somit ein signifikanter Renditevorteil mit gleichem Ausfallrisiko im Investment-Grade-Rating erwirtschaften lässt.

Was können wir nun im direkten Vergleich beider Anlageklassen aussagen?

Zuerst bleibt anzumerken, dass Faktoren wie Liquidität, Ausfallrisiken, Duration und Volatilität generell zur Preisgestaltung von Coprorate Bonds und CLOs erheblich beitragen. Erklären diese aber den erheblichen Renditeunterschied beider Anlageklassen oder wollen Anleger eine prinzipielle Prämie für systemische Stressszenarien?

Die enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Anlageberatung oder -empfehlung verbunden.

EXKURS – CLO VS. CORPORATE BOND

Festzuhalten ist generell, dass CLO-Investoren einen deutlich höheren Anstieg der Spreads pro Ratingklasse erwarten, wenn sie in niedrigere Ratings einer CLO-Tranche investieren, als dies bei Corporate Bonds der Fall ist. Unternehmensanleihen orientieren sich eher an den Bewegungen von Aktien und weniger an systemgetriebenen Stressszenarien, wo höhere Prämien gezahlt werden. Die Korrektur am Aktienmarkt im Oktober hat die Spreads von CLOs nur wenig tangiert – es kam im Herbst zu etwas höherer Volatilität, welche aber kein üppiges Feuerwerk war.

Wirken sich makroökonomische Schwankungen direkter auf Renditen von Aktien und Corporate Bonds aus, als dies auf die Spreads von CLOs der Fall ist? CLO-Spreads orientieren sich deutlich mehr an der Defaultrate von Corporate Loans, welche bei makroökonomischen Bewegungen definitiv verzögert reagieren und letztendlich auch nur die Non-Investment-Grade Tranchen und im Ernstfall meist nur das Equity des CLOs betreffen (Wasserfall-Prinzip).

Collateral	Kredite sind überwiegend vorrangig besichert und werden im Verwertungsfall vor Unsecured Loans und Bonds bedient.
Niedrigere Ausfallwahrscheinlichkeiten	Die Assetklasse „Unternehmenskredite“ weisen deutlich niedrigere Ausfallwahrscheinlichkeiten als „Unternehmensanleihen“ auf
Höhere Rückzahlungsquoten	Durch die vorrangige Besicherung der zugrundeliegenden Unternehmenskredite werden höhere Rückzahlungsquoten im Vergleich zu Unternehmensanleihen erreicht.
Subordination	Die Wasserfallstruktur innerhalb eines CLOs ist die Implementierung einer Sicherheitenstruktur. D.h. das CLO-Tranchen mit einem höheren Rating bei der Zins- und Rückzahlung vorrangig bedient werden. Die Tranchenstruktur ist so aufgebaut, dass ein möglicher Verlust zuerst von der untersten Tranche, der Equity-Tranche, getragen wird.
Diversifikation	Durch die breite Streuung durch unterschiedliche Länder, Branchen, Unternehmen, Bonitäten, und Kreditlaufzeiten wird eine ausreichende Granularität dauerhaft gewährleistet
Transparenz	Die Erstellung eines Verkaufsprospekt und das monatliche Reporting gewährleistet die Transparenz hinsichtlich der Funktionsweise eines CLOs und ermöglicht die Nachvollziehbarkeit des Handlungsspielraums des CLO-Managers.
Handelbarkeit	Jede CLO-Tranche ist ein eigenständiges Wertpapier mit einer eigenen ISIN, das einzeln gehandelt werden kann. Je nach Risikoneigung kann ein Investor verschiedene Tranchen mit unterschiedlichen Rating erwerben und entsprechend sein individuelles Risiko/Return-Profil wählen.
Retention Rule	CLO-Manager sind verpflichtet 5% ihrer Eigenemission zu halten. Dies können 5% des Emissionsvolumens aller Tranchen AAA bis Not-Rated sein (vertikale Beteiligung) oder 5% des Emissionsvolumens in der risikoreichsten Tranche, der Not-Rated Tranche (horizontale Beteiligung). Dadurch entsteht ein hohes Eigeninteresse an der Kapitalrückzahlung, was als zusätzlicher Schutz für den Investor dient.

Segment	Unternehmensanleihen	Unternehmenskredite	CLOs
Merkmal	Senior Unsecured Bonds	Corporate Loans	Collateralized Loan Obligations
Standardisierung	ja	nein	ja
Transparenz (Dokumentation)	ja	nein	ja
Ratingklassen	AAA bis nicht gerated	A bis nicht gerated	AAA bis nicht gerated
WKN/ ISIN	ja	nein	ja
Börsennotierung	ja	nein	ja
Handelbarkeit	Valuta t + 2 bis 5	Valuta t + 5 bis 60	Valuta t + 2 bis 3
Besicherung	unbesichert	besichert	besichert
Rückholquote (Recovery)	0 – 50%	50 – 100%	50 – 100%
Granularität	Nein - Einzelunternehmen	Nein - Einzelunternehmen	Ja – mehrere Unternehmen
Deckungsstockfähigkeit	ja	nein	ja

Die enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Anlageberatung oder -empfehlung verbunden.

Infinigon Investment Grade CLO-Fonds

Der Fonds investiert in standardisierte börsennotierte Wertpapiere, deren Besicherung diversifizierte, erstrangig besicherte, gepoolte Kreditportfolien sind. Er legt zu mindestens 51% in Collateralized Loan Obligations (CLOs) nach Maßgabe des § 25 Ziffer 1 und 6 der „Besonderen Anlagebedingungen“ an, die über ein Investmentgrade-Rating entweder von Standard & Poor’s (mind.BBB-) oder Moody’s (mind. Baa3) oder Fitch Ratings (mind. BBB-) verfügen und vom Investmentmanager als plausibel beurteilt werden. Der Investmentmanager strebt dadurch an von den vergleichsweise hohen Zinszahlungen internationaler Unternehmen zu profitieren, die sich am Loan-Markt (Kapitalmarkt) refinanzieren und dabei ein sehr gutes Risiko-Ertrags-Verhältnis bieten.

Es wird angestrebt auf Jahressicht eine **Zielrendite von 3-Monats-Euribor + 250 Basispunkten** zu erreichen – der Durchschnittskupon rentiert aktuell mit 7,00% und somit über der angestrebten Zielrendite – die Performance liegt bei 10% YTD und sollte bis Jahresende noch zulegen können. Auch für 2024 zeichnen wir ein positives Fonds-Szenario.

Ziel des Fonds ist es einen langfristigen Kapitalerhalt zu gewährleisten und durch Ausnutzen von Ineffizienzen und der höheren Renditeaufschläge gegenüber klassischen Unternehmensanleihen eine nachhaltig höhere Rendite zu erzielen.

Gleichzeitig partizipiert der Investor an möglichen Zinssteigerungen aufgrund der Kopplung variabel verzinslicher Wertpapiere in Form des 3-Monats-Euribor-Fixings zuzüglich einer Discount-Margin in Höhe von 250bps.

Infinigon Investment Grade CLO-Fonds No.1 in der Performance August 2023 der Top 10 Monega Fonds:

Monega Top 10 im August*	Name	ISIN	Monatsergebnis August 2023		
			I	R	-
	Infinigon Investment Grade CLO Fonds	DE000A1T6FY8	1,59 %		
	Kölner Nachhaltigkeitsfonds	DE000A2PEMH4	1,59 %		
	CSR ErtragPlus	DE000A2P37P4	0,99 %		
	Persephone Cointegration Alpha	DE000A3CQVR4	0,97 %		
	CSR Aktien Deutschland Plus	DE000A2P37Q2 DE000A2P37R0	0,86 %	0,83 %	
	Europäische Mittelstandsanleihen FONDS	DE000A2PF0N2 DE000A2PF0P7	0,54 %	0,83 %	
	Corporate M Sustainable	DE000A1JSWX5 DE000A1143P2 DE000A2P37H1	0,39 %	0,36 %	0,36 % B
	Monega Short Track SGB A	DE0005321004	0,32 % A		
	LaRoute Absolute Return Balanced	DE000A3D1WK9	0,32 %		
	Fontanus Balanced	DE000A2P37U4	0,31 %		

*Stand 31.08.2023, Berechnung nach BVI-Methode, d.h. ohne Berücksichtigung eines Ausgabebauschlags bzw. Rücknahmeabschlags und unter der Annahme der Reinvestition aller Ausschüttungen. Individuelle Kosten wie beispielsweise Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in der Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Fondsdetails

Stammdaten	
AUFLAGEDATUM	26.09.2014
WKN	A1T6FY
ISIN	DE000A1T6FY8
FONDSWÄHRUNG	EUR
GESCHÄFTSJAHRESENDE	31.03.
ERTRAGSVERWENDUNG	ausschüttend
FONDSVERMÖGEN	97,00 Mio. EUR
RÜCKNAHMEPREIS	92,48 EUR
AUSGABEPREIS	92,48 EUR
VERWAHRSTELLE	DZ BANK AG
FONDSGESELLSCHAFT	Monega KAG
FONDSMANAGER	Infinigon GmbH
KATEGORIE GEM. OFFVO	Artikel 6

US CLO 2.0 Spreads							EUR CLO 2.0 Spreads						
As of 27/Oct/2023							As of 27/Oct/2023						
Original Rating	C/E	DM	WoW	MoM	YoY	YTD	Original Rating	C/E	DM	WoW	MoM	YoY	YTD
AAA	36%	155-190	--	2	-76	-46	AAA	41%	160 - 190	5	5	-55	-27
AA	25%	235-280	--	25	-58	-26	AA	29%	250 - 300	7	20	-67	-30
A	17%	280-330	--	20	-111	-66	A	23%	320 - 410	10	32	-75	-15
BBB	12.5%	440-670	--	67	-71	-1	BBB	17%	465 - 610	12	42	-97	-62
BB	8%	785-1110	--	62	-116	-41	BB	11%	775 - 985	17	40	-157	-132
B	6%	1200-1600	--	80	-151	-101	B	8%	1085 - 1400	10	57	-282	-232
EQUITY		13 - 18%					EQUITY		15 - 25%				

US CLO 1.0: CLOs issued in 2007 and before
US CLO 2.0: CLOs issued in 2010 and after

— Unchanged

EUR CLO 1.0: CLOs issued in 2007 and before
EUR CLO 2.0: CLOs issued in 2013 and after

— Unchanged

Die enthaltenen Aussagen zur Marktlage stellen unsere eigene Ansicht der geschilderten Umstände dar. Hiermit ist weder eine Allgemeingültigkeit noch eine Anlageberatung oder -empfehlung verbunden.