

Ein genauere Blick auf CLO Equity

Oktober 2023



Über die Credit Investments Group

Die Credit Investments Group (CIG) wurde 1997 gegründet. In diesem Whitepaper stellt die CIG die CLO-Nachrang-anleihe (Subordinated Note) vor, die gemeinhin als CLO Equity bezeichnet wird.

Einleitung

Collateralized Loan Obligation (CLO) Equity ist nach wie vor eher eine Nischenanlagestrategie, obwohl sie sich parallel zum breiteren CLO-Markt stark entwickelt hat. Auf Aktien entfallen rund 10 % des fast USD 1 Bio. starken CLO-Marktes, womit allein CLO Equity einen Markt mit einem Volumen von rund USD 100 Mia. ausmacht.¹ CLO Equity ermöglicht Anlegerinnen und Anlegern ein fremdfinanziertes Engagement in den vorrangigen Sicherheiten der CLO (hauptsächlich fremdfinanzierte Kredite, Leveraged Loans) und bietet eine Diversifikationsmöglichkeit für viele Portfolios sowie das Potenzial für zweistellige Renditen während der Laufzeit der Transaktion. Performancestarke CLOs führen dem Eigenkapital vierteljährliche Ausschüttungen zu, sodass während der gesamten Laufzeit der Anlage ein kontinuierlicher Cashflow gewährleistet ist. Allerdings sind nicht alle CLO-Equity-Anlagen gleich, da Faktoren wie die Qualität der Managerin oder des Managers und Strategie die Renditen der Anlegerinnen und die gewählte Anleger erheblich beeinflussen können.

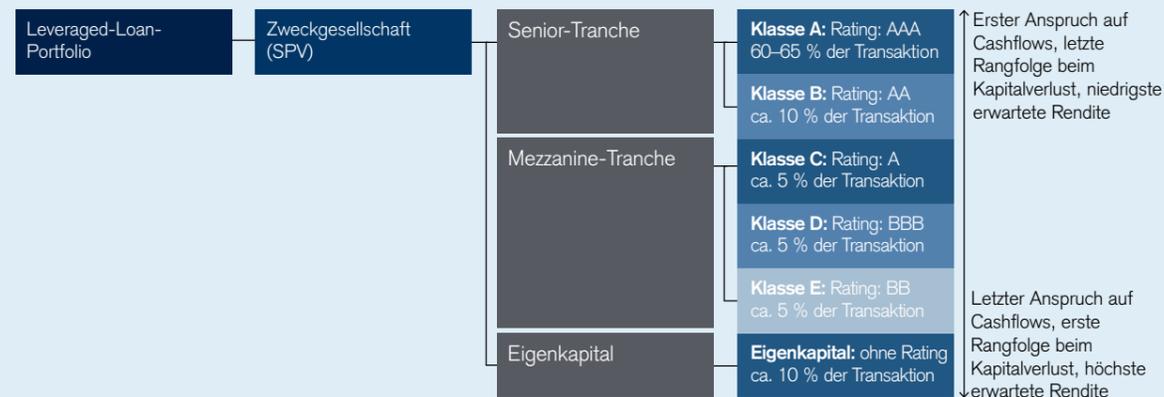
¹ Quelle: Bank of America. Daten per 31. Dezember 2022.

Was ist CLO Equity?

Eine ausführlichere Erläuterung der Struktur einer CLO finden Sie in unserer «Einführung in Collateralized Loan Obligations». Für die Zwecke dieser Erörterung zum Thema CLO Equity beschreiben wir jedoch kurz die Struktur einer typischen CLO.

Eine CLO ist als Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV) strukturiert, die eine Kombination von Fremd- und Eigenkapital emittiert, um den Kauf eines Portfolios von Vermögenswerten zu finanzieren, wobei es sich bei einer CLO hauptsächlich um Leveraged Loans handelt. Abbildung 1 stellt die typische Kapitalstruktur einer CLO 2.0 (d. h. einer nach der globalen Finanzkrise emittierten CLO) mit fünf Fremdkapitaltranchen und einer Eigenkapitaltranche dar. Die Tranchen sind nach Rangfolge geordnet, wobei die ranghöchste Fremdkapitaltranche aller Tranchen einen vorrangigen Anspruch auf die Cashflows aus dem CLO-Portfolio hat. Umgekehrt hat die Eigenkapitaltranche, die unterste Tranche in der Kapitalstruktur, erst dann Anspruch auf den verbleibenden Cashflow, wenn alle angegebenen Coupons der Fremdkapitaltranchen bedient wurden. Aufgrund ihrer First-Loss-Position in der Kapitalstruktur weist die Eigenkapitaltranche auch das höchste Renditepotenzial auf.

Abbildung 1: Typische CLO-Struktur²



Quelle Credit Suisse.
Nur zur Veranschaulichung.

Das Arbitrageprinzip von CLOs

CLOs werden manchmal mit traditionellen Banken verglichen, da sie sich grundsätzlich auf ein ähnliches Arbitrageprinzip stützen, um Renditen für ihre Eigenkapitalinhaberinnen und -inhaber zu erzielen – nämlich Geld zu einem höheren Zinssatz zu verleihen als dem, zu dem sie Kredite aufnehmen. Eine Bank «leiht» sich Geld in Form von Einlagen (für die in der Regel kleine Zinsbeträge gezahlt werden) und verleiht Geld an Unternehmen und Privatpersonen. Diese Unternehmen und Privatpersonen zahlen der Bank Zinsen für das Recht, sich Geld zu leihen, und die Bank profitiert von der Differenz zwischen dem erhaltenen Zinssatz und dem Zinssatz, den sie ihren Einlegerinnen und Einlegern zahlt.

Bei einer CLO profitiert das Eigenkapital von der Differenz zwischen den Finanzierungskosten der von der CLO ausgegebenen Fremdkapitaltranchen (das «geliehene» Geld) und den Zinseinnahmen aus dem Kreditportfolio (das «verliehene» Geld). Eigenkapitalinhaberinnen und -inhaber streben in der Regel eine Maximierung der Arbitrage an, und unter sonst gleichen Bedingungen würden sie es bevorzugen, wenn die CLO niedrigere Finanzierungskosten hätte, um die Basis zwischen den Zinseinnahmen aus dem Portfolio und den Zinszahlungen an die Fremdkapitaltranchen

zu maximieren. Die Arbitrage von CLOs schwankt im Laufe der Zeit, da sich die Spreads von am Markt verfügbaren Leveraged Loans nicht parallel zu den Spreads neu emittierter CLO-Verbindlichkeiten entwickeln und bestehende CLO-Verbindlichkeiten nur dann neu berechnet werden, wenn die Transaktion zurückgestellt oder refinanziert wird. Wie in Abbildung 2 dargestellt, lag die Arbitrage in den zwölf Jahren bis Ende 2022 bei neu emittierten CLOs zwischen 239 und 459 Basispunkten, was verdeutlicht, dass die Arbitrage von CLOs im Laufe der Zeit stark variieren kann. Arbitrage ist jedoch keineswegs deterministisch für die Performance einer Transaktion, und Transaktionen, die in Zeiten mit schwierigen Arbitragebedingungen begeben werden, können im Vergleich zu anderen Emissionsjahren dennoch eine gute relative Performance erzielen. Im Jahr 2020 beispielsweise näherte sich das Arbitrageniveau den Tiefständen des in Abbildung 2 dargestellten Zwölfjahreszeitraums. Trotz knapper Arbitrage haben sich die 2020 emittierten CLOs im Grossen und Ganzen gut entwickelt, was unseres Erachtens auf die Fähigkeiten des Managements während der coronabedingten Marktvolatilität und die rückläufigen Kreditpreise während der Anlaufphase zurückzuführen ist.

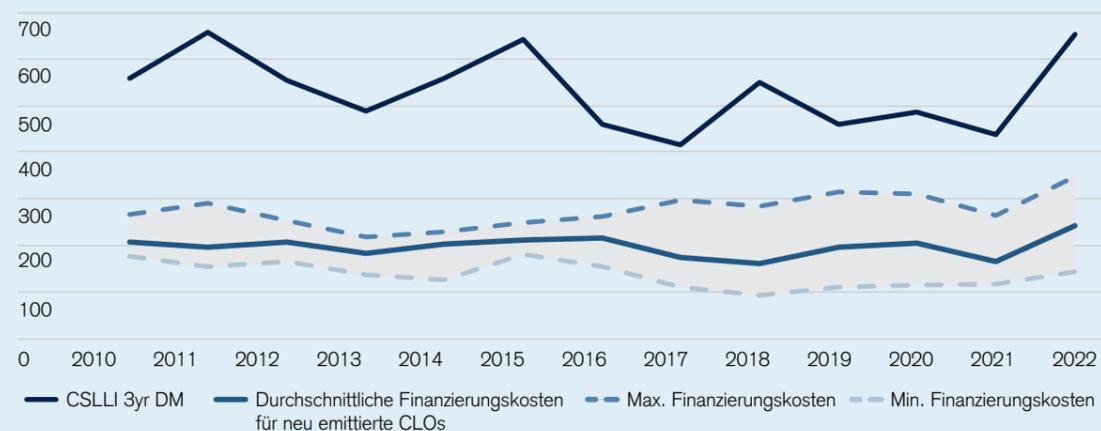
Abbildung 2: Historische CLO-Arbitrage* nach Emissionsjahr (Basispunkte)



Quelle: Valitana. Daten per 31. Dezember 2022. * Die Arbitrage wird berechnet als die 3-Jahres-Diskontierungsmarge des Credit Suisse Leveraged Loan Index zum Ende des Emissionsjahrs abzüglich der durchschnittlichen Finanzierungskosten von CLOs, die im Emissionsjahr berechnet wurden.

² Die dargestellte Struktur ist repräsentativ für eine nach der Finanzkrise emittierte «CLO 2.0». Eine Erläuterung der Unterschiede zwischen CLO 1.0 und CLO 2.0 finden Sie in unserer Publikation «Einführung in Collateralized Loan Obligations».

Abbildung 3: Historische CLO-Finanzierungskosten und Kreditindex-Spreads nach Emissionsjahr
(Basispunkte)



Quelle: Credit Suisse. Nur zur Veranschaulichung.

Die Präferenz von Equity-Anlegerinnen und -Anlegern für niedrigere Finanzierungskosten ist im Allgemeinen positiv für etabliertere CLO-Managerinnen und -Manager, da sie möglicherweise eher in der Lage sind, eine kostengünstigere Finanzierung zu gewährleisten als Neueinsteigerinnen und -einsteiger auf dem Markt. Wie Abbildung 3 zeigt, können die Finanzierungskosten von CLOs sowohl zwischen den Emissionsjahren als auch innerhalb der Emissionsjahre stark variieren. Selbst in einem Jahr wie 2015, in dem die Bandbreite der Finanzierungskosten relativ gering war, schwankten die Finanzierungskosten für Transaktionen um 68 Basispunkte. Schwankungen bei den Finanzierungskosten sind auf eine Kombination von Faktoren zurückzuführen, darunter die Marktkonditionen sowie, die bisherige Performance und Reputation der Managerinnen und Manager, und können sich erheblich auf die Eigenkapitalrendite während der Laufzeit einer Transaktion auswirken.

Wie bereits erwähnt, sind die Arbitrage und die Finanzierungskosten einer Transaktion bei der Emission nicht ausschlaggebend für die Wertentwicklung ihrer Equity-Tranche. Viele andere Faktoren können die Wertentwicklung während der gesamten Laufzeit der Transaktion beeinflussen. Die Renditen können innerhalb und zwischen verschiedenen Emissionsjahren einer Transaktion breit gefächert sein, was uns in unserer Überzeugung bestärkt, dass die Qualität des Managements einer der wichtigsten Faktoren ist, den CLO-Equity-Anlegerinnen und -Anleger berücksichtigen sollten.

Die Renditen in Abbildung 4 entsprechen dem internen Zinssatz (Internal Rate of Return – im Folgenden «IRR»), der für vollständig liquidierte CLOs berechnet wird. Die Renditen des S&P 500 werden für den Zeitraum von sieben Jahren ab Beginn des Emissionsjahrs ausgewiesen, da die meisten CLOs eine Laufzeit von rund sieben Jahren haben, einschliesslich der Anlauf-, Wiederanlage- und Liquidationsphase. Zur Veranschaulichung der Bandbreite potenzieller Ergebnisse für CLO-Anlegerinnen und -Anleger sollten Sie die Transaktionen im Emissionsjahr 2007 betrachten. Während viele Marktbeobachterinnen und -beobachter zunächst davon ausgingen, dass die globale Finanzkrise das Aus für verbriefte Produkte bedeuten würde, konnten viele CLOs der Marktvolatilität trotzen und attraktive IRRs auf ihr Eigenkapital erwirtschaften. Die die Managerinnen und Manager des obersten Quintils erzielten Brutto-IRR von über 20 %, während die die Managerinnen und Manager des mittleren Quintils Brutto-IRR von rund 18,1 % und die Managerinnen und Manager des untersten Quintils Brutto-IRR von 13,1 % oder weniger erzielten – allesamt höhere Renditen als der S&P 500 in den sieben Jahren nach Ausbruch der Krise. Umgekehrt schien 2015 unter Arbitragegesichtspunkten ein gutes Jahr für CLO-Emissionen zu sein, doch selbst die Managerinnen und Manager des obersten Quintils schnitten im folgenden Siebenjahreszeitraum schlechter ab als der S&P 500.

Abbildung 4: Brutto-IRR-Daten beendeter CLOs nach Emissionsjahr gegenüber dem S&P 500
(Basispunkte)



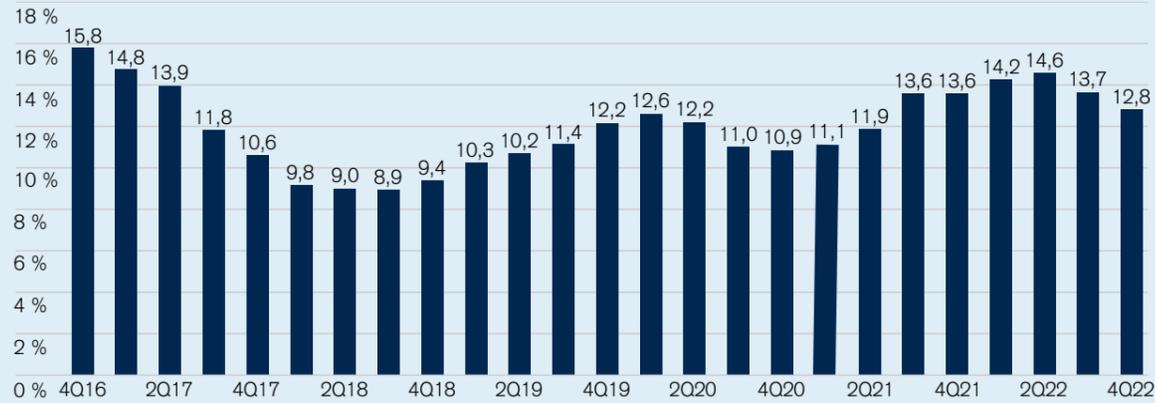
Quelle: Credit Suisse. Nur zur Veranschaulichung.

Cashflow und Ausschüttungen

Abgesehen von der Kapitalstruktur und den Finanzierungskosten der CLO werden die Eigenkapitalrenditen weitgehend durch den regelmässigen Cashflow des zugrunde liegenden Portfolios und den potenziellen Par Build (bzw. Par Burn) bestimmt, der sich aus der aktiven Verwaltung des Portfolios durch die Managerin oder den Manager ergibt. Par Build bezieht sich auf den Wertzuwachs des CLO-Portfolios aufgrund von Kapitalgewinnen. Viele CLO-Managerinnen und -Manager betreiben ein aktives Management, bei dem die Managerin oder der Manager ständig nach Marktchancen Ausschau hält und als überbewertet geltende Titel im Gegenzug für vom Markt unterbewertete Titel verkauft. Durch diesen Prozess kann die CLO-Managerin bzw. der CLO-Manager den gesamten Nennwert der Kredite im Portfolio und die von ihnen generierten Cashflows erhöhen. Beides kommt den CLO-Eigenkapitalinhaberinnen und -inhabern zugute, da die höheren Cashflows ihre Ausschüttungen steigern würden (vorausgesetzt, das Portfolio erwirtschaftet genügend Cashflows, um die Fremdkapitaltranchen zu bedienen) und der höhere Nennwert bei Liquidation der CLO dem Eigenkapital zugeführt würde (wiederum vorausgesetzt, das Portfolio ist gross genug, um die Fremdkapitaltranchen zu bedienen). Par Build ist jedoch ein schwer zu definierendes Ziel, das nur sehr wenige Managerinnen und Manager tatsächlich regelmässig umsetzen können.

Die vierteljährlichen Ausschüttungen an die Eigenkapitalinhaberinnen und -inhaber machen in der Regel den Grossteil der Anlegerrenditen aus und sind ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal von CLO Equity im Vergleich zu anderen Anlagestrategien mit ähnlichen Renditezielen, wie zum Beispiel traditionelle Aktien. Die Ausschüttungen tragen dazu bei, Renditen über die Laufzeit der Transaktion zu verteilen, im Gegensatz zum Renditeprofil der «J-Kurve» einiger anderer Anlageklassen, bei denen die gesamte oder der grösste Teil der Rendite bei der Liquidation der Anlage realisiert wird. Bei einer CLO werden dem Eigenkapital vierteljährliche Ausschüttungen zugeführt, solange nach Bedienung der einzelnen Fremdkapitaltranchen noch liquide Mittel vorhanden sind. Wie aus Abbildung 5 hervorgeht, können die Ausschüttungen an die Eigenkapitalinhaberinnen und -inhaber im Laufe der Zeit schwanken, sie waren aber in der Vergangenheit auch in Stressphasen wie der Coronapandemie hoch. Möglicherweise beträchtliche Barausschüttungen während der Laufzeit der Anlage können CLO Equity besonders attraktiv für Anlegerinnen und Anleger machen, die Wert auf einen potenziell kontinuierlichen Strom von Ausschüttungen legen.

Abbildung 5: Annualisierte vierteljährliche Ausschüttungen in das Eigenkapital im CLO-Universum



Quelle: Valitana und Intex. Daten per 31. Dezember 2022. Angaben zur historischen Wertentwicklung und Finanzmarktszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Risikoübernahme und Par Build in CLO-Portfolios

Während die regelmässigen Ausschüttungen an die Anlegerinnen und Anleger den Grossteil der Anlagerendite ausmachen, ist es wichtig, den Par Build bzw. Par Burn im Auge zu behalten, da dieser die Anlegerinnen und Anleger daran erinnert, dass eine überdurchschnittliche Rendite nicht unbedingt das zusätzliche Risiko wert ist, das normalerweise mit höher rentierlichen Anlagen verbunden ist. Beispielsweise könnte eine Managerin bzw. ein Manager mit überdurchschnittlichen Finanzierungskosten oder eine Managerin bzw. ein Manager, die bzw. der höhere Ausschüttungen erzielen möchte, versucht sein, durch den Kauf risikoreicherer Vermögenswerte im Portfolio zusätzliche Renditen zu erzielen. Wie Abbildung 6 zeigt, halten Managerinnen und Manager mit höheren Finanzierungskosten im Allgemeinen mehr Titel mit

Caa1-Rating als jene mit niedrigeren Finanzierungskosten. Der Anteil der Titel mit niedrigerem Rating wird manchmal verwendet, um das Risiko zu ermitteln, das eine Managerin bzw. ein Manager zur Erreichung ihrer bzw. seiner Zielrenditen eingeht. Ein höheres Engagement in Titeln mit niedrigerem Rating setzt das Portfolio, zumindest theoretisch, einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit aus, was zu einem Par Burn führen und sich negativ auf die Cashflows auswirken kann. Auch wenn das Rating kein hundertprozentiger Anhaltspunkt für das Risiko ist und eine fähige Managerin bzw. ein fähiger Manager in der Lage sein kann, ein Portfolio mit einem niedrigeren Rating erfolgreich zu verwalten, spiegelt es doch einen Teil des Drucks zum Eingehen von Risiken wider, dem Managerinnen und Manager mit höheren Finanzierungskosten ausgesetzt sind.

Abbildung 6: Prozentsatz mit Caa1 bewerteter Sicherheiten im Vergleich zu den Finanzierungskosten für CLOs



Quelle: Valitana und Intex. Daten per 30. September 2022.

Aufgrund der Kompetenz der Managerin bzw. des Managers bei der Verwaltung von Leveraged-Loan-Portfolios kann der Par Build bzw. Par Burn ebenfalls stark schwanken. Im Allgemeinen profitieren CLOs von volatilen Märkten, auf denen sich in der Regel mehr Möglichkeiten für ein aktives Management bieten. Fähige Managerinnen und Manager sind auch in der Lage, Chancen in eher «langweiligen» Märkten zu erkennen, obwohl dies deutlich schwieriger sein kann. Unabhängig vom Markt kommt es bei den meisten Manager/innen während der Laufzeit der CLO zu einem Par Burn, was zeigt, wie schwierig es ist, einen wirklich kompetenten Manager/eine wirklich kompetente Managerin zu finden. Da das zugrunde liegende Portfolio aus Sub-Investment-Grade-Anleihen besteht, ist während der Laufzeit einer Transaktion mit einem gewissen Ausfallverlust zu rechnen. Tatsächlich berücksichtigen die meisten Managerinnen und Manager sowie Anlegerinnen und Anleger solche Ausfallannahmen bei der Emission von Transaktionen. Der Markt geht üblicherweise von einer konstanten jährlichen Ausfallrate von etwa 2 % aus, bei einer Erlösquote (Recovery Rate) von 65 %, was etwa 0,70 % Ausfallverlusten pro Jahr im Portfolio entspricht. Managerinnen und Manager, die in der Lage sind, Ausfallverluste im Vergleich zu ihren Konkurrenten zu reduzieren, können insbesondere beim Eigenkapital eine bessere Performance erzielen, da sich Verluste im Portfolio zuerst auf die Eigenkapitalrenditen auswirken.

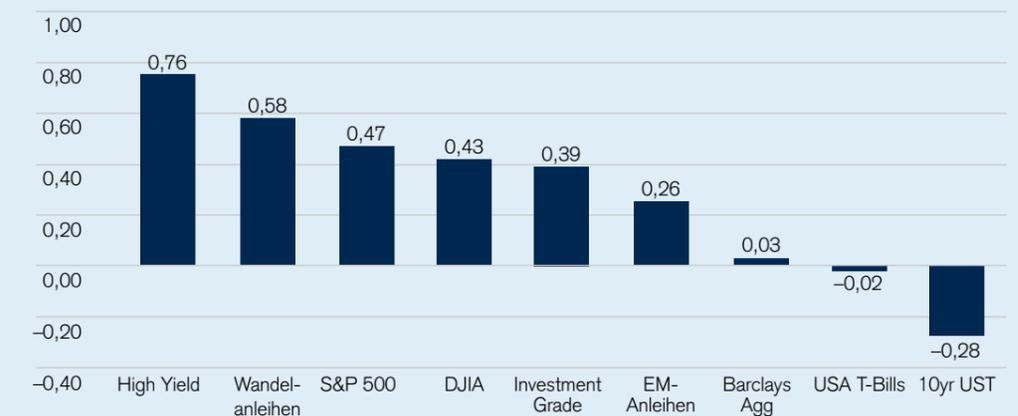
Wo passt CLO Equity in ein Portfolio?

Anlegerinnen und Anleger fragen sich manchmal, wo CLO Equity in ihre Portfolioallokationen passen kann, da einiges für eine Strategie auf der Grundlage von Eigenkapital, festverzinslichen oder alternativen Anlagen spricht – Eigenkapital wegen seiner Nachrangigkeit in der CLO-Kapitalstruktur, festverzinsliche Anlagen wegen der Tatsache, dass sie hauptsächlich auf einem Leveraged-Loan-Portfolio basieren und die Wertentwicklung des Sub-Investment-Grade-Marktes abbilden, und alternative Anlagen wegen der relativen Illiquidität und des «esoterischen» Charakters dieser Anlageklasse. Letztlich könnten Anlegerinnen und Anleger entscheiden, CLO Equity in jedes beliebige Element ihres Portfolios aufzunehmen und die potenziellen Vorteile der auf der Leveraged-Loan-Anlageklasse basierenden aktienähnlichen Renditen zu nutzen. Leve-

raged Loans weisen in der Regel eine geringe Korrelation zu traditionellen Aktien- und Anleihenindizes auf und bieten die Möglichkeit zur Diversifikation gegenüber einigen herkömmlichen Portfolioallokationen.

Die Anlegerbasis für CLO Equity ist sehr breit gefächert und reicht von Stiftungen über Family Offices bis hin zu Hedgefonds, wobei jede Anlegerin bzw. jeder Anleger mit einem einzigartigen Satz an Parametern für ihr bzw. sein Portfolio in die Anlageklasse einsteigt. Aufgrund der in diesem Dokument erörterten Attribute, darunter laufende Erträge, die geringe Korrelation und der Track-Record der Wertentwicklung, sind wir der Ansicht, dass CLO Equity für viele Portfolios geeignet sein kann.

Abbildung 7: Korrelationen zwischen Leveraged Loans und verschiedenen Anlageklassen (Jan. 1992 bis Dez. 2022)



Quelle: Bloomberg. Daten per 31. Dezember 2022. Indexdefinitionen finden Sie im Abschnitt «Indexdefinitionen» am Ende des Dokuments.

Fazit

CLO-Equity-Anlagen verfügen über ein einzigartiges Potenzial, zweistellige Renditen auf Basis einer vorrangigen besicherten Anlageklasse zu erzielen und gleichzeitig möglicherweise beträchtliche regelmässige Ausschüttungen zu generieren. Natürlich können die Ergebnisse von CLO Equity aufgrund zahlreicher Faktoren, die die Qualität und den Wert des zugrunde liegenden Portfolios während der Laufzeit der Transaktion beeinflussen, stark variieren. Wir sind der Ansicht, dass die Auswahl der Managerinnen und Manager eine der wichtigsten Komponenten jeder Anlageentscheidung im Zusammenhang mit CLO Equity ist. Erfahrene CLO-Managerinnen und -Manager können ihre Portfolios so optimieren, dass laufende Cashflows und Ausschüttungen ohne Einbussen bei der Qualität des Portfolios gewährleistet bleiben. Aufgrund ihrer First-Loss-Position in der Transaktion sind Equity-Anlegerinnen und -Anleger stark von den Massnahmen der Managerin bzw. des Managers betroffen, verfügen aber auch über das grösste Aufwärtspotenzial, wenn die Managerin bzw. der Manager in der Lage ist, positive relative Renditen zu erzielen.

Potenzielle Vorteile und Risiken von CLOs

Zu den potenziellen Vorteilen zählen:

- **Unterschiedliche Risiken und Renditen:** Die Tranchenstruktur von CLOs ermöglicht Anlegerinnen und Anlegern, auf dem von ihnen bevorzugten Risiko- und Renditeniveau zu kaufen.
- **Aktives Management:** Die meisten CLO-Portfolios werden aktiv verwaltet, was im Falle von kompetenten Managerinnen und Managern das Potenzial für eine Outperformance bietet.
- **Diversifikation:** CLO-Anlegerinnen und -Anlegern wird ein proportionales Engagement im gesamten zugrunde liegenden Portfolio geboten, das bei einer vollständig investierten CLO zwischen 150 und 500 Kreditnehmerinnen und Kreditnehmer umfassen kann.
- **Variable Verzinsung und Ergänzungsfinanzierung:** CLOs profitieren von einer Ergänzungsfinanzierung, was bedeutet, dass ihre Vermögenswerte und Verbindlichkeiten überwiegend aus variabel verzinslichen Instrumenten bestehen. Die variable Verzinsung kann aufgrund der geringen Zinsduration zu einer geringeren Anfälligkeit der Anlegerinnen und Anleger gegenüber Zinsschwankungen führen.

Wir sehen unter anderem folgende Risiken:

- **Strukturrisiko:** Die Struktur und die Richtlinien von CLOs können von Transaktion zu Transaktion variieren, sodass unter anderem Faktoren wie Fremdfinanzierungsgrad, Portfoliotests, Kündbarkeit und Nachrangigkeit die mit einer bestimmten Transaktion verbundenen Risiken möglicherweise beeinflussen.
- **Risiko durch Drittparteien:** Das Risiko durch Drittparteien entsteht durch die verschiedenen Dritten, die an einer typischen CLO beteiligt sind. Zu den Gegenparteien zählen die Managerin bzw. der Manager, Trustees, Verwahrstellen, Anwältinnen und Anwälte, Buchhalterinnen und Buchhalter sowie Ratingagenturen.
- **Sicherheitsrisiko:** Das CLO-Portfolio, das fast vollständig aus Leveraged Loans besteht, unterliegt den Risiken, die mit Sub-Investment-Grade-Schuldtiteln verbunden sind. Zu diesen Risiken gehören unter anderem das Ausfall-, Diversitäts- und Recovery-Risiko.
- **Makroökonomisches und politisches Risiko:** Preisgestaltung und Liquidität des zugrunde liegenden Portfolios können ohne Vorwarnung durch makroökonomische und politische Ereignisse beeinflusst werden.
- **Liquiditätsrisiko:** CLO-Tranchen werden möglicherweise nur wenig gehandelt, was bedeutet, dass die Liquidität auf dem Sekundärmarkt begrenzt sein kann.
- **Kündungsrisiko:** CLOs haben eine durchschnittliche Laufzeit, die in der Regel kürzer ist als die angegebene Fälligkeit, und CLO-Tranchen können nach Ablauf der Kündigungssperrfrist vorzeitig gekündigt werden. In der Regel entscheidet eine Mehrheit der Inhaberinnen und Inhaber von Nachranganleihen (Subordinated Notes) über solche Massnahmen.

Die Aufzählung dient lediglich der Veranschaulichung und stellt keine abschliessende Liste der mit Anlagen in CLOs oder anderen strukturierten Produkten verbundenen Risiken dar.

Glossar

Basiszinssatz: Basiszinssätze wie die Secured Overnight Funding Rate (SOFR) schwanken im Zeitverlauf und versuchen, die implizite Bereitschaft des Marktes zur Kreditvergabe zu quantifizieren. Die SOFR wird anhand von Daten aus tatsächlichen Markttransaktionen berechnet und täglich von der New York Federal Reserve veröffentlicht.

Mark-to-Market: Unter Mark-to-Market (tägliche Marktbewertung) versteht man die Neubewertung von Vermögenswerten nach dem gegenwärtig auf den Sekundärmärkten verfügbaren Wert. Wenn eine Anlegerin bzw. ein Anleger einen Kredit mit einem Nennwert von 100 besitzt, der derzeit am Sekundärmarkt zu 95 gehandelt wird, kann sie bzw. er wählen, ob sie bzw. er sein Portfolio auf der Grundlage des Nennwerts des Kredits (Nicht-Mark-to-Market) oder auf der Grundlage des Marktpreises (Mark-to-Market) bewertet.

Vorrangige Schuldtitel (Senior Debt): Vorrangige Schuldtitel stehen an der Spitze der Kapitalstruktur eines

Unternehmens, was bedeutet, dass sie bei Zahlungsausfall die höchste Priorität bei der Rückzahlung haben. Ihre Vorrangigkeit bedeutet auch, dass sie in der Kapitalstruktur ein geringeres Risiko aufweisen als nachrangige Schuldtitel.

Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV): Eine Zweckgesellschaft ist eine insolvenzferne Rechtseinheit, die häufig als Tochtergesellschaft der Verwaltungsgesellschaft strukturiert ist. Der insolvenzferne Status bedeutet, dass die CLO selbst im Falle eines Zusammenbruchs der Muttergesellschaft (in der Regel die CLO-Managerin bzw. der CLO-Manager) nicht haftbar wäre. Im Gegenzug hätten die Anlegerinnen und Anleger im Falle eines Zusammenbruchs der CLO auch nur begrenzte Rückgriffsmöglichkeiten gegenüber der Managerin bzw. dem Manager.

Tranche: Tranche (französisch für «Scheibe») ist die Bezeichnung für die verschiedenen Fremd- und Eigenkapitalklassen, die die Kapitalstruktur einer CLO bilden. Die Tranchen variieren je nach Rangfolge und angegebenem Ertrag oder erwarteter Rendite.



Indexdefinitionen

Der **Bloomberg US Aggregate Bond Index** ist ein breit basierter Flaggschiff-Benchmark, der den Markt für auf US-Dollar lautende festverzinsliche steuerpflichtige Investment-Grade-Anleihen nachbildet. Der Index umfasst Treasuries, Papiere mit Staatsbezug und Unternehmenstitel, MBS (festverzinsliche Papiere von Sonderinstitutionen und hybride ARM-Pass-Throughs), ABS und CMBS (Papiere von Sonderinstitutionen und Nicht-Sonderinstitutionen).

Der **ICE BofA US High Yield Index** bildet die Wertentwicklung von am US-Binnenmarkt notierten, auf US-Dollar lautenden Non-Investment-Grade-Unternehmensanleihen ab. Infrage kommende Wertpapiere müssen ein Rating unter Investment-Grade (basierend auf dem Durchschnitt der Ratings von Moody's, S&P und Fitch), bei Auflegung eine Laufzeit bis Endfälligkeit von mindestens 18 Monaten, zum Datum der Neugewichtung eine Restlaufzeit von mindestens einem Jahr bis zur Endfälligkeit, feste Coupon-Auszahlungstermine und ein im Umlauf befindliches Emissionsvolumen von mindestens USD 250 Mio. aufweisen. Darüber hinaus müssen infrage kommende Wertpapiere ein Risikoexposure gegenüber Ländern aus dem G10-Währungsblock, Westeuropa oder gegenüber den Hoheitsgebieten der USA und westeuropäischer Länder aufweisen. Der G10-Währungsblock umfasst alle Euro-Mitgliedstaaten, die USA, Japan, Grossbritannien, Kanada, Australien, Neuseeland, die Schweiz, Norwegen und Schweden. Der Index umfasst auch Titel, die als Null-Coupon-Anleihen aufgelegt wurden, 144a-Wertpapiere (mit und ohne Registrierungsrechte) sowie Pay-in-Kind-Papiere (einschliesslich Toggle-Notes). Kündbare unbefristete Wertpapiere werden in den Index aufgenommen, sofern die Laufzeit bis zum ersten Kündigungsdatum mindestens ein Jahr beträgt. Wertpapiere, die zunächst fest- und später variabel verzinslich sind, werden in den Index aufgenommen, sofern sie innerhalb des festverzinslichen Zeitraums kündbar sind und ihre Restlaufzeit bis zum letzten Kündigungsdatum vor dem Zeitpunkt, an dem die Anleihe variabel verzinslich wird, mindestens ein Jahr beträgt. Contingent Convertible Bonds (bedingte Pflichtwandelanleihen, CoCo-Bonds) sind aus dem Index ausgeschlossen. Dies gilt nicht für jene Papiere, die keinen spezifischen Trigger aufweisen, bei denen eine Umwandlung aber durch eine Regulierungsbehörde vorgeschrieben werden kann. Andere hybride Wandelpapiere, etwa solche, die potenziell in Vorzugsaktien umgewandelt werden, solche mit kumulativem oder nicht kumulativem Couponaufschub und solche mit alternativen Coupon-Erfüllungsmechanismen, sind ebenfalls im Index vertreten. Wertpapiere, die hauptsächlich an Kleinanlegerinnen und -anleger ausgegeben oder vertrieben werden, Wertpapiere mit Aktienbezug, Wertpapiere, bei denen aus rechtlicher Sicht ein Zahlungsverzug besteht, hybride besicherte

Unternehmenspapiere, Eurodollar-Anleihen (USD-Anleihen, die nicht am US-Binnenmarkt begeben wurden), steuerpflichtige und steuerbefreite US-Kommunalanleihen und DRD-fähige Wertpapiere sind aus dem Index ausgeschlossen.

Der **ICE BofAML US Corporate Index** bildet die Wertentwicklung von auf US-Dollar lautenden Investment-Grade-Unternehmensanleihen ab, die auf dem US-Inlandmarkt öffentlich ausgegeben werden.

Der **ICE BofAML US Convertible Excluding Mandatory Index** (Ticker: VOA0) bildet die Performance von öffentlich emittierten, in US-Dollar denominierten, nicht obligatorischen Wandelanleihen von US-Unternehmen ab. Qualifizierte Wertpapiere müssen einen ausstehenden Nennwert von mindestens USD 50 Mio. und eine Restlaufzeit von mindestens einem Monat bis zum letzten Wandlungstermin aufweisen. Um sich für die Aufnahme in den Index zu qualifizieren, müssen Wertpapiere festverzinslich sein, auch solche mit Nullcoupon, Step-up-Coupon oder rating-sensiblen Coupon. Die zugrunde liegenden Aktien qualifizierter Wertpapiere müssen börsenkotiert sein und aktiv gehandelt werden. Ausgabeland und Risikoland müssen die USA sein. Wandelanleihen, denen ein Korb von Aktien zugrunde liegt, sind für die Aufnahme in den Index qualifiziert, ebenso wandelbare Vorzugsaktien. Wertpapiere mit obligatorischer Wandlung und Wertpapiere in Zahlungsverzug sind vom Index ausgeschlossen, ebenso synthetische Wandelanleihen, Reverse Convertibles, variabel verzinsliche Wertpapiere und Wertpapiere, denen vom Handel ausgesetzte oder inaktive Aktien zugrunde liegen.

Der **ICE BofAML Current 10-Year US Treasury Index** (Ticker: GA10) ist ein Einzelwertpapierindex, der sich aus den jüngsten 10-jährigen US-Treasuries zusammensetzt. Der Index wird monatlich neu gewichtet. Um für eine Aufnahme in den Index infrage zu kommen, muss die Auktion der 10-jährigen Treasury-Note mindestens drei Geschäftstage vor dem letzten Geschäftstag des Monats stattfinden.

Der **Credit Suisse Leveraged Loan Index** bildet das Anlageuniversum des Marktes für auf US-Dollar lautende Leveraged Loans nach. Neue Loans werden am Datum des Inkrafttretens in den Index aufgenommen, sofern sie die folgenden Kriterien erfüllen: Die Loans müssen ein Rating von «5B» oder tiefer aufweisen; nur vollständig finanzierte Laufzeitenkredite werden aufgenommen; die Laufzeit muss mindestens ein Jahr betragen, und die Emittenten müssen in Industrieländern domiziliert sein (Emittenten aus Entwicklungsländern sind ausgeschlossen). «Fallen Angels» werden in den Index aufgenommen, sofern sie die

Kriterien für neue Loans erfüllen. Loans werden aus dem Index gestrichen, wenn sie auf Investment-Grade heraufgestuft werden oder aus dem Markt herausfallen (zum Beispiel bei Fälligkeit, Refinanzierung oder Insolvenzverfahren). Zu beachten ist, dass Emittenten bei einem Zahlungsausfall im Index verbleiben. Die Gesamrendite des Index ergibt sich aus der Summe der folgenden drei Komponenten: Anlagekapital, Zinsen und Reinvestitionsrendite. Der kumulativen Rendite liegt die Annahme zugrunde, dass die Couponzahlungen zu Beginn eines jeden Zeitraums in den Index reinvestiert werden.

Der **S&P 500® Index** gilt weithin als bester Einzelindikator für Large-Cap-US-Aktien und dient als Grundlage für eine breite Palette an Anlageprodukten. Der Index umfasst die 500 führenden US-Unternehmen und deckt damit schätzungsweise 80 % der verfügbaren Marktkapitalisierung ab.

Der **FTSE 3-Month Treasury Bill Index** (Ticker: SBMMTB3) soll die tägliche Performance der dreimonatigen US-Treasury-Bills nachbilden.

Der **Dow Jones Industrial Average** ist ein preisgewichteter Durchschnitt von 30 Blue-Chip-Aktien, die in der Regel in ihrer Branche führend sind. Er ist seit dem 1. Oktober 1928 ein viel beachteter Indikator für den Aktienmarkt.

Folgen Sie uns
auf LinkedIn



Quelle: Credit Suisse, ansonsten vermerkt.

Sofern nicht explizit anders gekennzeichnet, wurden alle Abbildungen in diesem Dokument von Credit Suisse AG und/oder den mit ihr verbundenen Unternehmen mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt.

Dieses Dokument wurde von der Credit Suisse und/oder von mit ihr verbundenen Unternehmen («Credit Suisse») erstellt. Es dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung und stellt keine Werbung, Bewertung, Anlagerecherche, Rechercheempfehlungen, Anlageempfehlungen oder Information zum Zweck der Empfehlung oder des Vorschlags einer Anlagestrategie dar; ebenso beinhaltet es keine Finanzanalyse. Darüber hinaus stellt es weder eine Aufforderung noch ein Angebot – seien sie öffentlich oder privat – zur Zeichnung oder zum Erwerb von Produkten oder Dienstleistungen dar. Soweit Benchmarks erwähnt werden, dienen diese ausschliesslich Vergleichszwecken. Bei den Informationen in diesem Dokument handelt es sich um allgemeine Kommentare und in keiner Weise um persönliche Empfehlungen, Anlageberatung, rechtliche, steuerliche, buchhalterische oder eine andere Form der Beratung oder Empfehlung oder eine andere Finanzdienstleistung. Die Anlageziele, finanziellen Verhältnisse oder Bedürfnisse sowie das Wissen und die Erfahrung einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Die Informationen stellen keine wie auch immer geartete Grundlage für Entscheidungen zum Erwerb, Verkauf oder Halten von Anlagewerten dar. Bei Interesse an den hier erwähnten Produkten und/oder Dienstleistungen empfiehlt die Credit Suisse, vor einer Anlageentscheidung alle relevanten Informationen einzuholen und sich beraten zu lassen (unter anderem auch zu Risiken). Die hier gemachten Angaben entsprechen dem Kenntnisstand bei Erstellung des Dokuments und sind eventuell zum Zeitpunkt des Empfangs oder Abrufs nicht mehr aktuell. Die Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern; eine Aktualisierungspflicht besteht nicht. Sofern dieses Dokument Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Unsicherheiten. Bitte beachten Sie, dass historische Renditeangaben, Wertentwicklungen und Finanzmarktsszenarien keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse sind. Erhebliche Verluste können nie ausgeschlossen werden. Dieses Dokument ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder die in einem Land ihren Wohnsitz bzw. Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung des Dokuments geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Credit Suisse Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müsste. Wir weisen darauf hin, dass zwischen einer in diesem Dokument genannten juristischen Person und einem Unternehmen der Credit Suisse eine Geschäftsverbindung bestehen kann und dass sich aus diesem Umstand potenzielle Interessenskonflikte ergeben können. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten. Die Credit Suisse gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich der Zuverlässigkeit und Vollständigkeit der Angaben. Die Credit Suisse bietet eventuell wesentliche Beratungs- oder Investmentdienstleistungen im Zusammenhang mit einem oder mehreren hier genannten Unternehmen oder Emittenten an oder hat dies im Verlauf der vergangenen zwölf Monate getan. Dieses Dokument kann Websiteadressen oder Hyperlinks, die auf Websites verweisen, enthalten. Die Credit Suisse prüft verlinkte Websites nicht und übernimmt keine Haftung für deren Inhalte. Entsprechende Adressen oder Hyperlinks (einschliesslich Adressen oder Hyperlinks zur Website der Credit Suisse) werden nur als Service bzw. zu Ihrer Information bereitgestellt; der Inhalt der verlinkten Website ist nicht Bestandteil dieses Dokuments. Wenn Sie eine solche Website besuchen oder über einen Link in diesem Dokument oder auf der Website der Credit Suisse aufrufen, tun Sie dies auf eigene Verantwortung. Dieses Dokument richtet sich nur an die Person, für die es von der Credit Suisse bereitgestellt wird. Ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Credit Suisse dürfen diese Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE. Alle Rechte vorbehalten.