

# Einführung in Collateralized Loan Obligations

Oktober 2023

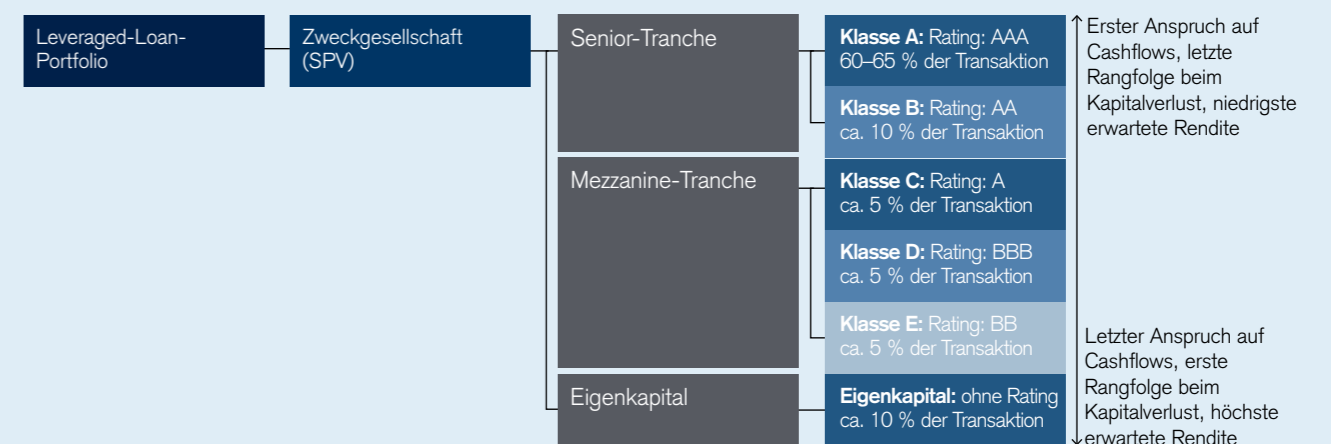


# Einleitung

Seit ihrem Aufkommen Ende der 1990er-Jahre sind Collateralized Loan Obligations (CLOs) immer beliebter geworden. 2021 belief sich das ausstehende Volumen auf USD 900 Mia.<sup>1</sup> Wie bei anderen Verbriefungen emittiert eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV) eine Kombination aus Fremd- und Eigenkapital, um den Kauf eines Portfolios von Vermögenswerten zu finanzieren, wobei es sich bei einer CLO hauptsächlich um Leveraged Loans handelt. Durch das von der Zweckgesellschaft emittierte Fremd- und Eigenkapital können Anlegerinnen und Anleger eine CLO auf ihrem bevorzugten Risikoniveau erwerben, was CLOs unserer Ansicht nach zu einer potenziell geeigneten Anlagemöglichkeit für viele verschiedene Arten von Anlegerinnen und Anlegern macht. Eine typische CLO besteht aus fünf Fremdkapital-Teilabschnitten und

einem Eigenkapital-Teilabschnitt, die als Tranchen bezeichnet werden. Die Tranchen sind nach Rangfolge geordnet, wobei die ranghöchste Fremdkapitaltranche aller Tranchen einen vorrangigen Anspruch auf die Cashflows aus dem CLO-Portfolio hat. Damit bietet sie im Vergleich zu den anderen Tranchen eine höhere Sicherheitsmarge bei Zahlungsausfällen, ist aber auch mit der geringsten Rendite verbunden. Umgekehrt hat die Eigenkapitaltranche, die auch als Erstverlust- oder First-Loss-Tranche bezeichnet wird, die niedrigste Priorität und erst dann Anspruch auf den verbleibenden Cashflow, wenn alle Fremdkapitaltranchen ordnungsgemäss bedient wurden. Daher haben Equity-Anlegerinnen und -Anleger das höchste Renditepotenzial, aber auch das höchste damit verbundene Risiko.

Abbildung 1: Typische CLO-Struktur<sup>2</sup>



Quelle Credit Suisse.  
Nur zur Veranschaulichung.

<sup>1</sup> Quelle: Bank of America Global Research. Daten per 31. Dezember 2021.

<sup>2</sup> Die dargestellte Struktur ist repräsentativ für einen nach der Finanzkrise emittierten «CLO 2.0». Eine Erläuterung der Unterschiede zwischen CLO 1.0 und CLO 2.0 finden Sie im Abschnitt zur Geschichte.

## Über die Credit Investments Group

Die Credit Investments Group (CIG) wurde im Jahr 1997 gegründet. In diesem Whitepaper gibt die CIG eine Einführung in Collateralized Loan Obligations.

# Vorteile von CLOs

Im Laufe der Jahre haben sich CLOs zu einer ausgereiften Anlageklasse mit einem starken Track-Record in Bezug auf die Wertentwicklung über mehrere Zyklen hinweg entwickelt. Abgesehen von der Wertentwicklung haben CLOs viele verschiedene Arten von Anlegerinnen und Anlegern aus einer Reihe von nachfolgend erläuterten Gründen angezogen.

## Aktives Management

Während die meisten strukturierten Produkte passiv verwaltet werden, handelt es sich bei der überwiegenden Mehrheit der CLOs um aktiv verwaltete Anlagevehikel, die das Potenzial haben, unter sich ändernden Marktkonditionen eine Outperformance zu erzielen. Managerinnen und Manager verfügen bei der Verwaltung des Portfolios über einen grossen Ermessensspielraum, unterliegen jedoch einer Reihe von Beschränkungen, wie zum Beispiel Tests zur Qualität der Sicherheiten und der Diversifikation (die im Abschnitt über Qualitätstests der Sicherheiten im Anhang erörtert werden). Mit kompetenten Managerinnen und Managern kann die Fähigkeit, die Portfoliozusammensetzung als Reaktion auf veränderte Marktkonditionen oder die Qualität der Kreditnehmerinnen und Kreditnehmer zu ändern, dazu beitragen, den Cashflow und den Kapitalwert des zugrunde liegenden Portfolios zu erhalten.

## Diversifikation

Wie bei vielen gemischten Produkten erhalten die Anlegerinnen und Anleger ein anteiliges Engagement im gesamten Leveraged-Loan-Portfolio, das der CLO zugrunde liegt. Eine typische, vollständig investierte CLO könnte zwischen 150 und 500 Kreditnehmerinnen und Kreditnehmer in ihrem Portfolio haben und unterliegt Diversitätstests, die unter anderem eine angemessene Allokation über Unternehmen, Sektoren und Regionen hinweg sicherstellen. Dadurch werden Konzentrationsrisiken für das Portfolio reduziert.

## Keine tägliche Marktbewertung (Mark-to-Market)

Das einer CLO zugrunde liegende Portfolio unterliegt grösstenteils keiner täglichen Marktbewertung, sodass Managerinnen und Manager in der Regel nicht verpflichtet sind, Positionen als Reaktion auf Marktpreisschwankungen zu liquidieren. Die Vermögenswerte werden in der Regel zu ihrem Nennwert ausgewiesen, obwohl eine CLO in einigen Fällen verpflichtet ist, die Vermögenswerte mit einem Abschlag auf den Nennwert oder Marktwert auszuweisen. Dies ist zum Beispiel dann der Fall, wenn ein Vermögenswert auf dem Sekundärmarkt mit einem starken Abschlag gehandelt wird. Da die meisten CLOs nicht zum täglichen Marktwert bewertet werden, können sich in Zeiten der Volatilität des Kreditmarktes Kaufgelegenheiten ergeben, um, insbesondere bei erfahrenen Managerinnen und Managern, den Wert für CLO-Anlegerinnen und -Anleger zu steigern.

## Variable Verzinsung und Ergänzungsfinanzierung

Im Gegensatz zu einigen anderen strukturierten Produkten profitieren CLOs auch von einer Ergänzungsfinanzierung, was bedeutet, dass ihre Vermögenswerte (in erster Linie Leveraged Loans) und Verbindlichkeiten (Fremdkapitaltranchen) jeweils aus variabel verzinslichen Instrumenten bestehen. Die variable Verzinsung wird als Spread über einem Basiszinssatz (historisch LIBOR, heute überwiegend SOFR) ausgedrückt, wodurch die Kredite und CLO-Tranchen aufgrund der geringen Zinsduration relativ unempfindlich gegenüber Zinsänderungen sind. In der Vergangenheit hatten andere strukturierte Produkte – wie CBOs – festverzinsliche Vermögenswerte und variabel verzinsliche Verbindlichkeiten. Diese Struktur setzte das Portfolio einem erhöhten Zinsrisiko aus und stellte eine Bedrohung im Falle einer inkonsistenten Arbitrage dar, da sich die Zinssätze für Verbindlichkeiten und Vermögenswerte nicht notwendigerweise parallel entwickelten. Bei gekoppelten variabel verzinslichen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten entwickeln sich die CLO-Cashflows und -Zahlungen tendenziell parallel und sind daher weniger anfällig für Zinsänderungen.

## Geschichte

CLOs tauchten erstmals in den 1990er-Jahren auf, etwa 10 Jahre nachdem die ersten modernen verbrieften Produkte auf den Markt kamen, und verbreiteten sich bis 2008 jedes Jahr stärker. Während der Finanzkrise nahm das Interesse der Anlegerinnen und Anleger an strukturierten Produkten jedoch generell stark ab, was 2009 erstmals zu einem Rückgang der ausstehenden CLOs im Jahresvergleich führte. Die Ausfallraten von Leveraged Loans erreichten 2009 einen Höchststand von über 10 %, was zu einer weit verbreiteten Besorgnis über die Erosion des Nennwerts und des Cashflows der zugrunde liegenden CLO-Portfolios führte. Trotz der hohen Ausfallraten in den CLO-Portfolios hat die überwiegende Mehrheit der CLOs die Krise letztlich nicht nur überlebt, sondern sie hat sich auch gut entwickelt. Das Überleben und die Wertentwicklung in diesem Zeitraum waren grösstenteils darauf zurückzuführen, dass die CLOs keiner täglichen Marktbewertung unterliegen. Die Managerinnen und Manager waren bei fallenden Marktpreisen nicht zur Liquidation gezwungen, und viele konnten dank des aktiven Portfoliomanagements zu stark gesunkenen Preisen wieder in Kredite investieren.

Trotz ihrer starken Wertentwicklung während der Finanzkrise

wurden neu emittierte CLOs einer Reihe von Änderungen unterzogen, von denen viele darauf abzielten, das Risiko für die Fremdkapitaltranchen zu verringern. CLOs, die seit der Finanzkrise emittiert wurden, werden häufig als CLO 2.0 bezeichnet, während diejenigen, die vor der Finanzkrise emittiert wurden, entsprechend als CLO 1.0 bezeichnet werden. Generell profitieren CLO 2.0 von einer grösseren Nachrangigkeit, einem geringeren Fremdfinanzierungsgrad und strengeren Rating- und Sicherheitenprüfungen. So machten beispielsweise CLO-1.0-Tranchen mit AAA-Rating in der Regel rund 75 % der Transaktion aus, während CLO-2.0-Tranchen mit AAA-Rating 60 bis 65 % ausmachten. Das Ergebnis für die AAA-Anlegerinnen und -Anleger ist ein höherer Übersicherungsgrad bzw. ein höherer Anteil an Vermögenswerten in der Kapitalstruktur, die ihnen gegenüber nachrangig sind. Am anderen Ende der Kapitalstruktur sind die Equity-Tranchen bei CLO 2.0 im Allgemeinen grösser, als sie es bei CLO 1.0 waren. Das Ergebnis ist ein insgesamt geringerer Fremdfinanzierungsgrad der CLO, wodurch sich die Schuldenlast des Portfolios verringert und die Übersicherung der Schulden erhöht wird. Teilweise als Reaktion auf die historische Volatilität während der Finanzkrise haben die Ratingagenturen ihre Kriterien für das Rating strukturierter Kredite neu bewertet, was zu strengeren Rating- und Sicherheitenprüfungen führte. Seit der Finanzkrise sind die Ausfallraten von Leveraged Loans nicht mehr so hoch wie 2009, aber CLOs sind strukturell besser auf eine solche Phase vorbereitet.



# Sicherheiten: Leveraged Loans

Die Vermögenswerte, die den Grossteil von CLO-Portfolios ausmachen – Leveraged Loans –, sind vorrangig besicherte Schuldtitel mit einem Rating von BB+ oder niedriger. Leveraged Loans sind in der Regel risikoreicher als Investment-Grade-Anleihen und bieten zum Ausgleich eine entsprechend höhere Rendite.

Leveraged Loans profitieren von ihrer variablen Zinsstruktur, kurzen Kündigungssperrfristen, Liquidität und historisch hohen Erlösquoten bei einem Ausfall. Wie bereits erwähnt, führt der Spread über einigen variablen Basiszinsätzen zu einer geringen Zinsduration und macht Kredite im Allgemeinen weniger anfällig für Zinsänderungen als Festzinsprodukte. Die kurze Kündigungssperrfrist von Krediten (etwa sechs Monate) hat zu ihrer Beliebtheit bei Finanzsponsoren von Leveraged Buyouts (LBOs) oder Fusionen und Übernahmen (M&A) beigetragen, die die Möglichkeit der Refinanzierung von Schuldtiteln angesichts ihres typischen Zeithorizonts von drei bis fünf Jahren schätzen. Im Gegensatz dazu hat eine typische Hochzinsanleihe (die weithin als die Anleihe angesehen wird, die einem Leveraged Loan am nächsten kommt) eine Kündigungssperrfrist von vier oder fünf Jahren.

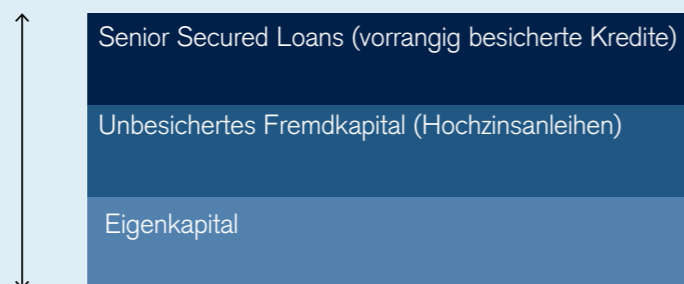
Für Leveraged-Loan-Anlegerinnen und -Anleger ist diese Anlageklasse aufgrund der Liquidität des Sekundärmarktes eine potenziell geeignete Option, die ihnen gleichzeitig ein Engagement auf den privaten Märkten bietet. Bei einem Ausfall haben sich Leveraged Loans in der Vergangenheit besser entwickelt als Hochzinsanleihen, sodass die Verluste der Anlegerinnen und Anleger geringer ausfielen. Die höheren Erlösquoten sind zum Teil auf den vorrangig besicherten Status von Leveraged Loans in der Kapitalstruktur der Kreditnehmerinnen und Kreditnehmer zurückzuführen.

Die Vorteile von Leveraged Loans haben zum raschen Wachstum der Anlageklasse beigetragen, die inzwischen bei vielen verschiedenen Anlegerinnen und Anlegern ein Volumen von über USD 1,3 Bio.<sup>3</sup> erreicht hat. Kredite werden in der Regel breit syndiziert, das heisst, eine einzelne Emission wird von zahlreichen Anlegerinnen und Anlegern gehalten, was die Liquidität erhöht und den Umfang der Transaktion vergrössert, den der Markt aufnehmen kann. Während die grösste Käufergruppe von Krediten auf CLOs entfällt, tätigen auch Banken, Investmentfonds und verschiedene andere institutionelle Anleger (zum Beispiel Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften) umfangreiche Käufe von Leveraged Loans.

**Abbildung 2: Unternehmenskapitalstruktur**

Erster Anspruch auf Cashflows, letzte Rangfolge beim Kapitalverlust, niedrigste erwartete Rendite

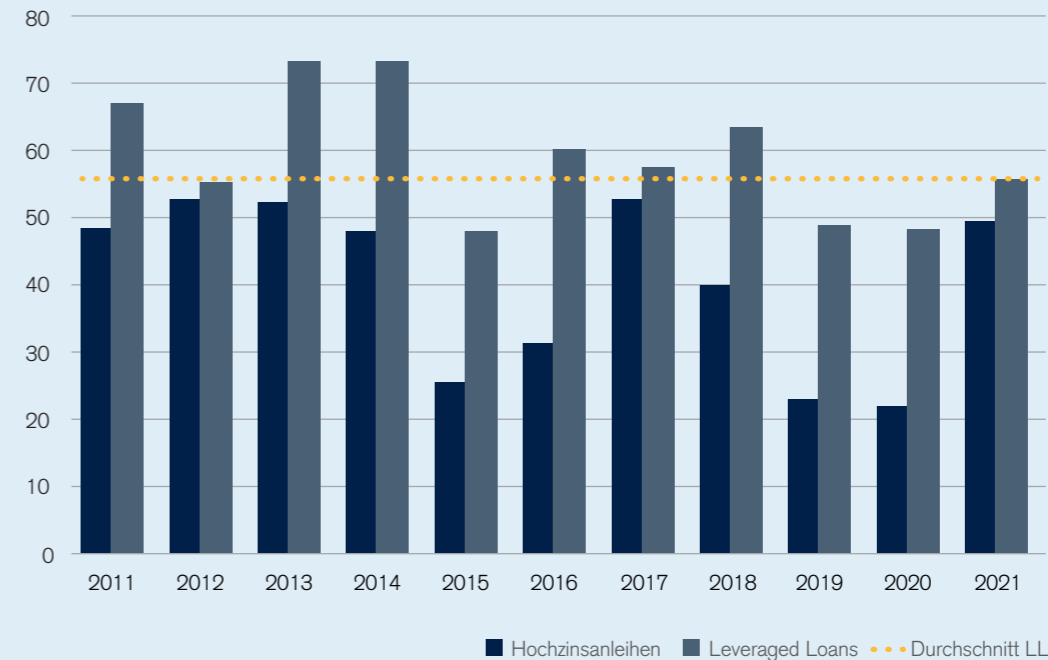
Letzter Anspruch auf Cashflows, erste Rangfolge beim Kapitalverlust, höchste erwartete Rendite



**Quelle** Credit Suisse.  
Nur zur Veranschaulichung.

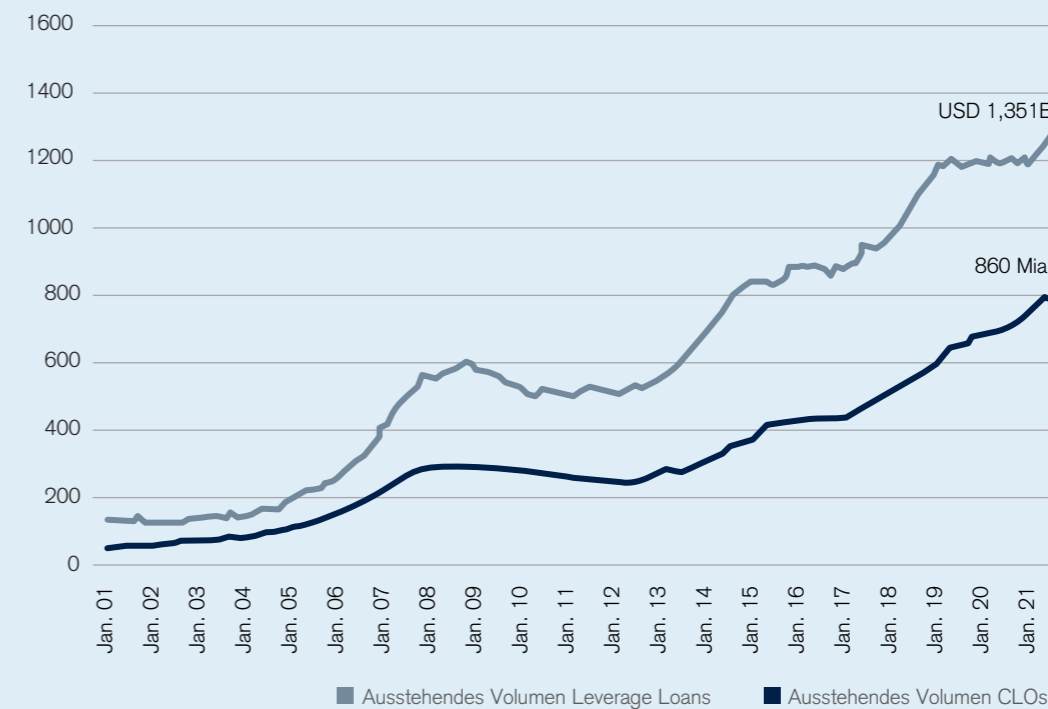
<sup>3</sup> Quelle: S&P LCD. Daten per 31. März 2022.

**Abbildung 3: Historische Erlösquoten**



**Quelle** J.P. Morgan.  
Angaben zur historischen Wertentwicklung und Finanzmarktszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

**Abbildung 4: Kredit- und CLO-Marktwachstum in USD Mia.**



**Quelle** S&P LCD und BofA Securities. Daten per 31. Dezember 2021.  
Angaben zur historischen Wertentwicklung und Finanzmarktszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

# Fazit

## Abbildung 5: Vorteile und Risiken von CLOs

### Zu den 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 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.

Wir sind der Ansicht, dass CLOs eine potenziell geeignete Anlagemöglichkeit für Anlegerinnen und Anleger mit unterschiedlicher Risikobereitschaft darstellen, von vorrangigen Schuldtiteln mit AAA-Rating bis hin zu spekulativeren Equity-Positionen. Risikoscheue Anlegerinnen und Anleger haben sich den Senior-Tranchen von CLOs zugewandt, da diese im Vergleich zu Anlagen mit gleichem Rating höhere Renditen bieten. Anleger mit grösserer Risikotoleranz, beispielsweise Hedgefonds, Pensionsfonds oder Staatsfonds, haben in Mezzanine- und Equity-Tranchen die passenden Anlagen gefunden. Für Anlegerinnen und Anleger in CLOs sind jedoch generell Überlegungen zur Managerin bzw. zum Manager und zur Struktur von entscheidender Bedeutung, um die am besten geeigneten Gelegenheiten zu ermitteln. Während CLOs im Allgemeinen gut durch die Finanzkrise kamen, waren einige Managerinnen und Manager zweifellos besser vorbereitet, was den Anlegerinnen und Anlegern auf allen Ebenen über Sekundärmarktwerte und Endrenditen zugutekam.

“

**CLOs sind eine potenziell geeignete Anlagemöglichkeit für Anlegerinnen und Anleger mit unterschiedlicher Risikobereitschaft, von vorrangigen Schuldtiteln mit AAA-Rating bis hin zu spekulativeren Equity-Positionen.**

# Anhang

## CLO-Lebenszyklus

Das angegebene Fälligkeitsdatum einer CLO wird in der Regel auf einen weit in der Zukunft liegenden Zeitpunkt, etwa 12 bis 13 Jahre nach dem Abschlussdatum, festgelegt, und der Lebenszyklus einer CLO kann in die 3 Epochen unterteilt werden, die in Abbildung 6 als Anlaufphase, Wiederanlage und Amortisation dargestellt sind. CLOs erreichen jedoch selten ihre Fälligkeit, da Equity-Anlegerinnen und -Anleger die Transaktion in der Regel vor Erreichen dieses Datums kündigen oder zurückstellen. Die Gründe für die Entscheidung, eine Transaktion zu kündigen, werden nachfolgend erörtert.

## Anlaufphase

Die Anlaufphase einer CLO umfasst sowohl die Warehousing-Periode als auch die ersten Monate nach dem Abschlussdatum der CLOs. Während der Warehousing-Phase sichert die CLO-Managerin bzw. der CLO-Manager einen Kreditrahmen bei einer Bank, um mit dem Aufbau des überwiegend aus Leveraged Loans bestehenden Portfolios für die spätere CLO zu beginnen. Eine CLO-Warehouse-Equity-Anlage ist eine Nischenform der CLO-Equity-Anlage, bei der die Anlegerin bzw. der Anleger das «First Loss»-Eigenkapital einbringt, um den Kreditrahmen zu sichern, bevor der Preis für die Transaktion festgelegt wird. Im Gegenzug für das Risiko erhält die Anlegerin bzw. der Anleger eine gehebelte Rendite (in der Regel viermal Fremdkapital zu Eigenkapital) auf das wachsende Kreditportfolio. Warehouse-Anlagen sind in der Regel kurzfristig, das heisst, sie haben eine Laufzeit von nur wenigen Monaten, und die Anlegerin bzw. der Anleger hat nur Anspruch auf den vom Portfolio erzeugten Cashflow, nicht aber auf einen Kapitalzuwachs. Ansonsten sind die Vorteile einer Warehouse-Anlage denen einer regulären CLO-Equity-Anlage sehr ähnlich, und Warehouse-Anlegerinnen und -Anleger bleiben häufig auch nach dem Abschluss der Transaktion Equity-Anlegerinnen und -Anleger der CLO.

Zum Abschlussdatum werden die CLO-Wertpapiere ausgegeben, die Kaufpreise werden gezahlt, das Warehouse wird geschlossen und der Kreditrahmen mit den Emissionserlösen der verschiedenen Tranchen wird zurückgezahlt. Zum Zeitpunkt des Abschlusses haben die meisten CLOs den Grossteil des angestrebten Nennbetrags des Portfolios erworben, wodurch sich die Liquiditätsbelastung verringert und die Renditen für die Anlegerinnen und Anleger optimiert werden. Alle verbleibenden

Käufe, die erforderlich sind, um den vollständigen Einsatz der Barmittel zu erreichen, müssen vor dem Stichtag abgeschlossen werden, der in der Regel innerhalb von sechs Monaten nach dem Abschlussdatum liegt.

## Wiederanlage

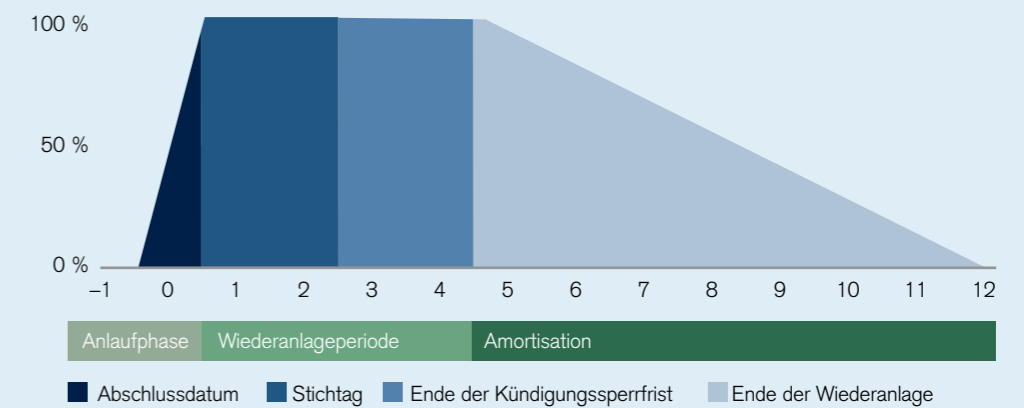
Nach dem Stichtag beginnt die Wiederanlageperiode, die in der Regel drei bis fünf Jahre ab dem Stichtag beträgt. Während dieser Zeit verwaltet die CLO-Managerin bzw. der CLO-Manager das Portfolio aktiv, und der CLO-Emitent zahlt aus den Zinserlösen des Portfolios die Zinsen an die Fremdkapitaltranchen entsprechend ihrem jeweiligen Spread aus. Die Equity-Tranche erhält den verbleibenden Cashflow, nachdem jede Fremdkapitaltranche ihre fälligen Zinsen erhalten hat. Während der Wiederanlageperiode kann die CLO-Managerin bzw. der CLO-Manager vorbehaltlich bestimmter Parameter in der CLO-Dokumentation aktiv mit dem Portfolio handeln, was zu Kapitalgewinnen oder -verlusten führt, die letztlich den Equity-Anlegerinnen und -Anlegern zufließen. Während der ersten ein bis zwei Jahre der Wiederanlageperiode, der sogenannten Kündigungssperrfrist, ist es den CLO-Eigenkapitalinhaberinnen und -inhabern untersagt, die Fremdkapitaltranchen der Transaktion zu kündigen, zu refinanzieren oder zurückzustellen.

Nach der Kündigungssperrfrist haben die Eigenkapitalanlegerinnen und -anleger in der Regel die Möglichkeit, die Transaktion mit Zustimmung einer Mehrheit des Kapitalbetrags der Equity-Anlegerinnen und -Anleger zu kündigen, wiederanzulegen oder zurückzustellen. Die Kündigung der Transaktion wird nachfolgend im Abschnitt «Amortisation» erörtert. Bei einer CLO-Refinanzierung werden einige oder alle Fremdkapitaltranchen der Transaktion zurückgezahlt und durch neue Schuldtitel mit einem niedrigeren Spread ersetzt, um die Finanzierungskosten zu senken und die potenzielle Rendite für die Eigenkapitalinhaberinnen und -inhaber zu erhöhen. Bei einer Rückstellung der CLO wird die Laufzeit der Transaktion durch die Refinanzierung der Schulden und die Verlängerung der Wiederanlagefrist effektiv neu gestartet. Eine Rückstellung kann für Equity-Anlegerinnen und -Anleger von Vorteil sein, da sie die Laufzeit der Transaktion verlängert und den Amortisationszeitraum verschiebt, in dem die Ausschüttungen auf Eigenkapital in der Regel geringer ausfallen.

## Amortisation

Die letzte Phase einer CLO ist die Amortisationsperiode, in der die CLO-Managerin bzw. der CLO-Manager Erlöse aus verkauften, vorzeitig ausgezahlten oder fällig werdenden Positionen bis auf wenige Ausnahmen nicht mehr reinvestieren darf. Die Tranchen werden entsprechend ihrer Rangfolge unter Verwendung der Kapitalerträge getilgt. Da die Tranchen entsprechend ihrer Rangfolge getilgt werden, werden die vorrangigen Tranchen mit geringeren Kosten zuerst bedient, wodurch sich die Kapitalkosten erhöhen und der Fremdfinanzierungsgrad sinkt, was beides in der Regel zu Lasten der Eigenkapitalausschüttungen geht. Eine CLO wird häufig in den ersten Jahren der Amortisationsperiode gekündigt, da bei der Equity-Tranche die Mehrheit das Recht hat, die Transaktion zu kündigen, wenn sie der Ansicht ist, dass die Arbitrage nicht mehr attraktiv ist. Wenn die Equity-Anlegerinnen und -Anleger ihre Kündigungsmittel übermitteln, verkauft die CLO-Managerin bzw. der CLO-Manager alle Vermögenswerte auf dem Sekundärmarkt. Mit dem Erlös werden zunächst alle Fremdkapitaltranchen zum Kapitalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen getilgt, und der Restwert wird an die Equity-Tranche ausgezahlt.

Abbildung 6: CLO-Lebenszyklus



Quelle Credit Suisse.  
Nur zur Veranschaulichung.

## Übersicherungstest

Die Übersicherungstests betreffen die Quantifizierung der Anlagendeckung einer bestimmten Tranche der CLO. Bei diesem Test wird der Kapitalwert des CLO-Kreditportfolios herangezogen, um festzustellen, wie viel Übersicherung eine bestimmte Tranche der CLO aufweist. Die dem Test zugrunde liegende Kennzahl vergleicht den Gesamtwert des CLO-Portfolios mit dem Nennwert einer bestimmten Tranche und aller ihr vorrangigen Tranchen. Damit soll festgestellt werden, ob die CLO über ein ausreichendes Polster verfügt, um den Kapitalwert der Fremdkapitaltranchen zurückzuzahlen. Die Gleichung für die einfachste Berechnung der Übersicherung ist nachstehend angegeben.

$$\text{Übersicherungsgrad} = \frac{\text{Bereinigter Kapitalbetrag des Kredits}}{\text{Kapitalbetrag der CLO-Fremdkapitaltranche}}$$

### Qualitätstest der Sicherheiten

Fixed-Income-Anlegerinnen und -Anleger sind sowohl um den Coupon als auch um den Kapitalwert ihrer Anlage besorgt. Um beide zu schützen, führen die CLOs bei der Emission Qualitätstests der Sicherheiten durch. Zwei Beispiele für solche Tests sind der Mindestübersicherungsgrad und der Zinsdeckungsgrad. In den meisten Fällen müssen die Mindestschwellen eingehalten werden, bevor die Nachranganleihen oder Equity-Tranchen Zahlungen erhalten können. Zum Zwecke der Zinsableitung führt der Trustee der Transaktion in der Regel vierteljährlich Sicherheitentests durch. Wenn zu diesem Zeitpunkt einer der Deckungsgradtests ausgelöst wird, wird der Cashflow von den nachrangigen Tranchen abgeleitet, um entweder den

Kapitalwert der vorrangigen Tranchen zurückzuzahlen oder um zusätzliche Sicherheiten für das Portfolio zu kaufen, damit die Tragfähigkeit des Portfolios wiederhergestellt wird. Sobald die Deckungsgradtests die vorgegebenen Schwellenwerte wieder erreicht haben, nimmt die CLO den normalen Ablauf wieder auf. Das Schema in Abbildung 7 zeigt die normale Reihenfolge der Zahlungen sowie die Auswirkungen bei einem nicht bestandenen Deckungstest. Abgesehen von der Zinsableitung können CLO-Managerinnen und -Manager oder Anlegerinnen und Anleger aus verschiedenen Gründen, unter anderem für die Bewertung oder laufende Überwachung eines Portfolios, Sicherheitentests durchführen.

Abbildung 7: Cashflow-Wasserfall



Quelle Credit Suisse.  
Nur zur Veranschaulichung.

### Zinsdeckungstest

Beim Zinsdeckungstest werden die Zinseinnahmen aus dem zugrunde liegenden Portfolio berücksichtigt, um festzustellen, wie viel überschüssiger Cashflow für die Couponzahlungen an eine bestimmte Tranche und alle ihr übergeordneten Tranchen verfügbar ist. Der Zinsdeckungsgrad vergleicht die vom zugrunde liegenden Portfolio erwirtschafteten Zinsen mit den Zinsen, die einer bestimmten Tranche und allen ihr übergeordneten Tranchen zustehen. Damit soll festgestellt werden, ob die CLO einen ausreichenden Cashflow erzeugt, um die Zinszahlungen für alle Fremdkapitaltranchen zu leisten. Der Zinsdeckungsgrad ist nachstehend angegeben.

$$\text{Zinsdeckungsgrad} = \frac{\text{Zinsen aus dem Kreditportfolio (abzüglich vorrangiger Aufwendungen)}}{\text{Fällige Zinsen für die Fremdkapitaltranche und alle ihr übergeordneten Tranchen}}$$

Wie beim Übersicherungstest werden bei Abschluss der CLO Richtlinien für die Zinsdeckung festgelegt.

## 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.

**CBO:** Eine CBO ist eine Collateralized Bond Obligation. CBOs haben viele ähnliche Eigenschaften wie CLOs, ausser dass ihre Sicherheiten grösstenteils aus Anleihen und nicht aus Krediten bestehen.

**Leveraged Buyout (LBO):** LBOs sind die primäre Strategie von Private-Equity-Anlegerinnen und Anlegern, bei der sie ein Unternehmen erwerben, indem sie einen Teil des Wertes selbst beisteuern (der sogenannte Equity Check) und den Rest mit Fremdkapital finanzieren, das in der Regel durch die Vermögenswerte des Zielunternehmens besichert ist. Ein grosser Teil des Leveraged-Loan-Marktes besteht aus LBOs.

**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 das Portfolio auf der Grundlage des Nennwerts des Kredits (Nicht-Mark-to-Market) oder auf der Grundlage des Marktpreises (Mark-to-Market) bewertet.

**Mezzanine-Fremdkapital:** Wie die gleichnamige architektonische Struktur nimmt Mezzanine-Fremdkapital den Raum zwischen zwei «Ebenen» in der Kapitalstruktur eines Unternehmens ein und liegt von der Priorität her zwischen vorrangigen Schuldtiteln (Senior Debt) und Eigenkapital.

**Kündigungssperrfrist:** Die Kündigungssperrfrist ist ein Zeitfenster, das in der Regel in der Transaktionsdokumentation angegeben ist und in dem die Equity-Tranche die Transaktion nicht kündigen darf.

**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.

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.