

# Presseinformation

## Studie: Verbriefungen sind attraktive Anlagealternative

- Hoher Renditeaufschlag gegenüber Unternehmensanleihen
- Geringes Kreditausfallrisiko bei verbrieften Unternehmenskrediten
- Studie von Union Investment analysiert Ursachen für Mehrertrag

Frankfurt, 13. November 2019 – Seit der Finanzkrise sorgen eine stärkere Regulierung und die Erfahrungen der Ratingagenturen dafür, dass durch Unternehmenskredite besicherte Verbriefungen heute konservativer strukturiert sind als zuvor. Dadurch lassen sie sich zu risikoärmeren Portfolios zusammenfügen und weisen dennoch einen höheren Renditeaufschlag (Spread) gegenüber Unternehmensanleihen auf. Dies zeigt eine aktuelle Studie von Union Investment. Die Untersuchung betrachtet sogenannte Collateralized Loan Obligations (CLOs) und liefert Erklärungen für die hohen Renditeaufschläge der verbrieften Unternehmenskredite gegenüber klassischen Unternehmensanleihen.

Die Analyse konzentriert sich auf europäische CLOs, einen Markt mit einem Volumen von rund 107 Mrd. Euro. Aufgrund der Ähnlichkeit sowie der vorliegenden Ausfallraten der Ratingagenturen sind die Ergebnisse für den mit einem Volumen von 637 Mrd. US-Dollar ungleich größeren US-Markt allerdings grundsätzlich vergleichbar. Als Ergebnis zeigt sich, dass europäische CLOs im Investment-Grade-Bereich seit dem Jahr 2001 einen deutlichen Renditeaufschlag gegenüber entsprechenden Unternehmensanleihen bieten. Bei Papieren mit Rating „BBB“ betrug dieser vor der Finanzkrise im Durchschnitt 110 Basispunkte und liegt seit dem Jahr 2015 sogar bei durchschnittlich 230 Basispunkten. Bei Papieren mit Rating „BB“ ist die Prämie noch ausgeprägter. Sowohl vor als auch nach der Finanzkrise betrug sie mehr als 300 Basispunkte.

### Kreditausfälle mindern Renditen minimal

Lässt sich die Mehrrendite von CLOs mit einem höheren Ausfallrisiko erklären? Die Studienautoren verneinen dies. Insbesondere bei CLOs mit „BBB“-Rating kam es

Bei Rückfragen:  
Pressestelle, Stefan Barkhausen • Tel.: (0 69) 25 67 - 26 60 • Mail: stefan.barkhausen@union-investment.de  
Union Asset Management Holding AG, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main

der Untersuchung zufolge in den vergangenen Jahren zu so gut wie keinen Ausfällen. Zwischen März 2001 und Juli 2019 ermittelten sie einen einzigen Ausfall mit vollständigem Kapitalverlust sowie zwei Fälle mit Kapitalverlusten von weniger als fünf Prozent. Somit betragen die durchschnittlichen Default-Kosten aller „BBB“-CLOs 0,06 Prozent. Im betrachteten Anlageuniversum der Unternehmensanleihen fielen hingegen in diesem Zeitraum zwei Emittenten und mit ihnen insgesamt acht Bonds aus. Die Höhe des Kapitalverlusts betrug dabei jeweils 70 bis 80 Prozent. Die durchschnittlichen Default-Kosten der „BBB“-Anleihen lagen demnach insgesamt bei etwa 0,52 Prozent. Das bedeutet, dass Kreditausfälle die realisierten Renditen von CLOs nur in sehr geringem Maße mindern und sich die höheren Renditeaufschläge vereinnahmen lassen. Das Ausfallrisiko der CLOs erklärt somit nicht die höhere Prämie gegenüber Unternehmensanleihen.

Einflussfaktoren könnten hingegen die Liquiditätskosten und die Eigenkapitalunterlegung bei CLOs sein. Sie sind nach Ansicht der Studienautoren zwar bedeutende Aspekte für eine Erklärung der Prämie. Allerdings reichen sie nicht aus, um die Höhe des Renditeaufschlags zu begründen. Der noch verbleibende Renditeaufschlag muss demzufolge andere Ursachen haben. Die Komplexität des Verbriefungsinstruments spielt dabei sicherlich eine Rolle. Dass die erhöhte Volatilität von CLOs eine Erklärung für die höhere Prämie ist, zeigt eine ergänzende Studie der Goethe-Universität Frankfurt am Main im Auftrag von Union Investment. Denn systemische Risiken haben bei CLOs – anders als bei Unternehmensanleihen – einen großen Einfluss auf die Wertentwicklung, wie aus der Studie hervorgeht. Das heißt ein Teil der bisher nicht erklärten hohen CLO-Prämie stellt eine Kompensation für die gesteigerte Volatilität von CLOs in Stressphasen dar.

### **Verbriefungen sind besser als ihr Ruf**

„Durch die Finanzkrise sind Verbriefungen zu Unrecht in Verruf geraten“, sagt Alexander Ohl, der als Leiter Credit Solutions bei Union Investment für strukturierte Kreditprodukte verantwortlich ist. Das angeschlagene Image verstelle den Blick auf die Grundidee einer Verbriefung und ihren Nutzen für Investoren. „CLOs sind seit

Bei Rückfragen:  
Pressestelle, Stefan Barkhausen • Tel.: (0 69) 25 67 - 26 60 • Mail: stefan.barkhausen@union-investment.de  
Union Asset Management Holding AG, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main

der Finanzkrise noch konservativer strukturiert als zuvor. Zwar weisen Verbriefungen in Stressphasen höhere Liquiditätskosten als Unternehmensanleihen auf. Außerhalb von Stressphasen sind ihre Liquiditätskosten allerdings gleich hoch oder sogar niedriger.“ Ohl rät daher, CLOs in Stressphasen zu halten und Positionsveränderungen aus taktischen oder strategischen Gründen eher in stressarmen Bullenmarktphasen umzusetzen.

Das untersuchte Anlageuniversum umfasste insgesamt 295 CLO-Tranchen, die bei Emission das Rating „BBB“ (oder „BBB+“ oder „BBB-“) erhielten. Für Unternehmensanleihen nutzte die Studie den ICE BofAML Global Non-Sovereign-Index (GOBN). Es wurden insgesamt 723 seit 2001 in Euro emittierte Bonds mit Emissionsrating „BBB“ betrachtet.

Bei Rückfragen:  
Pressestelle, Stefan Barkhausen • Tel.: (0 69) 25 67 - 26 60 • Mail: stefan.barkhausen@union-investment.de  
Union Asset Management Holding AG, Weißfrauenstraße 7, 60311 Frankfurt am Main