

Besicherte Kreditstrukturen

WIEDERENTDECKUNG

EINER ASSET-KLASSE

JANUAR 2013 PORTFOLIO PLATTFORM



*Collateralized Loan Obligations sind
manchem Anleger immer noch ein Buch
mit sieben Siegeln. Ein Blick hinter die
Strukturen.*





Torsten Homann
Vermögensverwalter,
Raif & Gundermann
Vermögensverwaltung

Michael Stark-Urzendnik
Geschäftsführer,
CIS Asset Management
(Deutschland)



*Moderation:
Maik Rodewald
portfolio Verlagsgesellschaft*



*Joachim Fröhlich
Bereichsleiter Vermögensmanagement/Treasury,
Evangelische Kreditgenossenschaft*

*Dr. Constantin Echter
Leiter Strukturierte Zinsprodukte
und Spread-Investments,
Bayerische Versorgungskammer*

*Dirk Auerbach
Partner,
KPMG*



Herzlich willkommen, meine Herren. Wir sprechen über besicherte Kredite und dynamische Kreditstrukturen als Anlagealternativen in Zeiten niedriger Renditen. Man kennt solche Strukturen eher unter ihrem englischen Begriff: Collateralized Loan Obligations, kurz: CLOs. Welche Erfahrungen haben Sie damit gemacht?

Homann: Bei Raif & Gundermann in Bad Homburg betreuen wir Privatkunden ab einer halben Million liquidem Anlagevermögen. Einige habe ich bereits während meiner Zeit bei der Credit Suisse betreut, die entsprechend mit solchen Strukturen vertraut sind und sie nachfragen – gerade auch, weil diese die Feuerproben 2008 und 2011 letztlich gut überstanden haben.

Fröhlich: Ich leite den Bereich Vermögensmanagement und Treasury bei der Evangelischen Kreditgenossenschaft, was sowohl den Eigenhandel als auch das Asset Management für Kunden umfasst. Insgesamt verwalten wir rund 4,7 Milliarden Euro. Erste Erfahrungen mit Kreditstrukturen habe ich bereits Anfang 2000 als Treasurer einer Genossenschaftsbank gesammelt, so dass ich das Auf und Ab von CLOs und auch von CDOs seit mindestens einer Dekade mitgemacht habe. Und hier sage ich: Wie gut die Erfahrungen mit Kreditstrukturen sind, das hängt sehr davon ab, in welcher Struktur man engagiert war. Während meiner Zeit im Treasury der W&W (Wüstenrot & Württembergische) hatte ich auch Einblick in ein relativ großes CLO-Portfolio. Und es war schon eine Herausforderung, die Entwicklung dieses Portfolios zu verfolgen, gerade auch im Jahr 2008.

Stark-Urzendnik: Seit September bin ich Geschäftsführer der CIS Asset Management. Dass ich nach meiner Station als Geschäftsführer der Versam bei CIS, also einem Spezialisten im aktiven Management von illiquiden Vermögenswerten eingestiegen bin, hat auch seinen Grund: Ich habe in der Vergangenheit – damals noch auf der Investoreseite als Leiter Kapitalanlagen der SV Sparkassenversicherung – sehr positive Erfahrungen mit

„Wir sehen derzeit sehr attraktive Renditen, sowohl bei Loans als auch in noch größerem Maße bei amerikanischen CLOs.“

Michael Stark-Urzendnik, CIS Asset Management (Deutschland)

CLOs gemacht. Wir waren zwischen 2003 und 2006 in gerateten Tranchen investiert, und das zur richtigen Zeit. Eine solche Phase sehe ich jetzt auch wieder auf uns zukommen, getragen durch ein Niedrigzinsumfeld, ähnlich wie wir es vor zehn Jahren erlebt haben, als die amerikanische Notenbank in Person von Alan Greenspan die Zinsen in die Nähe der Nullmarke senkte und jeder Anleger händeringend nach Rendite suchte.

Wie attraktiv sind Senior Secured Loans, also erstrangig besicherte Unternehmenskredite? Genau das steckt ja in den Strukturen drin, über die wir reden. Stellen diese Loans für Sie Wege aus dem Renditetief dar, mit dem Sie alle konfrontiert sind?

Fröhlich: Ja. Senior Secured Loans haben eine relativ lange Tradition, vor allem in den USA. Und per se kann das eine gute Alternative sein. Für uns als Haus gilt das aber weniger, da wir als Spezialbank nicht mit Unternehmenskrediten im klassischen Sinne unterwegs sind. Über Engagements in Kreditstrukturen, also Portfolios von Loans in Anlagevehikeln, können aber auch wir nachdenken.

Herr Homann, empfinden Ihre Privatkunden, die bereits Erfahrungen mit besicherten Unternehmenskrediten und deren Einbindung in Strukturen haben, entsprechende Engagements dennoch als vergleichsweise risikoreich?

Homann: Natürlich haben Kunden 2008 und 2011 festgestellt, dass die Bewertungen auch sinken können. Aber das ging nicht schlagartig. Es war nachvollziehbar, und die Bewertungen haben sich in der Folge wieder erholt. Genauso schnell, wie es runterging, ging es auch wieder rauf. Kunden, die das mitgemacht haben, würden CLOs nicht als im Vergleich besonders risikoreiche Anlageklasse ansehen.

**Was sagen Sie als ehemaliger Versicherungsinvestor, Herr Stark-Urzendnik:
Sind Loans respektive CLOs ein Weg aus der Renditefalle?**

Stark-Urzendnik: Mit Überzeugung ja. Ich behaupte nicht, dass ein Versicherer 100 Prozent seines Portfolios in Loans oder CLOs anlegen sollte, das ist klar. Und letztlich müssen auch Risikobudgets zur Verfügung stehen. Aber wir sehen derzeit sehr attraktive Renditen, sowohl bei Loans als auch in noch größerem Maße bei amerikanischen CLOs. Das ist sicherlich auch der relativen Illiquidität der Anlageform geschuldet. Nur, ich sage, wer langfristig denkt und anlegt, der sollte die Illiquiditätsprämie auch mitnehmen. Vor allem in den Jahren 2008 und 2009 sind CLOs sehr zu Unrecht in den Sog aller übrigen strukturierten Produkte gezogen worden, zumal die Zinszahlungen bedient wurden und die Ausfallraten sehr niedrig geblieben sind. Das mögen Versicherer.

Wie hoch war „sehr niedrig“?

Stark-Urzendnik: Zwischen 2007 und 2012 lagen die kumulierten Verluste von als Sub-Investment Grade gerateten CLO-Tranchen bei 1,2 Prozent, wie eine kürzlich von Moody's erschienene Studie zu strukturierten Wertpapieren belegt. Zum Vergleich: Loans, die ja den Inhalt der CLOs bilden, erlitten im selben Zeitraum kumuliert über acht Prozent an Verlusten. Andere Verbriefungsstrukturen, wie RMBS, CMBS oder CDOs, verzeichneten bei gleichem Finanzierungskonzept auf der Passivseite, jedoch anderem Inhalt, kumulierte Verluste von 20 bis über 50 Prozent bei als Sub-Investment Grade gerateten Tranchen über denselben Zeitraum. In der nachhaltigen Erholung der CLO-Bewertungen spiegelt sich dieses Ergebnis wider.

Wie hoch sind die Risikoprämien von Senior Secured Loans derzeit?

Stark-Urzendnik: Fast identisch mit denen von High Yield Bonds gleicher Bonität mit aktuell etwa Libor plus 450 Basispunkten bei als Sub-Investment Grade gerateten Loans in den USA. Eigentlich müssten Bonds wegen der deutlich geringeren Besicherung höhere Renditeaufschläge haben, was historisch auch so ist. Der Grund





hierfür liegt vorrangig in der Emission von sogenannten Second Lien Loans in den Jahren 2006 und 2007, also nachrangig besicherten Unternehmenskrediten. Mittlerweile haben sich die Zeiten geändert, und die Besicherung der Neuemissionen ist weit restriktiver bei noch immer hohen Risikoprämien.

Homann: Dass es in der Krise noch Ausschüttungen gab, hat auch die Privatkunden beeindruckt. Die Ausschüttungen waren zwar nicht immer gleich hoch, sie gingen auch etwas zurück, aber sie waren da. Und nach Steuern pro Jahr standen die Renditen zwischen neun und elf Prozent unterm Strich.

Herr Dr. Echter, wie wichtig sind Senior Secured Loans und CLOs bei der Bayerischen Versorgungskammer (BVK)?

Echter: Ich leite bei der BVK das Referat für strukturierte Zinsprodukte und Spread Investments, also auch für CLOs. Senior Secured Loans selbst sehen wir als sehr interessant an. 2013 wollen wir zwei Loan Manager aussuchen, einen für USA, einen für Europa. Das würde unser CLO- und unser High-Yield-Engagement schön ergänzen. Dafür suchen wir uns Manager und überwachen

diese. Derzeit haben wir ein reines Fund-of-CLO-Mandat mit Investment-Grade-Tranchen in Höhe von 280 Millionen Euro, das wir im Herbst noch einmal um 70 Millionen erhöht haben. Im Mai 2006 hatten wir ein reines Equity-Mezzanine-Portfolio aufgelegt, das im Zuge der Finanzmarktkrise stark an Wert eingebüßt hatte, sich dann aber deutlich später wieder enorm erholt hatte. Im November 2011 haben wir dann alles verkauft, auch weil nicht ganz klar war, ob wir das Mandat in unserer Hedgefondsquote laufen lassen können.

Trotz der vorübergehenden Verluste war die Rendite nicht schlecht. Annualisiert standen von Mai 2006 bis November 2011 7,5 Prozent zu Buche. Wir haben dann über Regressionsanalysen herausgefunden, dass sich unser Equity-Mezzanine-Portfolio sehr ähnlich verhalten hat wie viele Aktienindizes. Das war ein wichtiger Grund, uns künftig von Equity-Tranchen fernzuhalten und uns auf Investment-Grade-Tranchen zu beschränken.

Herr Fröhlich, würden Sie einzelne Senior Secured Loans anfassen?

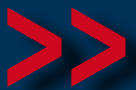
Fröhlich: Nein. Als Diversifikatoren im Kreditportfolio einer Bank wären Loans zwar interessant, aber Sie müssen für jeden dieser Loans immer in der Lage sein, eine klassische Kreditprüfung zu machen. Und da fangen die Probleme an.

Obwohl die einzelnen Loans doch auch geratet werden ...

Fröhlich: Ja, Sie müssen sie aber trotzdem analysieren. Volks- und Raiffeisenbanken oder Sparkassen können das mit den klassischen Rating-Tools der Verbände meines Wissens derzeit nicht. Natürlich können sie jemanden hinsetzen, der Cashflows hoch- und runtermodelliert, aber am Ende des Tages bleibt es eine Kreditanalyse. Ich glaube auch, dass die meisten Loans überwiegend Leveraged Buy-outs sind und die deshalb ein ganz anderes Risikoprofil haben als der klassische Mittelstandskredit, den die meisten Banken kennen. Das spricht dafür, dass man es lieber professionellen Managern überlassen sollte. Auch bei Senior Secured Loans ist für mich Diversifikation Pflicht. Das heißt, Sie brauchen mehrere Loans. Da ein Engagement in einem Loan eine gewisse Mindestgröße haben muss, um es über eine Investmentbank überhaupt handeln zu können, scheiden schon viele Investoren per se aus. Einmal ganz abgesehen von den vielen Details, mit denen Sie sich herumschlagen müssen. Das geht bis hin zur Frage des Rechtssystems, nach denen die Loan-Bedingungen formuliert sind.

Ich wollte noch etwas anmerken zum Thema CLOs, was im Ergebnis zu Herrn Echters Ausführungen passt: Verbriefte Strukturen unterhalb des Investment-Grade-Status sind auch für Banken de facto tot. Die Auflagen der Aufsicht sind schlichtweg zu hoch. Wenn, dann sollte eine Bank einen ähnlichen Weg gehen wie die BVK und ein Mandat als Kreditersatzgeschäft im Anlagenportfolio behandeln.

Nur was für Sie wichtig ist.



Lesen Sie den Newsletter für institutionelle Investoren: portfolio-newsflash.de

Herr Dr. Echter, Sie haben Ihr Mandat um 70 Millionen Euro aufgestockt. Wie wichtig werden CLOs für Sie noch?

Echter: Im Verhältnis zu unseren 1,5 Milliarden Euro in High Yield Bonds sind CLOs Satelliten; das wird tendenziell auch so bleiben. Erstens ist es eine relativ komplexe Asset-Klasse, und es gibt leider keine Benchmarks, an denen wir die Leistung des Asset Managers messen können. Zweitens sind gute Manager in diesem Anlagesegment auch teuer – wesentlich teurer als Manager für High Yield oder Senior Secured Loans. Außerdem: High Yield oder Corporate Bonds werden zu Marktpreisen bewertet; bei CLOs ist es eine Mischung aus Markt- und Modellbewertung. Aber wie schon gesagt: Wir werden zwei Loan Manager aussuchen. Die Gespräche mit unserer Master-KAG deuten darauf hin, dass wir Loans in Höhe von 30 Prozent in unserem Credit-Spezialfonds beimischen können. Dieser Fonds ist derzeit drei Milliarden Euro schwer.

Herr Stark-Urzendnik, die beiden institutionellen Investoren sind ziemlich gut informiert. Gibt es Dinge, die Sie erwidern würden?

Stark-Urzendnik: Wir kennen die Ergebnisse der Regressionsanalysen, die Frage stellt sich jedoch, welche Daten man benutzt und welche Zeiträume man sich anschaut. Richtig ist, dass von Anfang 2008 bis Ende 2009 eine hohe Korrelation bestand. Davor und danach zeigte sich ein deutlich differenzierteres Bild zwischen CLO-Equity und Aktien. Aus meiner Sicht kann auch nur ein spezialisierter Manager die Anforderung an eine nachhaltige Kreditanalyse und die damit verbundene Komplexität auflösen. Genau diese Leistung wird durch die höhere, auch unter Umständen Performance-abhängige Vergütung bezahlt. Die Kosten werden aber durch die Renditen, die insbesondere ein Equity-Portfolio abwirft, mehr als deutlich kompensiert.

Homann: Meine Erfahrungen decken sich damit. Ergänzen möchte ich die Bedeutung des Themas Transparenz und der damit verbundenen Nachvollziehbarkeit des Marktpreises. Viele Anleger erlebten in der Vergangenheit aufgrund des Fehlens dieser Transparenz eine böse Überraschung. Denn wie Herr Echter schon sagte, die Bewertungen sind oft modellgetrieben und deshalb auch erklärungsbedürftiger als reine Marktpreise.

Zum Markt für besicherte Unternehmenskredite und entsprechenden Strukturen. Können Sie uns einen Überblick geben über seine Größe, seine Player und deren Aktivität?

Echter: Wir haben einen Pool von 44 Loan Managern, die wir für unser Loan-Projekt 2013 in Betracht ziehen können. Bei CLO-Managern sind wir längst nicht so weit. Es gibt nicht so viele Häuser, die dann wirklich CLO-

Tranchen für Kunden aussuchen, also das ist schon wirklich ein Feld für Spezialisten. Zum Markt an sich: In diesem Jahr gab es in Europa sehr wenig Neuemissionen von Loans und auch keine neuen CLOs. Wenn aber keine CLOs aufgelegt werden, fehlt ein bedeutender Käufer für die Loans. Wenn ein Loan fällig wird, geht ein CLO-Manager dann in einen neu emittierten Loan oder erwirbt einen auf dem Sekundärmarkt. Anders sieht es in den USA aus: Dort war die Emissionstätigkeit ziemlich rege, im Jahr 2012 über 45 Milliarden US-Dollar.

Stark-Urzendnik: Der US-Markt für CLOs umfasst derzeit etwa 550, der europäische Markt etwa 250, die sich auf etwa 150 spezialisierte Kreditmanager verteilen. In den USA wird rege emittiert, weil der Markt dort sehr etabliert ist. Der europäische Markt tut sich schwer, weil es auch keine Tradition hat, Unternehmenskredite jenseits der Bankbilanzen hoffähig zu machen. Das könnte sich aufgrund der angespannten Lage vieler Banken künftig ändern. Nicht zuletzt deshalb tun sich auch europäische CLO-Manager schwer, sich zu etablieren.

Fröhlich: Weil Herr Rodewald nach den Playern im Markt fragt: Man muss wissen, wer die anderen Marktteilnehmer sind. Man muss wissen, wer ist noch in einem



Dirk Auerbach

Loan drin. Da sind beispielsweise Hedgefonds drin, die sich nur damit beschäftigen, wie sie die Verträge so auseinanderhebeln können, dass sie am meisten herausholen. Sie können in der Analyse alles richtig gemacht haben, was Sie ökonomisch richtig machen können. Möglicherweise haben Sie aber den falschen Gegner. Einen, der Sie mit irgendeinem Kniff aus dem Loan herausdrückt. Der Punkt ist: Welcher institutionelle Anleger hat schon den Zugang zu den informellen Kreisen, um die relevanten Informationen über seine Gegenspieler zu bekommen? Und als Institutioneller sind Sie oftmals das letzte Glied in der Informationskette. Investmentbanken und Hedgefonds sind in der Regel schneller informiert.

Und Sie können dem Investor bei diesem Problem helfen, Herr Stark-Urzendnik?

Stark-Urzendnik: Das ist die Kernaufgabe, die wir uns gestellt haben, nämlich komplexe Kreditstrukturen für den institutionellen Investor transparent aufzuarbeiten, die Ergebnisse eines Managers in die jeweilige Herkunft,

„Im Verhältnis zu unseren 1,5 Milliarden Euro in High Yield Bonds sind CLO Satelliten; das wird tendenziell auch so bleiben.“

Dr. Constantin Echter, Bayerische Versorgungskammer

also in Bezug auf Vermeidung von Ausfällen, hohen Erholungsraten, Handelsergebnissen oder auch Risiko-prämienausweitungen, zu zerlegen und diese fortlaufend zu überwachen. Das Ganze natürlich angeboten in einer regulatorisch stabilen und kapitalschonenden Art und Weise.

Herr Homann, wir waren jetzt länger in der Welt institutioneller Anleger unterwegs. Welche Punkte waren für Sie als Vertreter von Privatkunden neu?

Homann: Ich hatte ja bereits vorhin für den Einsatz von spezialisierten Kreditmanagern für CLOs argumentiert. Diese Manager müssen allerdings laufend überwacht werden. Menschen verlassen Organisationen aus verschiedenen Gründen, Strukturen ändern sich, und Personal sowie Research wird eingespart. Dann kann auf einmal die Leistung eines Managers deutlich schlechter werden.

Sie haben die CLO-Expertise bei Raif & Gundermann eingebracht. Wie haben Sie das den Gründern eigentlich verkauft? Es gab und gibt immer noch ein Reputationsrisiko für Geschäfte mit verbrieften drei Buchstaben, die nicht aufgehen.

Homann: Natürlich musste ich teilweise die gleiche Argumentationsarbeit leisten, wie sie bei einem professionellen Kunden notwendig ist. Die Möglichkeit, durch eine transparente Aufarbeitung ein neues Ertragspotenzial bei bewertbarem Risiko für gehobene Privatkunden zu erschließen, überzeugte. Durch eine umfangreiche Aufklärungsarbeit bezüglich der Funktionsweise und der Risiken gegenüber dem vermögenden Privatanleger schaffen wir die in Zeiten niedriger Zinsen gesuchte Alternative, ohne unsere Reputation aufs Spiel zu setzen.

Welchen schlechten Ruf haben CLOs eigentlich noch zu Unrecht?

Fröhlich: Den gleichen schlechten Ruf wie alle anderen verbrieften Kredite, Hebelprodukte und Subprime-Strukturen. Zu Unrecht an vielen Stellen, keine Frage, weil das eine mit dem anderen gar nichts zu tun hat. CLOs haben nur zufälligerweise die gleiche Rechtsstruktur und wurden ähnlich strukturiert. Aber so ist das manchmal: mitgehangen, mitgefangen. Niemand kennt sich wirklich aus, aber jeder hat dazu was zu sagen oder

kennt irgendeinen, der irgendwie mal was gehört hat. Natürlich haben alle Kredite auch Risiken, das ist ganz klar. Deswegen macht man es ja, weil sie entsprechend auch eine gewisse Rendite ermöglichen, die auch nicht unerheblich hoch sein kann. Wenn man das Ganze objektiv beurteilt, dann muss man sagen, dass CLOs selbst in ihrer Hochphase nur ein Teilmarkt waren. Das meiste Geschäft gab es mit CDOs und Commercial respektive Residential Mortgage Backed Securities.

Echter: Ich denke, wirkliche Cashflow-CLOs sind eine saubere Sache. Und über die reden wir hier ja auch die ganze Zeit, im Gegensatz zu irgendwelchen synthetischen Strukturen oder Market-Value-CLOs mit nachteiligen Trigger-Strukturen. Insofern ist die Vermischung mit anderen Strukturen, die ebenfalls mit drei Buchstaben abgekürzt werden, nicht fair.

Stark-Urzendnik: Genau diese Differenzierung vorzunehmen, sehe ich als meine Aufgabe der nächsten Monate und Jahre. Am Ende des Tages werden wir dabei unterstützt durch entsprechende Veröffentlichungen von Moody's, die das derzeit auch aufarbeiten und sich dabei selbst an die Nase fassen.

Immerhin haben wir am Beispiel der BVK gehört, dass CLOs auch ein schönes Buy-and-Hold-Investment sein kann.

Fröhlich: Ich würde sagen, es ist ausschließlich ein Buy-and-Hold-Produkt, sofern man sich im Senior-Bereich der Anleihestrukturen aufhält. CLOs selbst zu handeln, macht keinen Sinn, weil es da nicht viel zu verdienen gibt. Wenn, dann muss man Equity-Tranchen handeln. Aber selbst dafür sind die institutionellen Investoren oftmals nicht die richtigen Player. Wer sich Bewertungsverluste in Höhe von 50, 60 oder 70 Prozent leisten kann und die Zeit hat, durchzuhalten, für den kann sich so etwas stark lohnen. Aber selbst beim glücklicherweise gut ausgegangenen Beispiel der BVK stellt sich die Frage, ob die Aktie – trotz ihrer Volatilität – nicht das bessere beziehungsweise alternative Investment gewesen wäre. Die Aktie ist bekannt, und man spart sich viele kritische Sitzungen, Diskussionen und unter Umständen auch Eigenkapital.

Stark-Urzendnik: Sie liefern mir gerade eine Steilvorlage. In der Tat haben in der tiefsten Krise gerade die Marktpreise der Equity-Tranchen gelitten, wenn auch zu Unrecht. Wenn ich als institutioneller Investor dann immer den Bilanzierungstermin am 31. Dezember vor Augen habe, kommt man in Argumentationsnöte. Deswegen hatte die CIS Asset Management damals schon ein Bewertungsmodell für einen Versicherungskunden genutzt, das mit einem Wirtschaftsprüfer seiner Kapitalanlagegesellschaft, bei der das Portfolio lag, abgestimmt war. Wenn ich also heute zum Kunden gehe, würde ich immer auch ein auf der spezifischen Managersignatur basierendes Bewertungsmodell nutzen statt eines auf Monte-Carlo-Simulationen basierenden Bewertungsansatzes, der zufallsgetrieben ist und der nichts mit reiner prozessgetriebenen Managersignatur zu tun hat.

Aber ich würde auch bei der Strukturierung justieren, so dass weniger Risikobudget zu reservieren ist. Wir wissen, dass unter Solvency II gerade die Versicherer eine sehr starke Eigenkapitalbelastung durch das Thema CLO erfahren, wenn sie es sozusagen Plain Vanilla auf ihre Bücher nehmen. Wir haben hier Lösungen mit einer der großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erarbeitet. Das bietet die Möglichkeit, in CLOs mittelbar investiert zu sein. Wir schonen dadurch das Eigenkapital und nehmen einen Gutteil der Volatilität in Krisenzeiten heraus.

Herr Stark-Urzendnik sprach eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft an. Herr Auerbach, Sie sind Partner bei KPMG und mit strukturierten Finanzierungen und Aufsichtsrecht betraut. Sie haben die ersten Kreditderivate nach Deutschland gebracht, Sie sind also ein alter Hase. Für welche Art von Investoren könnten Sie eine Lösung bauen, wie es Herr Stark-Urzendnik vorhin angedeutet hat?

Auerbach: Im Prinzip ist das für jeden Investortyp möglich. Wir prüfen die grundsätzlichen Nebenbedingungen, wie das Versicherungsaufsichtsgesetz, die Konformität mit Rundschreiben, also die Erwerbszulässigkeit. Für Versicherer haben wir von vornherein festgelegt, dass eine Kreditstruktur nicht das Bucket für Asset-Backed Securities befüllen sollte. Das heißt, wir werden mit unbedingten Rückzahlungsverpflichtungen arbeiten und

nicht mit klassischen bedingten Rückzahlungsverpflichtungen wie bei typischen ABS-Strukturen. Ziel ist es, sicherzustellen, dass die Sicherheit und die Robustheit des Vehikels gewährleistet ist. Der GAU, dass ein Vehikel quasi explodiert, muss auf jeden Fall verhindert werden.

Herr Stark-Urzendnik, können Sie dazu noch ein bisschen etwas sagen? Für welche Anlegergruppen brauchen Sie die Zusammenarbeit mit KPMG?

Stark-Urzendnik: Zunächst einmal muss gesagt werden, dass KPMG als international renommiertes Haus uns in vielerlei Hinsicht unterstützen kann, die bilanziellen, steuerrechtlichen und regulatorischen Anforderungen darzulegen und den Anlegern zu helfen, diese Hürden im Rahmen dieser Vorschriften zu meistern, um den Anforderungen institutioneller Anleger gerecht zu werden. Die Anlegergruppen sind all diejenigen, die eine relativ stabile Rendite suchen, langfristig investieren und eine Diversifikation im Portfolio suchen. Dazu gehören neben Versicherern auch die Versorgungswerke, Pensionskassen und andere Altersversorger sowie Family Offices und Stiftungen. Aber auch Banken, sofern Kreditsatzgeschäft benötigt wird.

Der Strukturierungsexperte sitzt mit am Tisch. Haben Sie Fragen an ihn, Herr Echter und Herr Fröhlich?

Echter: Ja. Ich habe ja vorhin erläutert, dass wir unser CLO-Equity-Portfolio auch deshalb aufgelöst haben, weil die aufsichtsrechtliche Behandlung nicht ganz eindeutig war. Wir haben es damals als Hedgefonds deklariert. Mich würde interessieren, was Herr Auerbach bevorzugen würde?

Auerbach: Die Einstufung als Hedgefonds ist möglich, aber es geht durchaus anders. Grundsätzlich ist die Frage, in welchem Topf jeweils noch Luft ist. Ideal ist es, wenn man es als Schuldverschreibung strukturiert, was aber mit einem höheren Aufwand verbunden ist als bei der Einstufung als Hedgefonds.

Echter: Und wie würde eine Struktur aussehen, die man nicht im Hedgefonds-Buch haben will sondern im Investment-Grade-Bucket?

Auerbach: Im Endeffekt würde man eine Gesellschaft nehmen, die Verbindlichkeiten aufnimmt, ein Finanzunternehmen, das unbedingt die Rückzahlung der Verbindlichkeiten verspricht, das das Portfolio aktiv verwaltet, allerdings nach einer gewissen vorgegebenen Anlagestruktur. Wichtig sind die unbedingten Rückzahlungsversprechen, aber auch Strukturen, von denen man, wenn man das Ganze simuliert, eindeutig davon ausgehen kann, dass die Rückzahlung auch tatsächlich kommt.

Gibt es Ihrer Erfahrung nach Anlegergruppen, die besonders prädestiniert sind, sich CLOs zu nähern?

Auerbach: Entscheidend ist, dass man ein gewisses Grundwissen mitbringt.

Herr Stark-Urzendnik, was sagen Sie?

Stark-Urzendnik: Man muss sich die Frage stellen, wie groß ein Portfolio beschaffen sein soll. Bei CLOs denken wir an Größen ab 25 Millionen, besser noch an 50 Millionen Euro, um auch eine entsprechende Diversifikation hinzubekommen. Das betrifft institutionelle Anleger ab einer mittleren Größe, aber sicherlich auch Family Offices. Der Kreis derjenigen, die sich für diese Asset-Klasse interessieren können, wird größer, je weiter man sich von den Equity-Tranchen entfernt. Mit der Bewertung „AAA“ eingestufte Tranchen sind sogar auch bei den großen Banken in den USA sowie bei den meisten Rückversicherern im Anlageportfolio. Der Anlegerkreis ist also recht weit zu ziehen.



Eine der Hauptrisikokarten bei CLOs sind rechtliche Risiken. Dazu zählen die grundsätzliche Behandlung im Handels-, Steuer- und Aufsichtsrecht, die Durchsetzbarkeit der Ansprüche, Gesellschafts-, Insolvenz- und Zivilrecht sowie die Datenverfügbarkeit, der Datenschutz und das Bankgeheimnis. Können Sie uns einige konkrete Beispiele dafür auf den Weg geben?

Auerbach: Die erste Frage lautet: Wo setzt man das entsprechende Vehikel auf? Mit welcher Jurisdiktion hat man es überhaupt zu tun? Ist der Vertrag so ausgestaltet, dass klar ist, wo meine Ansprüche im Wasserfall der Ausschüttungen stehen? Wann komme ich raus, und komme ich überhaupt raus? Steuerliche Risiken haben wir immer dort, wenn manche Dinge zum Beispiel in Doppelbesteuerungsabkommen ungeklärt sind. Das sind einige Kernfragen.

Worum geht es bei der Frage nach der geeigneten Jurisdiktion?

Auerbach: Ich nehme ein ganz simples Beispiel, nicht aus dem CLO-Bereich: Sie schließen mit der Auerbach SA in Bogota eine Power Option ab, auch ein strukturiertes Produkt, Kurs der Siemens AG, Basispreis ist X, Preis zum Marktpreis hoch drei, der Kurs geht schön nach oben, Sie fahren mit zwei schönen leeren großen Koffern zum Cash Settlement zu mir, ich lade Sie in mein Büro ein, biete Ihnen die Genüsse Kolumbiens an und erkläre Ihnen, dass das Geschäft, das Sie mit mir gemacht haben, nach den kolumbianischen Gesetzen leider strafbar ist. Mein Freund, der Polizeipräsident, kommt nachher auf eine Nase vorbei. Möchten Sie jetzt schon ein Taxi oder noch ein bisschen länger bleiben?

Jetzt überspitzen Sie aber mächtig. (Lachen)

Auerbach: Natürlich, aber es trifft den Kern der Sache. Oder ein anderes, ganz klassisches Beispiel: Eine deutsche Bank macht mit einer Londoner Investmentbank Geschäfte. Man fragt sich, ob man sich im deutschen oder im englischen Recht bewegt und ob man als Gerichtsstand London oder Frankfurt wählt. Es gibt Fälle, wo deutsches Recht gilt, aber der Gerichtsstand London ist, und umgekehrt. Es gibt zwar internationale Abteilungen in den Gerichten, aber letztlich fehlt dort die Expertise. Im Endeffekt könnten Sie auch im Falle von Streitigkeiten das Recht nach Münzwurf vereinbaren.

Spiegeln wir noch einmal Rendite und Risiko. Was kann ein Investor denn nun von einem CLO-Engagement erwarten?

Homann: Aus meiner Erfahrung ist zunächst die Wahl der Laufzeit wichtig, verbunden mit der Wahl der richtigen Manager. Eine Exit-Strategie würde ich aufgrund der Illiquidität nach frühestens sieben Jahren empfehlen. Man macht keinen Fehler, wenn man dem Kunden eine Rendite zwischen acht und neun Prozent pro Jahr avisiert. Wenn Sie ihn dann positiv überraschen und noch mehr herauskommt, haben Sie einen treuen Kunden.

Stark-Urzendnik: Wenn wir nach den Renditeerwartungen eines von uns gemanagten CLO-Equity-Portfolios gefragt werden, sind wir mit einer Spanne von neun bis elf Prozent konservativ. Wir haben Kunden, die in diesem Jahr etwa 30 Prozent erwirtschaften werden. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass die Portfolios stark Alpha-tragend waren und dies den Kunden durch unsere transparente Aufarbeitung bekannt war und sie deshalb nicht das Portfolio liquidierten. Aufgrund des Buy-and-Hold-Charakters dieser Asset-Klasse liegt anfangs die Hauptaufgabe in der Auswahl, später in der Überwachung und Optimierung des Portfolios. Wenn wir über ein Portfolio reden, das aus 100 Prozent gerateten Titeln besteht, nennen wir mittlere einstellige Renditen.

Bei welchem Risiko? Und wie misst man das bei CLOs?

Stark-Urzendnik: Das ist eine sehr schwierige Frage. Wir messen Risiken allgemein im Markt mit dem Value at Risk. Am Ende des Tages muss der Risikobegriff jedoch differenzierter betrachtet werden, wenn wir über die Einbeziehung der Alpha-Komponente eines Portfolios sowie über die erwähnte Struktur reden, die wir über dieses

Portfolio legen wollen. Dadurch rückt das Risiko eines plötzlichen Marktwertrückgangs in den Hintergrund und das Risiko eines Ausfallverlustes in den Vordergrund, was den Value at Risk erheblich reduziert bei qualitativ hochwertigen Managern.

Fröhlich: Vielleicht sollten wir noch mal differenzieren, damit kein falscher Eindruck entsteht, wenn wir über zweistellige Renditen reden. Dann reden wir nämlich über Equity-Tranchen. Wir als Bank sind dann schon draußen, weil das für uns eigenkapitaltechnisch keinen Sinn macht. Das ist eine ganz einfache Geschichte. Also reden wir über geratete Tranchen, also über einen Spread von 150 oder 200 Basispunkten, je nach Rating. Die Beziehung zwischen Banken und CLOs ist einfach beschrieben.

Nämlich?

Fröhlich: Da, wo es Spaß machen könnte, können wir nicht mitmachen, und da, wo wir mitmachen können, macht es eigentlich keinen Spaß im Vergleich zu „normalen“ Unternehmensanleihen.

Wie viel Spaß würden Sie sich denn als Kunde einer Vermögensverwaltung verordnen? Wie viel Prozent Ihres Portfolios würden Sie privat in CLOs investieren?

Fröhlich: Da komme ich sofort wieder zu dem, was Herr Echter vorhin sagte. Wenn Equity-Tranchen signifikant mit dem Aktienmarkt korrelieren, muss man auch einen ähnlich langen Horizont haben. Wenn Sie 40 Jahre Zeit haben, kann die Quote wahrscheinlich ein bisschen höher sein. Ansonsten würde ich gefühlsmäßig nicht über zehn Prozent hinausgehen. Privat würde ich alternative Anlagen höher gewichten. Aber ich bin an der Stelle sicherlich nicht repräsentativ für einen Privatkunden einer Vermögensverwaltung.

Was wäre denn repräsentativ, Herr Homann?

Homann: Zehn Prozent ist eher die obere Grenze. Anfangen kann man mit drei bis fünf Prozent des Portfolios. Wenn der Kunde Erfahrungen hat und nach drei, vier, fünf Jahren die ersten Returns sieht, vielleicht den ersten Kreditzyklus miterlebt hat, dann kann man etwas höher gewichten. Wie Herr Fröhlich schon sagte: Wir haben es hier mit einer Anlage zu tun, die ich gedanklich im Umfeld von Aktien einsortieren würde. Man muss auch durchdenken, was wäre, wenn ich einen Totalverlust erleiden würde, so unwahrscheinlich das scheint. Ein Kunde muss ein Engagement auch mit seinem Steuerberater durchgesprochen haben.



Wie verhält es sich bei Versicherern und bei Family Offices, die Sie ja auch zum potenziellen Investorenkreis zählen, Herr Stark-Urzendnik?

Stark-Urzendnik: Bei Versicherern und Family Offices steigt die Neigung, in alternative Anlagen zu gehen. Der Anteil dieser alternativen Anlagen wird bei diesen Investoren nicht signifikant über fünf Prozent steigen. Ich könnte mir vorstellen, dass dynamische Kreditstrukturen irgendwann durchaus zwei bis drei Prozent des Gesamtportfolios ausmachen, als Gegengewicht zu klassischen Aktien- beziehungsweise Private-Equity-Anlagen und/oder als Ersatz für festverzinsliche Unternehmensanleihen, deren Risikoprämien derzeit verschwindend gering sind. Unter diesem Blickwinkel kann die Quote auch etwas höher ausfallen. Ebenso bilden CLOs eine gute Ergänzung zu einem bestehenden Private-Equity-Portfolio, da die Zahlungsströme bei CLOs vorgelagert, bei Private Equity dagegen nachgelagert sind.

Bei der BVK sind es derzeit ein halbes Prozent?

Echter: Punktgenau. Die 280 Millionen Euro in unserem Investment-Grade-CLO-Mandat machen 0,5 Prozent des Gesamtvermögens aus. Damit haben wir bisher per Ende November 15 Prozent erzielt. Damit sind wir sehr zufrieden, weil es ungefähr auch der Rendite unserer High-Yield-Benchmark entspricht, dem Bofa Merrill Lynch Global High Yield Index für BB/B. Und das ist schon erstaunlich, wenn man bedenkt, dass ja diese Investment-Grade-Tranchen der CLOs ein niedrigeres Risiko haben als ein einzelner Loan und natürlich noch mal ein niedrigeres Risiko als ein senior unsecured High Yield Bond. Diese 15 Prozent erwarten wir aber im nächsten Jahr nicht. Realistischer ist bei einer aktuellen Rendite beziehungsweise Discount-Margin von Libor plus 350 Basispunkten in unserem Portfolio eine Gesamrendite von circa fünf Prozent nach Kosten für 2013, gespeist aus laufendem Kupon plus moderate Spread-Einengung. Mehr erwarten wir nicht, und mehr brauchen wir auch nicht. Intern haben wir generell eine absolute Benchmark von vier Prozent für alle Anlagen.

Und wie misst die BVK das Risiko von CLO-Investments?

Echter: Da muss ich ganz ehrlich sagen, dass wir das nicht zu kompliziert machen wollen. Wir nehmen die Volatilität, wohl wissend, dass diese nur eine sehr begrenzte Aussagekraft hat, weil eben keine tägliche aktuelle Bewertung vorhanden ist. Wir sind uns dessen bewusst, dass der Credit Value at Risk sinnvoller wäre. Aber wie schon gesagt, CLOs sind für uns ein Satellitenthema. Der Aufwand muss dem entsprechen.

Meine Herren, das Manager-Alpha ist ein wichtiger Faktor für ein erfolgreiches Engagement bei CLOs. Lassen Sie uns also doch einmal versuchen, einen Leitfaden für die Managerauswahl zu formulieren.

Echter: Gerne. Ich nehme einmal das Beispiel unseres Asset Managers. Uns gefällt, dass er eine Handvoll Menschen beschäftigt, die nichts anderes machen als permanent neu emittierte CLOs zu durchleuchten und die wichtigen Daten systematisiert zu speichern. Das ist die Grundlage für die Portfoliomanager in London und New York. Die kennen nach unserem Eindruck wirklich jedes CLO in- und auswendig hinsichtlich Struktur-Vertragswerk sowie Loan-Portfolio (Collateral). Sie können uns beispielsweise auf Knopfdruck sagen, wie viel Prozent Exposure wir über alle CLOs in unserem Portfolio insgesamt im Loan von ProSiebenSat.1 haben – Overlap-Analyse. Nach unserem Eindruck ist wichtig, dass die Portfoliomanager das Vertragswerk sehr genau studieren und dann auch mit dem CLO-Managern verhandeln und in die Tiefe gehen können.

Fröhlich: Die Minimalanforderung ist für mich eine Datenbank, in der alle CLOs und deren Spezifika drin sind. Die maßgeblichen Personen müssen Erfahrung in dem Geschäft haben und entweder in der Kreditanalyse von Investmentbanken gearbeitet haben, die wiederum diese Loans syndizieren, oder sie haben im Credit Trading von Investmentbanken gearbeitet und sowohl Loans als auch CLOs gehandelt. Sie müssen den Markt kennen und die Marktteilnehmer. Ein Manager muss einfach eine gewisse Größe haben, um das alles bewältigen zu können. Eine One- oder Two-Man-Show kann das nicht. Auch wichtig: Dann muss man sich anschauen, wie die

bezahlt werden; viele Altstrukturen haben keinen Return mehr gebracht, sie wurden oftmals incentiviert aus den Equity-Tranchen. Wenn die Equity-Tranchen nicht gelaufen sind und tot waren, dann haben sie kein Geld mehr verdient. Dann mussten sie Personal abbauen. Die Historie würde ich mir anschauen.

Homann: Letztlich kauft der Kunde einen Anteil an einer CLO-Tranche, weil er mir vertraut. Ich kenne ihn seit Jahren, er sagt: Homann, soll ich das machen? Ich sage: Ja, das kannst du machen. Also stehe ich mit meinem Namen vorne drauf. Wenn ich ihm dann erzählen muss, dass irgendetwas furchtbar schiefgelaufen ist, dann sagt er: Homann, was hast Du mir erzählt? Also muss ich mich irgendwo darauf verlassen, was sich in der Vergangenheit bewährt hat. Deshalb arbeite ich nur mit Leuten zusammen, die einen Track Record haben und die mindestens 2008 und 2011 in dieser Asset-Klasse gezeigt haben, was sie können. Ich muss darauf vertrauen, dass die Leute, die in der Vergangenheit gut waren, ihren Job auch weiterhin gut machen. Und dafür hätte ich natürlich gerne jemand, der das für mich überwacht. Ich kann es nicht überwachen, dazu fehlen mir die Mittel und alle technischen Voraussetzungen.

Stark-Urzendnik: Ein Manager muss einen nachvollziehbaren, mehrstufigen Prozess haben, wie er CLO-Manager auswählt. Um diese Asset-Klasse zu beherrschen, braucht man zunächst Daten. Diese Daten muss ich mir besorgen, und zwar händisch aus monatlich verfügbaren Trustee-Berichten und Vertragsdokumenten. Man muss aber wissen, dass diese Daten selten fehlerfrei sind, daher verlassen wir uns nicht auf Datenanbieter wie Intex oder CDO-Net. Wir sammeln, analysieren und bereiten Daten auf in unserer proprietären Datenbank. Ausgehend von einer breiten Datenbasis muss die Erarbeitung der spezifischen Managersignatur das Herzstück der Analyse bilden. Um das Können unterschiedlicher Manager messbar und vergleichbar zu machen und sozusagen eine Managersignatur zu ermitteln, müssen unter anderem eine quantitative, eine qualitative und eine rechtliche Due Diligence durchgeführt werden. Bei uns münden alle diese Informationen in einem „Fingerabdruck“ des Managers.

Wie messen Sie eigentlich den Mehrwert des Managers, wenn es im Grunde keine Benchmarks gibt, wie wir vorhin gehört haben?

Stark-Urzendnik: Wir verwenden intern bereits seit mehreren Jahren neutrale Benchmarks, um den eigenen Mehrwert und den eines Managers transparent darzustellen beziehungsweise bewerten zu können. Wir sind gerade mit dem Anbieter in Gesprächen, gegebenenfalls diese auch zu veröffentlichen.



Echter: Die Frage von Herrn Rodewald ist nicht trivial. Eine Möglichkeit wäre, ein Wettbewerbsmandat aufzulegen mit den exakt gleichen Investmentvorgaben und Konditionen. So wirklich befriedigend wäre diese Lösung aber auch nicht. Deshalb finde ich es sehr interessant, dass Sie an einer Benchmark arbeiten, Herr Stark-Urzendnik. Eine wirklich objektive, neutrale Benchmark würde uns das Leben wesentlich erleichtern und die Asset-Klasse bei uns im Hause noch salonfähiger machen. Denn wir haben zwar eine sehr gute Meinung über unseren Asset Manager, aber quantitativ belegen können wir es nur eingeschränkt.

„Trotz all meiner Vorbehalte hat sich an meiner positiven Grundhaltung zu diesen Kreditstrukturen nichts geändert.“

Joachim Fröhlich, Evangelische Kreditgenossenschaft

Eine abschließende Frage: Was haben Sie heute interessantes Neues aus dieser Runde mitgenommen?

Fröhlich: Im Vergleich zu 2001, als ich den ersten CLO gekauft habe, hat sich eigentlich nicht so viel verändert. Allerdings kann man davon ausgehen, dass heute eine „AAA“-Tranche eine deutlich höhere Qualität hat als vor einem Jahrzehnt. Und trotz all meiner Vorbehalte hat sich an meiner positiven Grundhaltung zu diesen Kreditstrukturen nichts geändert. Die Strukturen haben über die Krisen der vergangenen Jahre durchaus gezeigt, dass sie funktionieren können.

Homann: Als ich 2004 erstmals mit CLOs konfrontiert wurde, war ich sehr skeptisch. Nachdem sich die dynamischen Kreditstrukturen in den turbulenten Kapitalmarktphasen 2008 und 2011 gut geschlagen haben, hat sich meine Meinung geändert. Mittlerweile halte ich die Kreditstrukturen, über die wir heute geredet haben, für eine sehr interessante Investition für Privatanleger. Und ich bin froh, dass ich keine institutionellen, sondern privaten Mandanten betreue, die ihre Tranchen durchhalten können, denn es gibt für sie nicht die Notwendigkeit, auszusteigen. Ich brauche auch keine Benchmarks für CLOs und muss mich nicht um Solvency II scheren. Dafür danke ich unserem Herrn. (Lachen)

Stark-Urzendnik: Wir haben differenziert diskutiert und eben nicht alles in einen Topf geworfen, was gerade bei diesem Thema völlig in die Irre führen kann. Ich wurde darin bestätigt, dass Kreditstrukturen in ganz unterschiedlichen Anlegerkreisen wahrgenommen werden. Positiv überrascht hat mich sowohl die Entwicklung des Investment-Grade-Portfolios bei der BVK als auch die Einstellung von Herrn Dr. Echter, dass er die Ergebnisse nicht unreflektiert fortschreibt.

Echter: Spannend war für mich, dass es schon Überlegungen gibt, wie man die Ergebnisse objektiv messen und vergleichen kann. Genau das ist uns als Anleger ganz wichtig. Hier werde ich die Entwicklung intensiv weiterverfolgen.

Meine Herren, vielen Dank für diese couragierte Diskussion, die Sie auf sehr hohem Niveau geführt haben!



Michael Stark-Urzendnik



Im Bild zu sehen von links nach rechts:

Torsten Homann, Raif & Gundermann Vermögensverwaltung

Maik Rodewald, portfolio Verlagsgesellschaft (Moderator)

Joachim Fröhlich, Evangelische Kreditgenossenschaft

Michael Stark-Urzendnik, CIS Asset Management (Deutschland)

Dr. Constantin Echter, Bayerische Versorgungskammer