

Collateralized Loan Obligations

Resilient gegenüber höheren Ausfallraten

Was tun angesichts der wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheit und der anhaltend hohen Zinsen? Eine mögliche Antwort sind verbrieftete Unternehmenskredite, die jetzt ihre Stärken ausspielen können, aber auch einiges an Know-how erfordern.

Inflation, steigende Zinsen und geopolitische Ungewissheit haben sowohl Aktien als auch Anleihen weltweit unter Druck gesetzt. Obwohl die Rezessionsängste seit letztem Jahr nachgelassen haben, ist weiterhin mit erhöhter Volatilität zu rechnen. Darüber hinaus wird erwartet, dass die Zahlungsausfälle bei nichtstaatlichen Unternehmen von den derzeitigen historischen Tiefstständen auf 2 bis 4 % pro Jahr ansteigen werden, wobei die Ausfallquote auf dem US-Kreditmarkt wahrscheinlich etwas höher ist als in Europa.

Dieses Umfeld kommt Collateralized Loan Obligations (CLO) entgegen. Dabei handelt es sich um Zweckgesellschaften, die eine Vielzahl von vorrangig besicherten Unternehmenskrediten halten. Ihre Verbindlichkeiten werden als Tranchen mit einem Kreditrating von AAA bis BB oder B ausgegeben; am untersten Ende steht eine Eigenkapitaltranche ohne Rating. Die Rangfolge der jeweiligen Tranchen bestimmt die Priorität des Anspruchs auf die aus dem Forderungspool stammenden Zinsen und das Kapital. CLO sind keine synthetischen Kreditderivate, sondern eingetragene Darlehensgeber für die in ihrem Portfolio gehaltenen Kredite.

Schutz vor Zinsänderungsrisiken

Der besondere Vorteil dieser Anlageklasse liegt in der aktuellen Marktsituation: CLO bieten hohe Barrenditen und können einen möglichen Anstieg der Ausfallraten verkraften. Stresstests zeigen, dass sie zwei Jahre lang Ausfälle von 10 % pro Jahr verkraften können, ohne dass es zu Kapital- oder Zinsverlusten kommt. Ein weiteres Argument für CLO

ist, dass insbesondere die Tranchen mit BB- und B-Rating seit der ersten Emission von CLO deutlich niedrigere kumulative Ausfallraten aufweisen als die kumulative Ausfallrate von Leveraged Loans in den letzten fünf Jahren. Hinzu kommt, dass sie gegen Zinsrisiken geschützt sind. Im aktuellen Umfeld erzielen Anleger mit diesen Tranchen allein durch den Anstieg der Leitzinsen eine zusätzliche Rendite von 4 bis 5 %.

Markttechnische Faktoren wie steigende Zinsen, geopolitische Bedenken, Rezessionsängste und ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage sorgten im Jahr 2022 für einen massiven Abwärtsdruck auf die Preise von US-amerikanischen und europäischen CLO. Seit Jahresbeginn sind die Preise wieder gestiegen, doch werden CLO immer noch auf historisch niedrigen Niveaus gehandelt und erzielen die attraktivsten Renditen seit mehr als einem Jahrzehnt.

Europa im Vorteil

Europäische CLO bieten derzeit das beste relative Wertpotenzial. Trotz der historisch starken fundamentalen Kreditfaktoren kam es hier im vergangenen Jahr zu einem stärkeren Ausverkauf als bei den US-Pendants. Es stimmt, dass die Preise für europäische Leveraged Loans, dem wichtigsten technischen Faktor für CLO, im Zuge der gestiegenen Volatilität gedrückt wurden. Die Gründe dafür waren der Ukrainekrieg, die Energiekrise auf dem Kontinent, die hohe Inflation, steigende Zinsen und Rezessionsängste. Dennoch verfügen europäische CLO über mehr überschüssige Sicherheiten (d. h. Nachrangigkeit der Vermögenswerte) und eine bessere Kre-

ditqualität als US-Tranchen. US-CLO verfügen über eine diversifiziertere Emittentenbasis, weisen aber tendenziell einen grösseren Anteil an notleidenden Vermögenswerten auf.

Trotz der skizzierten Chancen sollten Anleger die Risiken im Auge behalten: Insbesondere in einem sich schnell verändernden Marktumfeld können sich die Risiken und der beste Wert in diesem Segment relativ schnell ändern. Umso wichtiger ist eine grenzüberschreitende Expertise, die alle Teile der CLO-Kapitalstruktur umfasst. Auch angesichts der drohenden höheren Ausfallraten sind CLO-Investitionen eine sinnvolle Ergänzung des Kreditportfolios. |



Brandon Chao
Managing Director,
Alcentra



Cathy Bevan
Managing Director,
Alcentra

Obligations de prêts garantis

Résilientes à des taux de défaillance plus élevés

Que faire face à l'incertitude économique et géopolitique et devant la persistance des taux d'intérêt élevés? Une solution envisageable est offerte par le crédit d'entreprise titrisé, qui peut maintenant faire valoir ses atouts, mais qui nécessite aussi un certain savoir-faire.

L'inflation, la hausse des taux d'intérêt et les incertitudes géopolitiques ont mis les actions et les obligations du monde entier sous pression. Bien que les craintes de récession se soient atténuées depuis l'année dernière, il faut toujours s'attendre à une volatilité accrue. En outre, les défauts de paiement des entreprises non gouvernementales devraient passer des niveaux historiquement bas actuels à 2 à 4 % par an, le taux de défaut sur le marché du crédit américain étant probablement un peu plus élevé qu'en Europe.

Cet environnement est favorable aux Collateralized Loan Obligations (CLO). Il s'agit d'entités ad hoc qui détiennent un grand nombre de crédits d'entreprise garantis de premier rang. Leurs engagements sont émis sous forme de tranches avec une notation de crédit allant de AAA à BB ou B; au bas de l'échelle se trouve une tranche de fonds propres sans notation. Le classement de chaque tranche détermine la priorité du droit aux intérêts et au capital provenant du pool de créances. Les CLO ne sont pas des dérivés de crédit synthétiques, mais des prêteurs enregistrés pour les crédits détenus dans leur portefeuille.

Protection contre les risques de taux d'intérêt

L'avantage particulier de cette classe d'actifs réside dans la situation actuelle du marché: les CLO offrent des rendements en espèces élevés et peuvent résister à une éventuelle augmentation des taux de défaut. Des tests de stress montrent qu'ils peuvent supporter des défaillances de 10 % par an pendant

deux ans sans perte de capital ou d'intérêts. Un autre argument en faveur des CLO est que, depuis la première émission de CLO, les tranches notées BB et B en particulier présentent des taux de défaillance cumulés nettement plus faibles que le taux de défaillance cumulé des prêts à effet de levier au cours des cinq dernières années. A cela s'ajoute le fait qu'ils sont protégés contre les risques de taux d'intérêt. Dans le contexte actuel, les investisseurs obtiennent avec ces tranches un rendement supplémentaire de 4 à 5 % rien qu'avec la hausse des taux directeurs.

Des facteurs techniques de marché tels que la hausse des taux d'intérêt, les préoccupations géopolitiques, les craintes de récession et le déséquilibre entre l'offre et la demande ont exercé une pression massive à la baisse sur les prix des CLO américains et européens en 2022. Depuis le début de l'année, les prix sont repartis à la hausse, mais les CLO se négocient toujours à des niveaux historiquement bas et affichent les rendements les plus attractifs depuis plus d'une décennie.

L'Europe a l'avantage

Les CLO européens offrent actuellement le meilleur potentiel de valeur relative. En dépit de facteurs de crédit fondamentaux historiquement solides, les ventes y ont été plus importantes que pour leurs homologues américains au cours de l'année écoulée. Il est vrai que les prix des leveraged loans européens, le principal facteur technique des CLO, ont été tirés vers le bas dans le sillage de

la hausse de la volatilité. Les raisons en ont été la guerre en Ukraine, la crise énergétique sur le continent, l'inflation élevée, la hausse des taux d'intérêt et les craintes de récession. Néanmoins, les CLO européens disposent de plus de garanties excédentaires (c'est-à-dire de la subordination des actifs) et d'une meilleure qualité de crédit que les tranches américaines. Les CLO américains disposent d'une base d'émetteurs plus diversifiée, mais ont tendance à présenter une plus grande proportion d'actifs en souffrance.

Malgré les opportunités esquissées, les investisseurs doivent garder à l'esprit les risques: en particulier dans un environnement de marché qui évolue rapidement, les risques et la meilleure valeur dans ce segment peuvent changer relativement vite. Il est donc d'autant plus important de disposer d'une expertise transfrontalière qui englobe toutes les parties de la structure du capital CLO. Même face à la menace de taux de défaillance plus élevés, les investissements CLO constituent un complément judicieux au portefeuille de crédit. **I**

Brandon Chao
Cathy Bevan