

CLO's, een onderschatte beleggingscategorie

Collateralized Loan Obligations staan weer in de schijnwerpers. Na de financiële crisis heeft hun robuuste structuur bewezen beleggers stabiliteit en aantrekkelijke rendementen te kunnen bieden, zelfs in volatiele markten. In dit interview spreken we met Loren Sageser van PGIM over hoe deze gestructureerde producten werken, waarom ze relatief aantrekkelijk zijn en welke kansen zich momenteel voordoen.

Door Harry Geels

Kunt u kort uitleggen wat CLO's zijn?
'CLO's, of Collateralized Loan Obligations, zijn geselecteerde portefeuilles van zogenoemde broadly syndicated loans: leningen aan bedrijven met een kredietwaardigheid onder investment grade. Een typische CLO-portefeuille bevat ongeveer 150 tot 250 afzonderlijke leningen. Het idee

is dat een beheerder, zoals wij, de portefeuille actief beheert.

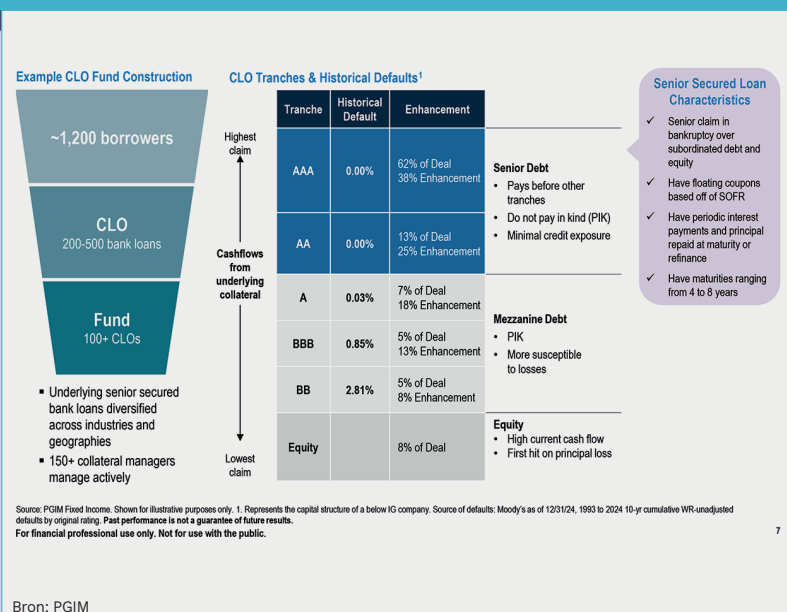
CLO's zijn meestal gestructureerd als closed-end funds met een herinvesterings- of actieve beleggingsperiode van drie tot vijf jaar, gevolgd door een meerjarige aflossingsfase. Een vermogensbeheerder kan bijvoorbeeld samenwerken met een investeringsbank zoals Goldman Sachs of JP Morgan om kapitaal aan te trekken bij beleggers voor de verschillende CLO-tranches: AAA, AA, A, BBB, BB en een equity tranche. Zodra dit kapitaal is opgehaald, wordt het gebruikt om een portefeuille te kopen van bijvoorbeeld € 400 miljoen. De rente-inkomsten uit de leningen worden vervolgens per kwartaal uitgekeerd aan de beleggers, in volgorde van senioriteit van de tranche.

Er zijn drie hoofdredenen om AAA-CLO's aan een portefeuille toe te voegen. Ten eerste bieden ze een relatief aantrekkelijk rendement. Meer specifiek leveren CLO's een hogere yield dan vergelijkbare bedrijfsobligaties. Ten tweede vertonen ze een lage correlatie met traditionele obligatiecategorieën. De correlatie met de Global Aggregate Bond Index bedroeg sinds 2011 slechts 0,26 en de correlatie met Amerikaanse staatsobligaties is zelfs licht negatief. Ook de drawdown-statistieken zijn gunstig: tijdens de COVID-19-crisis daalden CLO's slechts circa 5%, terwijl andere obligatiecategorieën, waaronder Global Treasuries, meer dan 20% verloren.

Zijn alle CLO's hetzelfde qua structuur?

'De meeste CLO's volgen een traditionele structuur: een AAA-tranche van ongeveer 60–65%, een AA-tranche van ongeveer 12–13%, en de overige tranches en equity vormen de rest. Soms worden CLO's met lage leverage uitgegeven, waarbij enkele junior tranches ontbreken en het equity-aandeel groter is. Het is altijd belangrijk dat de senior investor voldoende bescherming heeft voordat eventuele verliezen optreden, ongeacht de totale leverage. Met 'voldoende bescherming' bedoel ik dat de senior tranche genoeg kredietbescherming moet hebben via subordination, overcollateralization en excess spread. De totale leverage op zich bepaalt het risico niet, zolang de structuur robuust is. Uiteindelijk draait het erom hoeveel verlies eerst wordt opgevangen door de mezzanine en equity tranches voordat de beleggers in de meest senior (AAA- en AA-) tranches worden geraakt. Als die buffer groot

FIGUUR 1: CLO TRANCHES & HISTORISCHE DEFAULTS



genoeg is, blijft het kredietprofiel van de senior tranche sterk, zelfs in omgevingen met hogere leverage.’

Waarom hebben CLO's meerdere tranches met verschillende ratings?

‘Het doel is risicospreiding: de bescherming van de senior leningen, terwijl rendement wordt gegenereerd via de lager gewaardeerde tranches. AAA-beleggers staan bovenaan en lopen het minste risico op verlies. Eventuele verliezen worden eerst opgevangen door lagere tranches, zoals BB of equity. In combinatie met een special purpose vehicle (SPV) beschermt deze structuur beleggers en zorgt die ervoor dat zij niet als directe schuldeisers van individuele bedrijven worden beschouwd. Zoals te zien is in Figuur 1, toont de structuur zowel de hiërarchie (seniority) als de kredietbescherming: hogere tranches worden afgeschermd door meerdere ondergeschikte tranches eronder. Voor een portefeuille van € 400 miljoen vertegenwoordigt de AAA-tranche doorgaans ongeveer € 240 miljoen, ofwel circa 62% van het totaal. Verliezen treffen eerst de lagere tranches voordat de AAA-belegger verlies lijdt. Het historische wanbetalingsrisico voor AAA- en AA-tranches is verwaarloosbaar en zelfs voor lagere tranches blijft het risico beperkt.’

Hoe zit het met de spreads?

‘Alle CLO's hebben een floating rate, wat betekent dat de coupons bestaan uit een basisrente plus een spread. Voor AAA-tranches bedraagt de spread momenteel ongeveer 130 basispunten boven de basisrente. Naarmate je lager in de kapitaalstructuur komt, nemen de spreads toe: AA ongeveer 180 bps, A circa 210 bps, en de equity tranche richt zich doorgaans op rendementen van iets boven 10% of zelfs richting de 15%. De yield-to-worst van een wereldwijde AAA-CLO-portefeuille ligt nu rond 5,6%, wat beter is dan de 3,6% van de Global Aggregate benchmark en slechts 100 basispunten onder high yield, terwijl de kredietkwaliteit veel hoger is. Opvallend is dat AAA-CLO-rendementen nu hoger liggen dan die van Amerikaanse staatsobligaties, die bovendien niet langer een triple-A-rating hebben.’

CLO's hadden een slechte reputatie tijdens de financiële crisis. Hoe zijn ze sindsdien veranderd?

‘Voor de Great Financial Crisis (GFC) waren gestructureerde producten vaak complex en slecht gediversifieerd, en werden ze gedekt door subprime mortgages.



CV

Loren Sageser

Loren Sageser is Principal en Portfolio Specialist bij PGIM. Hij ondersteunt het Securitized Product-platform en heeft meer dan 25 jaar ervaring in de sector. Voordat hij in 2025 bij de firma kwam, was Sageser Global Head of Securitized Product and Asset-Based Finance Product Strategy bij Schroders Capital. Daarvoor bekleedde hij senior functies bij Nuveen en PIMCO. Sageser behaalde een BA en MA aan Stanford University en een MBA aan de UCLA Anderson School of Management.

CLO's daarentegen hebben sinds de late jaren negentig een consistent track record behouden. Hun sterke punten zijn diversificatie, strikte kredietbeoordeling en het zogenaamde zelfhelende mechanisme. Dat betekent dat CLO-portefeuilles actief worden beheerd: aflopende of onderpresterende leningen kunnen worden vervangen door nieuwe, kwalitatief betere leningen. Dit dynamische herinvesteringsproces stelt CLO's – in tegenstelling tot de statische CDO's van vroeger – in staat om te herstellen na stressperiodes. Tijdens de GFC bleven AAA- en AA-tranches verliesvrij, terwijl alleen de lagere tranches aanzienlijke marktschommelingen ondervonden.’

Kunt u wat meer vertellen over het zelfhelende mechanisme?

‘Naast actief beheer beschikken CLO's over ingebouwde beschermingsmechanismen. Als verliezen bepaalde drempels overschrijden, worden uitkeringen aan equity-beleggers stopgezet en wordt de ontvangen rente gebruikt om senior tranches af te lossen of in nieuwe leningen te herinvesteren. Dit deleverage-and-reinvest-mechanisme stabiliseert de structuur, zelfs in stresssituaties zoals in maart 2020 tijdens de pandemie.’

Waarom bieden CLO's hogere spreads dan publieke bedrijfsobligaties?

‘Daar zijn drie hoofdredenen voor. Ten eerste heerst er sinds de financiële crisis nog altijd voorzichtigheid onder beleggers ten >

aanzien van gestructureerde producten. Ondanks het sterke track record van CLO's sinds de jaren negentig blijft er een zeker stigma. De perceptiegedreven risicopremie vertaalt zich in hogere spreads dan het werkelijke kredietrisico rechtvaardigt.

Ten tweede is er een structurele markt-onbalans. Het aanbod van hoogwaardige investment-grade bedrijfsobligaties is kleiner dan de huidige, hoge vraag. Daarentegen kunnen B- en BB-leningen – de bouwstenen van CLO's – snel en efficiënt worden verpakt tot CLO's die voldoen aan de vraag naar hoogwaardige schuldinstrumenten. Deze overvloed maakt efficiënte diversificatie binnen CLO's mogelijk, terwijl de schaarste aan alternatieven de spreads hoog houdt.

Ten derde vermindert portefeuille-differentiatie het ideosyncratische kredietrisico: het falen van één enkele lening heeft een minimale impact op de totale kasstromen. Paradoxaal genoeg leidt deze ingebouwde risicospreiding tot een relatief stabiel kredietprofiel, maar omdat het complexer is om te modelleren, eisen beleggers een hogere risicopremie. Die complexiteitspremie is precies waar CLO-beleggers voor worden gecompenseerd.

Hoe zit het met liquiditeit en volatiliteit?

'AAA- en AA-tranches vertonen over het algemeen stabiele prijzen en worden beschouwd als veilige havens binnen de vastrentende markten. Ze zijn goed beschermd, worden meestal aangehouden door langetermijnbeleggers en worden minder frequent verhandeld. Lagere tranches, zoals BB, zijn volatieler en minder liquide, omdat minder beleggers bereid zijn om ze in stressperiodes te verhandelen. Een belangrijk verschil met andere gestructureerde producten is dat CLO's geen margin calls, redemptions of gedwongen liquidaties kennen. Beheerders hoeven niet te verkopen als de markt tijdelijk verslechtert. Dit dempt de volatiliteit en voorkomt kettingreacties zoals die tijdens de financiële crisis werden gezien.'

Zijn CLO's vooral populair in de VS?

'Het grootste deel van de markt bevindt zich inderdaad in de VS, met een omvang van ongeveer \$ 1,4 biljoen, terwijl Europa rond de € 300 miljard ligt. De interesse in Europese CLO's groeit, mede omdat de spreads daar momenteel aantrekkelijker zijn. Voor beleggers biedt een wereldwijde

strategie met zowel Amerikaanse als Europese CLO's diversificatie en ruimte voor een opportunistische allocatie.'

Hoe belangrijk is de keuze van de beheerder?

'Cruciaal. Beheerders bepalen niet alleen de selectie en kwaliteit van de onderliggende leningen, maar ook de stabiliteit tijdens stressperiodes. Een succesvolle beheerder combineert conservatief beheer met voldoende rendement, teamcontinuïteit, ervaring en strikte naleving van contractuele tests. Dit beïnvloedt zowel de prestaties als de liquiditeit van de tranches.'

Zijn er specifieke strategieën die momenteel de voorkeur hebben?

'Veel beleggers richten zich op AAA-tranches met hoogkwalitatieve beheerders en regionale spreiding. Dit beperkt het risico en levert tegelijkertijd een extra rendement op ten opzichte van vergelijkbare investment grade bedrijfsobligaties. Het is belangrijk om overmatige exposure naar transacties van lage kwaliteit en zwakkere portefeuilles te vermijden. Zorgvuldige, fundamentele due diligence blijft essentieel, zeker in de huidige omgeving van krappe spreads en yield chasing.'

Hoe beïnvloeden de huidige marktomstandigheden de strategie?

'Met historisch lage spreads is het verstandig om conservatief te blijven in senior AAA tranches. Beheerders beoordelen de relatieve waarde tussen Amerikaanse en Europese CLO's, timing en risicorendementsafwegingen. De focus ligt op het behouden van stabiliteit, liquiditeit en lage volatiliteit, terwijl kleine, opportunistische verschuivingen tussen regio's extra rendement kunnen opleveren.'

Tot slot: wat moeten beleggers onthouden over CLO's in hun portefeuille?

'CLO's combineren diversificatie, robuust risicobeheer en aantrekkelijke spreads. Ze zijn geen vervanging voor cash, maar kunnen dienen als een kernonderdeel van een goed gediversifieerde portefeuille van hoge kwaliteit. Historische data, zelfhelende mechanismen en zorgvuldige selectie van de beheerder maken deze asset class bijzonder veerkrachtig. In periodes van krappe spreads en onzekerheid op de publieke markten biedt een senior AAA CLO een aantrekkelijke combinatie van veiligheid en rendement.' ■

IN HET KORT

CLO's bevatten ongeveer 150 tot 250 afzonderlijke bedrijfsleningen en kennen doorgaans eenzelfde structuur met een AAA-tranche van ongeveer 60–65%, een AA-tranche van circa 12–13%, en voor de rest tranches van lagere kwaliteit en equity.

CLO's combineren diversificatie, robuust risicobeheer en aantrekkelijke spreads.

De senior leningen geven bescherming, terwijl rendement wordt gegenereerd via de lager gewaardeerde tranches.

CLO's kennen een zelfhelend mechanisme: aflopende of onderpresterende leningen kunnen worden vervangen door nieuwe, kwalitatief betere leningen.

De interesse in Europese CLO's groeit, mede omdat de spreads daar momenteel aantrekkelijker zijn.