

Quartalsreport I / 2022

Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025

Produkt

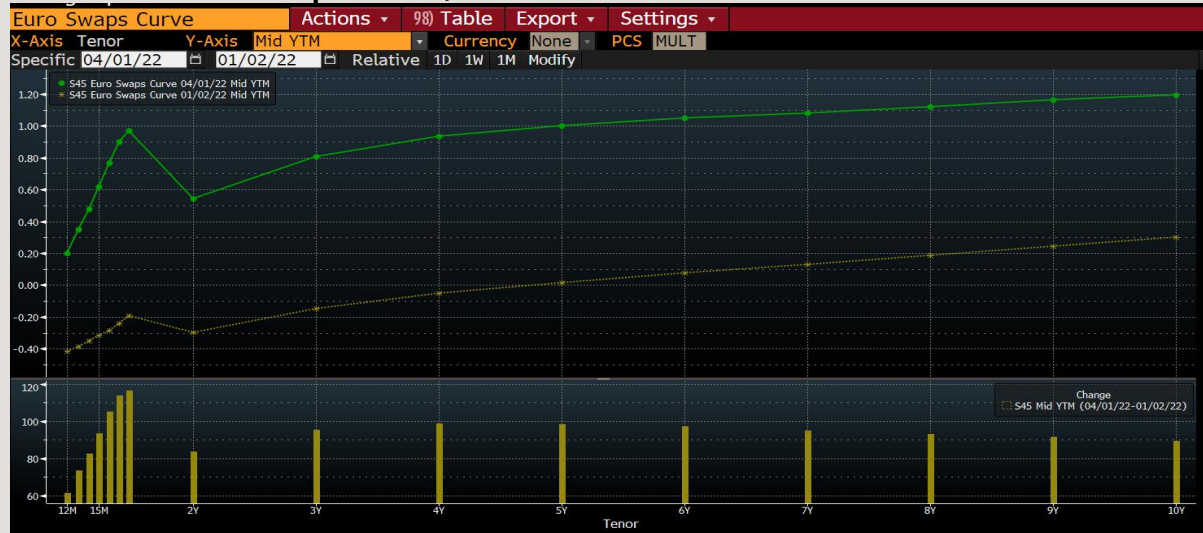
Die Note investiert schwerpunktmäßig in Eigenkapital (Equity-Tranchen) von Collateralized Loan Obligations (CLOs). CLOs sind in ein diversifiziertes Portfolio von hochverzinslichen Unternehmenskrediten (Loans) investiert. Der Mehrertrag der Zinseinkünfte des Loan-Portfolios über die Finanzierungskosten der Struktur wird bei Einhaltung verschiedener Sicherungsmarken nach Abzug von Kosten in Form von Ausschüttungen an den Eigenkapitalgeber (Equity Holder) ausgeschüttet. Es wird versucht, Marktungleichgewichte sowie Primärmarktopportunitäten zu nutzen, um so überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.

Deutschland und Europa folgen den hohen Inflationsraten der USA

Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) mitteilt, stiegen die Gaspreise bei den Nicht-Haushaltskunden, also vor allem Unternehmen und Behörden, mit +51,8 % im Vergleich zum 1. Halbjahr 2021 deutlich stärker, bei Strom zahlten sie 11,8 % mehr. Die Ukraine Krise und die Diskussion um Lieferstopps trieben die Preise im ersten Quartal 2022 an. Die weltweiten Sanktionen als Antwort auf den Truppeneinmarsch, der Ausfall der Handelsbeziehungen zu Russland und auch die Verunsicherung der Marktteilnehmer sowie der Bevölkerung wird eine Erholung aus der Coronakrise weiter verzögern. Die steigenden Rohstoffpreise werden die Inflation nochmals beschleunigen. Wie ausgeprägt die „Brems Spuren“ in der Wirtschaft sein werden, bleibt abzuwarten. Die Immobilienkrise sowie die Null-Covid-Politik in China wirken wachstumshemmend und sorgen daher auch für keine Unterstützung der Weltwirtschaft.

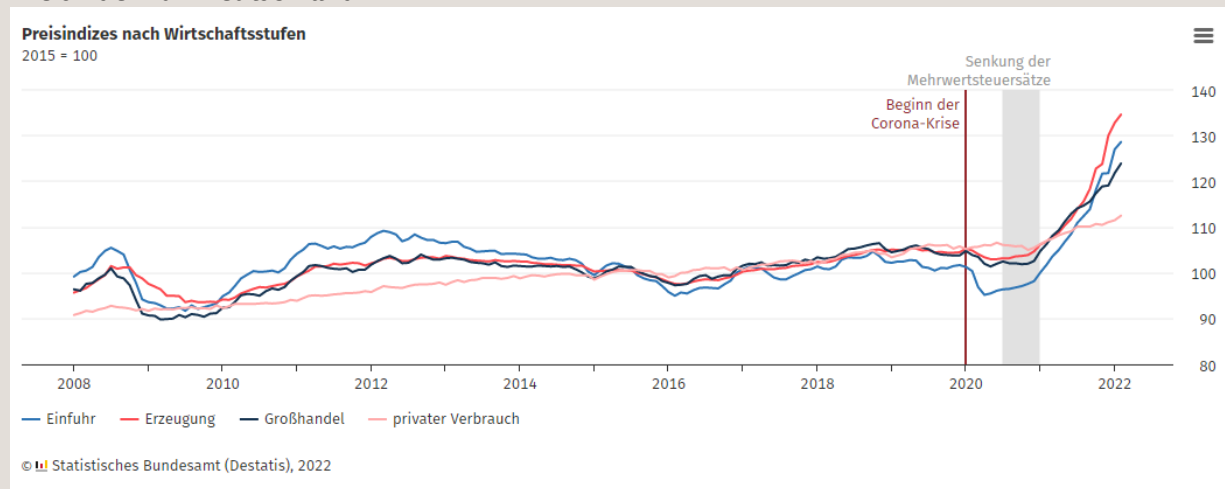
Neben den Energiepreisen sind fast alle Rohstoffpreise für Metalle gestiegen. Das Thema Inflation spielt eine aktuell zunehmend bedeutende Rolle am Kapitalmarkt. Die kürzlich kommunizierten Inflationszahlen in den USA von 7,9% waren so hoch wie seit 40 Jahren nicht mehr. In Deutschland lagen diese bei 7,3% für den Monat März und markieren einen historischen Höchststand seit Einführung des Euro. Die Zinsstrukturkurve in Europa liegt jedoch weiterhin nahe 0% und die Kurve ist seit Jahresanfang sehr steil geworden. Daher verzeichneten Wertpapiere mit langer Duration deutliche Kursverluste.

Zinsstrukturkurve: Europa März / Januar 2022



Quelle: Bloomberg, Stand: 01.04.2022.

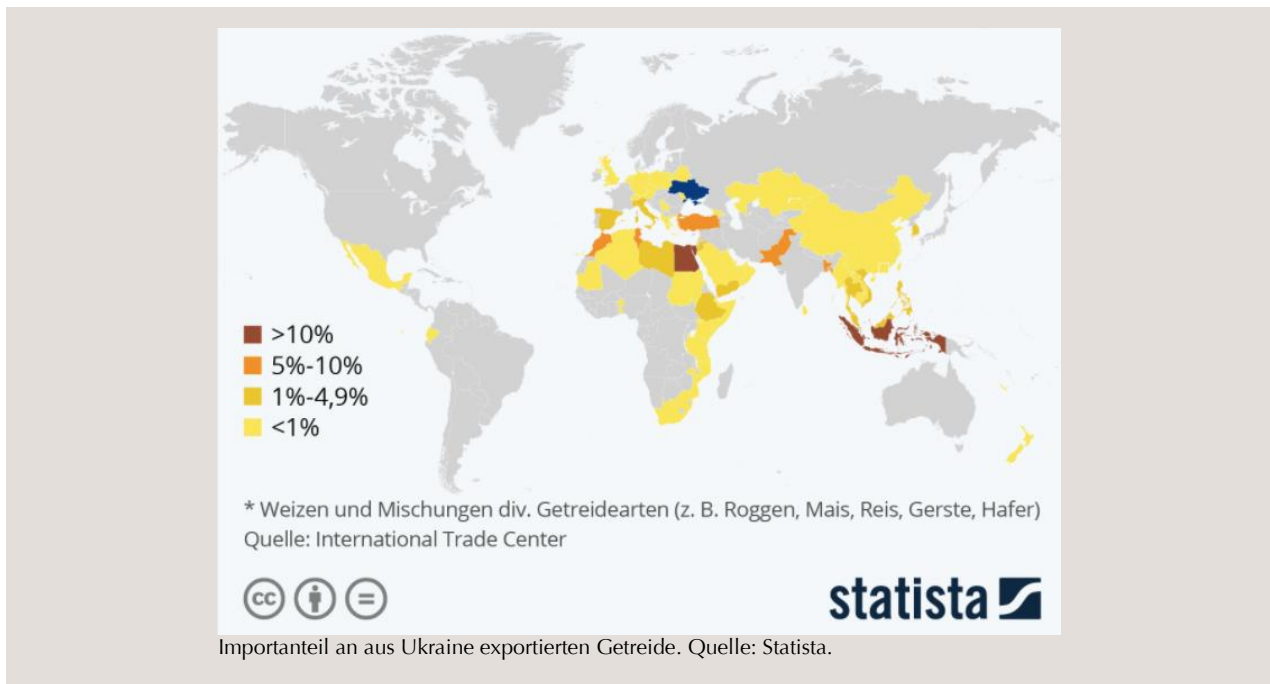
Preisindex für Deutschland



Quelle: Statistisches Bundesamt (Destatis), 2022.

Viele Anleger versuchen zunehmend, ihre Portfolios vor der höheren Inflation zu schützen. Vor diesem Hintergrund können die kaum zinsensitiven CLOs (Floating, d.h. variabler Kupon) eine gute Opportunität darstellen. Die im Vergleich zu anderen Credit-Produkten attraktiven laufenden Erträge und die allgemein positiven Fundamentaldaten von CLOs bestärken uns in der Überzeugung für diese Anlageklasse.

Durch den Ukraine-Konflikt haben sich die Problematiken in den Lieferketten weiter zugespitzt. Dies betrifft vor allem die Automobilindustrie und den Nahrungsmittelbereich. Russland und die Ukraine vereinen u.a. insgesamt ca. 30% der globalen Weizen- und 80% der Sonnenblumenölproduktion auf sich. Damit ist zu erwarten, dass Weltmarktpreise für Grundnahrungsmittel (z.B. Brot) weiter steigen werden. Dies wird unweigerlich mit negativen Effekten auf ärmere Nationen oder auf ärmere Teile der Bevölkerung verbunden sein. Da viele der Importländer im Norden von Afrika liegen, könnten stark ansteigende Nahrungsmittelpreise wieder zu Migrationsbewegungen in Richtung Europa führen.



Die Substitution vom russischen Energiesektor ist nicht einfach und wird mit sehr großen Anstrengungen verbunden sein. Über den sogenannten Zweitrundeneffekt wird das europäische Wirtschaftswachstum geringer ausfallen als erwartet. Lieferengpässe und hohe Inflationsraten sowie fiskalische Unterstützung für die Ukraine und den zu erwartenden Flüchtlingsstrom werden die europäischen Volkswirtschaften noch längere Zeit belasten. Daher wird die Erholung der Wirtschaft auch unter Berücksichtigung dieser Aspekte Zeit brauchen. Es bleibt abzuwarten, wie sich der Konsument in dieser Krise verhält, d.h. ob er aus Furcht vor einer weiteren Eskalation die Sparquote erhöht oder seinen durch die Coronakrise bedingten Investitionsstau auflösen wird. Mit dem Kriegsbeginn werden die Karten allerdings durch die immer weiter fortschreitenden Sanktionen und möglichen Gegenmaßnahmen stetig neu gemischt. Welches Blatt Europa am Ende erhält, ist noch nicht absehbar.

Transferzahlungen und Engpassproblematik der weltweiten Lieferketten

China verzeichnete einen Rekordanstieg der Exporte und konnte dennoch der Nachfrage der getätigten Investitionen nicht gerecht werden. Im Zusammenwirken mit dem Engpass der Logistikketten rund um den Globus wirken diese Faktoren nun auf den Preis: Steigende Rohstoffpreise, explodierende Frachtraten. Die Kosten der Frachtraten für einen 40 Fuß Container waren in der Spitze im September 2021 bei ca. 10.300 USD und sind leicht auf 9.800 USD gesunken. Zu Jahresanfang 2021 lagen diese noch bei 1.500 USD.

Die Zentralbanken werden schneller zu einer Normalisierung der Geldpolitik zurückkehren als erwartet. Die FED wird wieder die Vorreiterrolle übernehmen. Hohe Beschäftigung mit einer hohen Produktionsauslastung und einer hohen Inflationsrate zwingen sie zum Handeln. Der Markt antizipiert vier Zinsschritte in den USA. Ob es bei vier bleiben wird und wie stark diese ausfallen werden, bleibt jedoch unsicher. Dem Markt wird damit Liquidität entzogen. Die EZB wird dem wohl folgen (müssen). Auf Grund der Nähe zum Krisenherd Ukraine hat Europa eine schwierige Phase zu meistern. Hohe Inflation, niedriges Wachstum, geopolitische Unsicherheiten und fiskale Belastungen durch den Krieg sowie die Abkehr der Abhängigkeit von der russischen Energie belasten europäische Unternehmen deutlich stärker als US-Unternehmen.

Wie reagieren die CLOs auf das veränderte Umfeld?

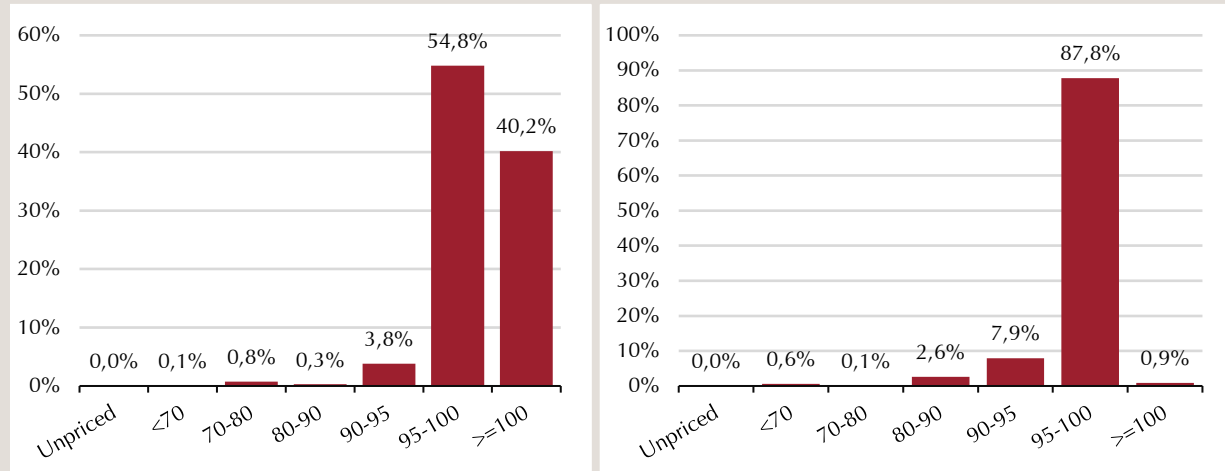
CLOs sind variabel verzinsliche Anleihen. Dies hat, besonders in Phasen steigender Zinsen, den Vorteil, dass sowohl die Investitionsseite als auch die Mittelherkunft von CLOs wenig zinssensitiv reagieren. CLOs sind somit gut positioniert, um in einem potenziell steigenden Zinsumfeld bessere Erträge zu erwirtschaften als viele andere festverzinsliche Produkte. Auf der anderen Seite bedeutet ein Anstieg der Zinsen, dass die Finanzierungskosten der Unternehmen steigen. Bisher konnten sich auch Unternehmen mit einer schwachen Bilanz oder einem schwachen Geschäftsmodell kostengünstig am Kapitalmarkt finanzieren. Dies dürfte auf Sicht der kommenden Jahre schwieriger werden. Noch haben sich viele Unternehmen günstig finanziert und es besteht daher kein aktueller Handlungsbedarf von Seiten der Unternehmen. Auf Sicht von 2-3 Jahren laufen jedoch die günstigen Loans/Anleihen aus und müssen an die neue Zinslandschaft ausgerichtet werden. Die Defaultrate nahe null Prozent ist auf einem historisch niedrigen Niveau und wird daher tendenziell moderat ansteigen. Investment Grade CLOs bieten auch hier einen recht komfortablen Schutz, denn in unseren Modellen für die Entwicklung von CLOs unterstellen wir stets eine Default Rate von 2% p.a. Bis zu dieser Zahl ist es jedoch noch ein weiter Weg und zunächst werden die Equity-Tranche bzw. die Mezzanine Tranche tangiert.

Sinkende Preise am Loanmarkt

Die Erholung am Loanmarkt hat nach dem Einmarsch der russischen Truppen in die Ukraine ihr Ende gefunden. Die Preisverteilung der Loans hat sich im letzten Quartal verschlechtert. Der Anteil, der über Par notiert, ist von 40% auf 1% gefallen. Der Anteil der von 95-100% notiert ist auf ca. 88% angestiegen. Damit liegen die Spreads bei 470 bps und der durchschnittliche Preis bei 95-96%. Am Beginn der Krise lagen diese jedoch bei 500 bps. Je nach Kriegsverlauf und damit einhergehender Sanktionen von Seiten des Westens werden die Spreads deutlich atmen. Im Falle eines Energiestopps von Seiten Russlands oder der EU ist mit deutlichen Kursverlusten im Bond- aber auch im Loanmarkt zu rechnen. Sollte es jedoch zu einer stetigen, aber nicht abrupten Entkopplung der Volkswirtschaften kommen, dürfte die Kursbewegungen moderater verlaufen. Ohne Einsparungen im Verbrauch wird sich die EU in den nächsten zwei Jahren nicht vom russischen Gas unabhängig machen können. Die Stromversorgung mittels Gas könnte ggf. durch die Inbetriebnahme von Kohlekraftwerken oder mit einer Verlängerung der Laufzeit von Atomkraftwerken ersetzt werden.

Der Anteil der CCC Loans über alle europäischen CLOs ist von 5,8% (vor 12 Monaten) auf 3,7% gesunken. Die Defaultrate ist ebenfalls von 0,31% auf 0,15% gesunken (Quelle Moodys). Der Spread pro Ratingfaktor (WAS/WARF) hat sich von 11,5 auf 13 ausgeweitet, so dass der Loanmarkt an Attraktivität gewonnen hat. Der durchschnittliche Ratingfaktor hat sich in den letzten 12 Monaten kaum verändert.

Europäische Loan-Preise: Dezember (links) März (rechts)



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen; Stand: 31.03.2022.

Rating	Spread in bps (Dezember 2021)	Spread in bps (März 2022)
AAA	92 - 112	105 - 125
AA	152 - 187	175 - 230
A	185 - 245	235 - 305
BBB	280 - 355	320 - 440
BB	540 - 670	590 - 775
B	760 - 955	810 - 1045

Quelle: Citi Velocity, Stand: 07.04.2022.

Die Spreads im europäischen CLO Markt haben sich zu Beginn der Kriegshandlungen deutlich ausgeweitet. Der HY-Spread lag bei über 500 Bps und ist nun auf 433 zurückgegangen. Mit der leichten Entspannung an den Kapitalmärkten kamen auch die Spreads leicht zurück. Die weitere Entwicklung hängt jedoch unmittelbar von dem weiteren Kriegsverlauf ab. Sollten die Eskalation an Schärfe zunehmen und der Westen weiter drastische Sanktionen verhängen müssen, so ist auch mit einem Anstieg der Spreads zu rechnen. Sollte die politische Führung in Europa ein sofortiges Öl- und Gasembargo gegenüber Russland verhängen, so gehen viele Volkswirte von einem negativen Wachstum aus. Damit geht eine deutliche Ausweitung der Spreads bei gleichzeitigem Rückgang der Preise für alle europäischen Risky Assets (Aktien, Corporate Bonds, Loans und auch CLOs) einher. Für den US- und den japanischen Markt dürften die Auswirkungen der europäischen Krise überschaubar bleiben. Da die Auswirkungen eines solche massiven Eingriffes in die europäische Wirtschaft schwer zu kalkulieren sind, gehen wir nicht davon aus, dass ein sofortiger Ausstieg aus russischem Gas/Öl umgesetzt wird.

Wertentwicklung und Kennzahlen

Auf Grund des Krieges in der Ukraine und den weiteren Zinserhöhungen ist der Preis der Note im ersten Quartal von 2033 auf 1872 gesunken. Zwischenzeitlich war der Kurs auf 1837 zurückgegangen und hat sich von diesem Niveau wieder erholt.

Das erste Quartal war mit einer Wertentwicklung von -7,9% enttäuschend. Bis auf Edelmetalle und Rohstoffe gab es jedoch kaum Assetklassen, die dem negativen Trend widerstehen konnten. Die Verluste waren jedoch deutlich niedriger als die der europäischen Aktien, da das Exposure gegenüber Russland/Ukraine geringer ist als bei den meisten Aktienindizes. Die Sektoren des Loanmarktes sind

in diesem Zusammenhang deutlich defensiver ausgerichtet. Sektoren, die von der Lieferkettenproblematik aus China und der Ukraine besonders betroffen sind (Automobilindustrie & Luftfahrtunternehmen), sind im Loanmarkt kaum vertreten. Die EQ-Tranchen, die Ende des Jahres 2021 noch einen Kurs von 54% aufwiesen, haben sich auf 43% verbilligt. Der für die EQ-Tranchen wichtige OC-Junior Cushion blieb weitgehend unverändert.

Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025 – Performance **NEU**



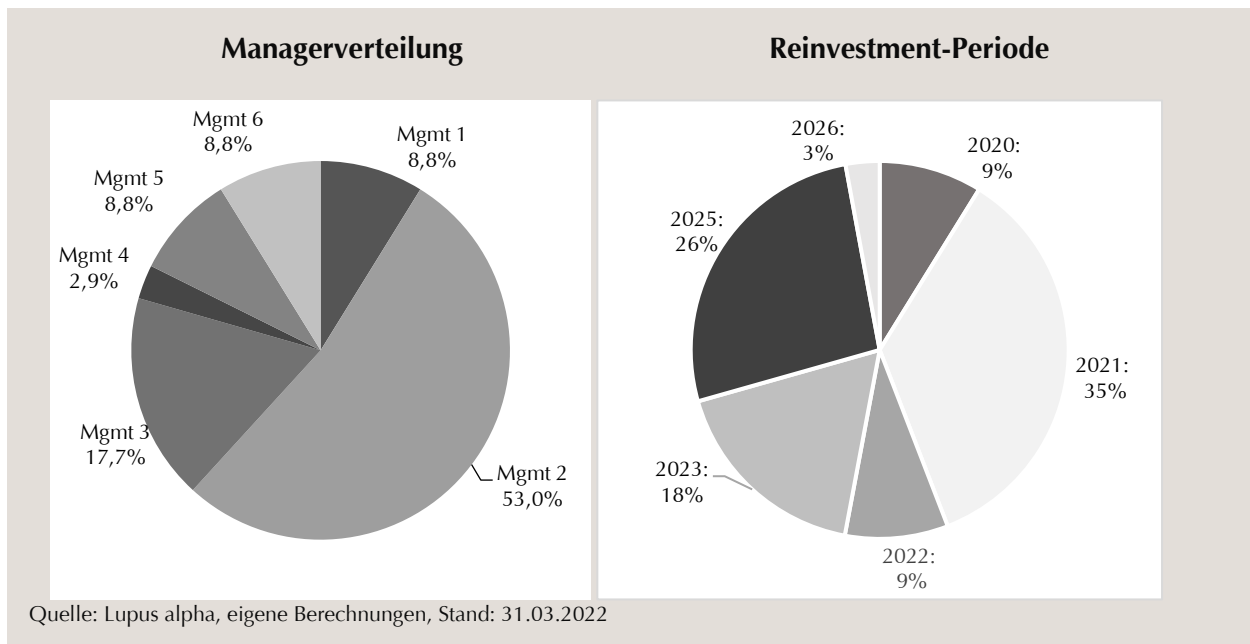
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2021

Die Allokation wurde in diesem Quartal der geopolitischen Situation angepasst. Die Kasseposition war zwischenzeitlich durch Verkäufe von EQ-Tranchen auf 50% angestiegen und wurde durch den Erwerb von defensiven 1 Mio. EUR BB-Tranchen auf ca. 41% abgebaut. Auf Grund des Anstieges der BB-Spreads können damit 8,5% - 9% Rendite auf Call für die Tranchen vereinnahmt werden. Diese Opportunität erschien uns vielversprechend, denn bei einer erneuten Korrektur des Marktes ist der Drawdown für diese Ratingklasse deutlich niedriger als der der EQ-Tranchen. Die im historischen Kontext hohe Kassenquote würde dies nochmals abfedern. Daher sehen wir das Portfolio für die Krise gut aufgestellt und bei Rückschlägen könnten sich weitere Opportunitäten ergeben.

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0828893700	2014	-4,41%
Kurs (31.03.2021):	1872	2015	9,91%
		2016	0,72%
		2017	19,06%
		2018	-1,73%
		2019	8,92%
		2020	16,09%
		2021	22,60%
		2022	-7,92%

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.03.2021

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus 10 EUR CLO Equity-Tranchen und einer EUR CLO BB Tranche von 6 Managern. Das Fondsvolumen betrug 9 Mio. Euro.



Die Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 8,5 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) erholte sich leicht auf 5%. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 361 Basispunkten (bps) über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (174bps) von 187 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15bps) und der Junior Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 137 bps.

Seit Auflegung gab es 249 Ausschüttungen von Equity/B-Tranchen im Portfolio (Stand März 2022). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 18% p.a. auf das investierte Nominal. Im Berichtszeitraum konnten ca. 278 Tsd. EUR Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden. Die Kassenposition beträgt ca. 41%.

Ausblick und Positionierung

Die Zinsschritte der FED werden wie avisiert und erwartet nacheinander erfolgen. Dabei werden sie ggf. stärker ausfallen als man vor einiger Zeit erwartet hat. Die Sensitivität der Kommunikation der FED zeigt sich vor allem bei den großen Technologiewerten der Nasdaq mit hohem Fremdkapitalbedarf der dort gelisteten Unternehmen. Bei der Beurteilung der Notenbanken werden sie sicherlich eine Rolle spielen. Die EZB wird im „Schlepptau“ der FED die Geldzügel ebenfalls straffen. Entweder über ein Auslaufen bzw. Kürzen des Anleihekaufprogrammes oder einen ersten Zinsschritt. Dieser wird jedoch kommunikativ gut vorbereitet sein, um eine Überraschung an den Märkten zu verhindern.

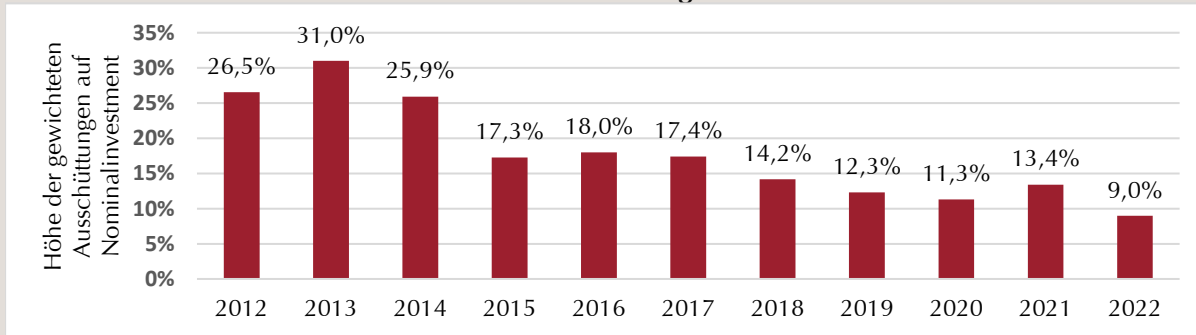
In Verbindung mit attraktiven laufenden Erträgen und soliden Fundamentaldaten sind CLOs auch für Anleger mit Inflations Sorgen eine überzeugende Anlagemöglichkeit. Da die Kurse der CLOs unter Par liegen, ist neben dem Kuponertrag auch ein Kursanstieg zu vereinnahmen. Dies setzt voraus, dass die Ukraine Krise und die einhergehenden Sanktionen nicht zu gravierenden Folgen der Wirtschaft führen werden. Die politischen Entwicklungen an der Ostgrenze Europas haben besonders in den

vergangenen Wochen Aufmerksamkeit in den Medien erhalten. Wir hoffen, dass die politischen Entscheidungsträger rational im Sinne eines friedlichen Europas handeln werden.

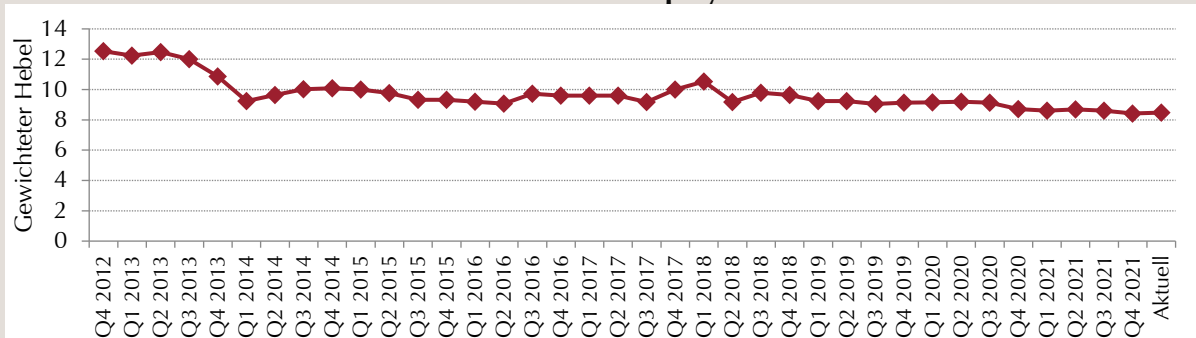
Während die westliche Welt nun fast schon zwei Jahre gelernt hat, mit COVID umzugehen, beharrt China weiterhin auf einer „Null-Covid-Strategie“. Hong Kong und Shanghai – beides bedeutende Wirtschaftszentren – werden komplett isoliert. Dies wird nicht ohne Folgen für das Wirtschaftswachstum in China bleiben und verschärft die Lieferkettenproblematik. Die bisherige Politik setzte stets die Interessen der KP-China (KPC) vor die Einzelinteressen des Individuums oder der Wirtschaft. Bei der hohen Ansteckungsgefahr von Omikron wird es für die KPC sehr schwer sein, diese Politik stringent weiter zu verfolgen.

Insgesamt können diese Themen alle für sich eine negative Kapitalmarktstimmung hervorrufen. Die fundamentalen Kennzahlen der Loan-Emittenten betrifft das aktuell jedoch kaum. Hier sehen wir die Portfolios gut aufgestellt und werden die defensive Ausrichtung weiter beibehalten. Bei sich bietenden Opportunitäten oder attraktiver Bewertung wollen wir Chancen zum Zukauf nutzen.

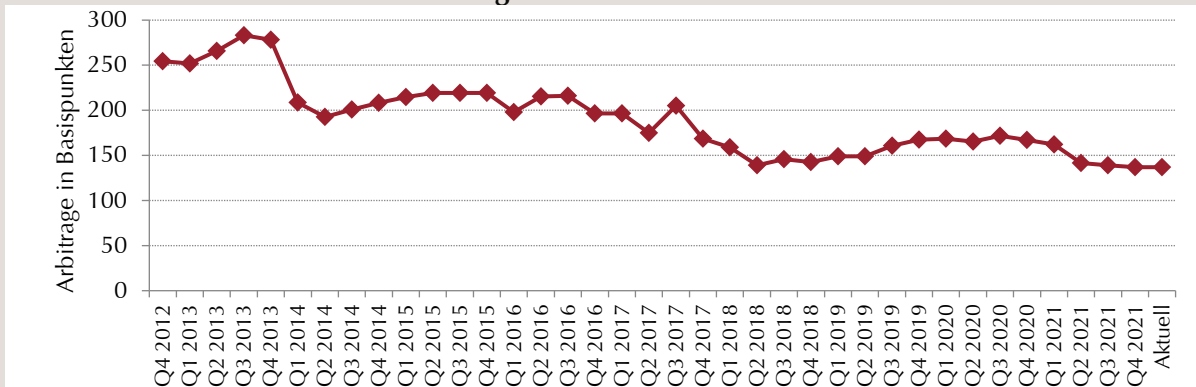
Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen

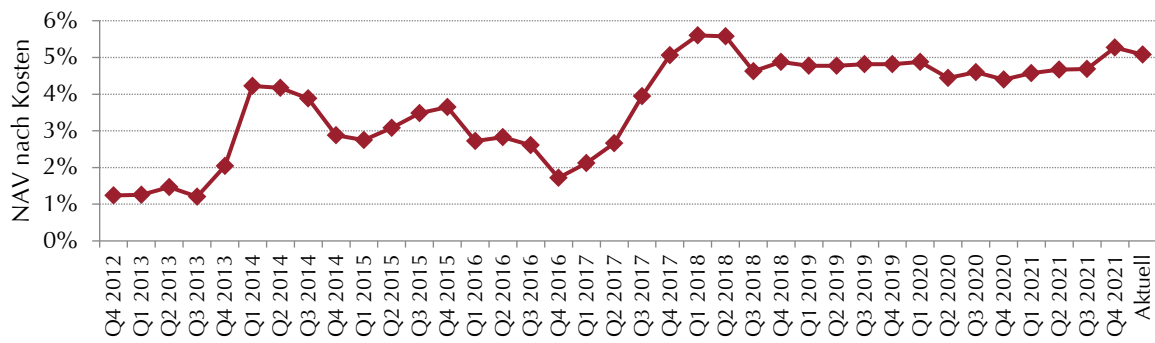


Arbitrage der investierten CLOs



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: März 2022.

Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: März 2022.

PORTFOLIO MANAGEMENT

Michael Hombach	michael.hombach@lupusalpha.de
Norbert Adam	norbert.adam@lupusalpha.de
Stamatia Hagenstein	stamatia.hagenstein@lupusalpha.de
Dr. Klaus Ripper	klaus.ripper@lupusalpha.de

DISCLAIMER: Es handelt sich hierbei um Fondsinformationen zu allgemeinen Informationszwecken. Die Fondsinformationen ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen wird keine Gewähr übernommen. Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Portfolio-Managers wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sowie dessen Vertriebszulassung sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Ausschließlich rechtsverbindliche Grundlage für den Erwerb von Anteilen an den von der Lupus alpha Investment GmbH verwalteten Fonds sind der jeweils gültige Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen, die in deutscher Sprache verfasst sind. Diese erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Investment GmbH, Postfach 11 12 62, 60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per E-Mail service@lupusalpha.de oder über unsere Homepage www.lupusalpha.de. Für Fonds mit Vertriebszulassung in Österreich erhalten Sie den aktuellen Verkaufsprospekt sowie die wesentlichen Anlegerinformationen und den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht darüber hinaus bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle, der UniCredit Bank Austria AG mit Sitz in A-1020 Wien, Rothschildplatz 1. Anteile der Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.

Weder diese Werbung, noch ihr Inhalt, noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Asset Management AG auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt oder an Dritte übermittelt werden. Mit der Annahme dieses Dokuments wird die Zustimmung zur Einhaltung der oben genannten Bestimmungen erklärt. Änderungen vorbehalten.

Lupus alpha Investment GmbH
Speicherstraße 49-51
D-60327 Frankfurt am Main

Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.