

Quartalsreport I / 2021

Lupus alpha I 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.

Die Kreditmärkte haben sich auch in 2021 erholt

Der alles dominierende Faktor an den Finanzmärkten ist die Corona-Krise. Aus den aktuellen Entwicklungen der Infektionszahlen scheinen sich fast alle anderen Faktoren ableiten zu lassen. In Ländern, die mit der Impfung weit fortgeschritten sind, erwarten die Volkswirte eine schnelle Erholung. Die USA und das Vereinte Königreich scheinen hier die Vorreiterrolle einzunehmen. Asien mit der oft vorherrschenden Dominanz des Kollektivs gegenüber der individuellen Freiheit, die in den westlichen Demokratien eine lange Tradition hat, scheint sich recht zügig zu erholen. Stark autoritäre Regierungsregierungsformen wie man sie in der Türkei und Brasilien vorfindet, haben anscheinend mehr Schwierigkeiten, die Krise zu überwinden. Eine rasche Wendung zur Normalität – zurück zu dem gewohnten und vertrauten Alltag – geht einher mit einer zügigen Erholung der Wirtschaft. Daher driften die Volkswirtschaften je nach Fortschritt in der Bekämpfung der Pandemie auseinander. Die USA scheinen sich wieder als die Konjunkturlokomotive zu erweisen. Hohe tägliche Verimpfungen werden den Konsumenten zügig wieder in Kauflaune versetzen. Dies wird noch durch die hohen staatlichen Investitionen in die Infrastruktur sowie von Transferzahlungen des Staates an bedürftige Bevölkerungsschichten gestützt. Länder mit einem hohen Anteil am Dienstleistungs- und Touristiksektor wie Italien, Spanien und Griechenland werden sich langsamer erholen als Länder mit einem hohen Anteil im produzierenden Sektor wie die Niederlande, Belgien und Deutschland. Für Deutschland ist es sehr wahrscheinlich, dass die bekannte Trilogie des Erholungsmusters eintritt: Der Aufschwung wird zunächst durch den Export getragen, gefolgt von der Binneninvestition bis dann in der dritten Stufe der private Konsum folgt. Sicherlich werden die Sektoren Touristik, Flugverkehr und Hotellerie zeitlich als letzte aus der Krise kommen und noch einige Zeit von staatlichen „Infusionen“ abhängig sein.

Zu Beginn der Pandemie haben die Fiskalpolitik und die Notenbanken weltweit rund 12 Billionen US-Dollar an zusätzlichen Maßnahmen bereitgestellt. Über alle Volkswirtschaften summiert ist dies rund das 10-fache von dem, was die gleichen Länder in der Finanzmarktkrise zur Stützung „in die Hand“ genommen haben. Da die Schuldenquote von Deutschland bei Ausbruch der Pandemie im internationalen Vergleich recht niedrig lag, war der Handlungsspielraum des Finanzministeriums größer als in anderen europäischen Ländern. Viele Unternehmen nutzen die Gunst der Stunde, um einen überfälligen, aber unbeliebten Strukturwandel zu vollziehen. Die CO₂-neutrale Produktion und

die Digitalisierung des Alltags wird deutlich schneller vollzogen als erwartet. Wer kannte schon vor zwei Jahren Zoom®-Meetings? Nun gehören sie zum Alltag.

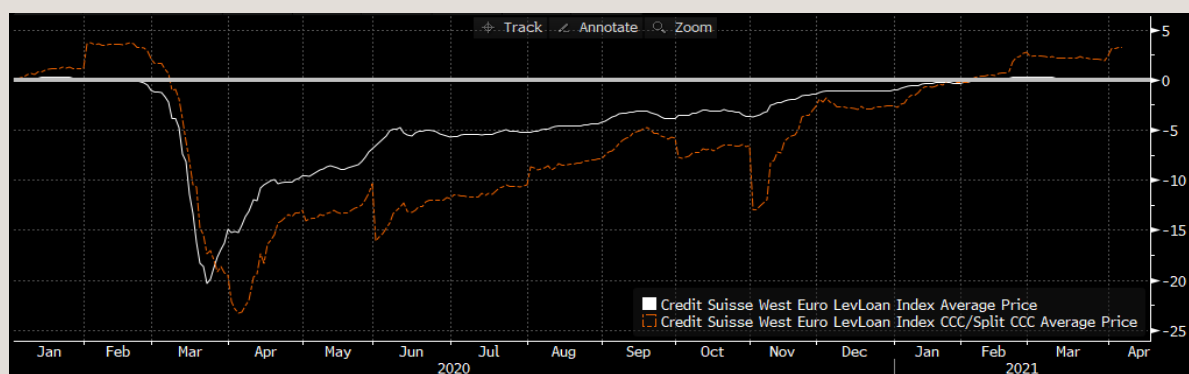
Sicherlich werden wir noch einige Lockdowns bis zur Überwindung der Krise sehen. Einen zaghaften Schritt vorwärts, dann etwas zurück und ggf. einen zur Seite. So könnte man das Handeln vielerorts beschreiben. Die Unsicherheit der Politik ist spürbar und überträgt sich auf weite Teile der Bevölkerung. Die USA mit einer langen Tradition der Eigenverantwortung des Individuums gehen auch hier einen beherzten Weg mit mehr als 3 Mio. Impfungen pro Tag. Wenn es mal „klemmt“, dann scheut die neue Administration nicht, einen pragmatischen Weg zu gehen und das Militär einzusetzen oder Supermärkte zu Impfzentren zu deklarieren.

Am Ende der Pandemie beginnt ein neues Kapitel: die Reduktion der Schulden – sei es durch Wachstum, Inflation, Erhöhung der Steuern bzw. der Steuerehrlichkeit oder aktives Management der Zinsstrukturkurve von Seiten der Zentralbanken. Die ehemalige FED Chefin Yellen hat das Thema Steuerehrlichkeit nun auf die Tagesordnung der Weltbühne gehoben. Damit wird verbal schon auf kommende Erhöhungen eingestimmt.

Der Loanmarkt in der Pandemiekrise

Die Erholung im Loanmarkt setzte sich in den letzten Monaten weiter fort, jedoch mit abnehmender Dynamik. Der V-förmige Verlauf ging in eine Seitwärtsbewegung über. Die YTD Performance der Kursindizes des europäischen Loansmarktes belief sich in den ersten 3 Monaten auf 1%, für den CCC-Loansektor auf 6%; ein beachtlicher Rebound im Jahr 2021 für das CCC-Rating. Im Quartalsbericht von Q3 und Q4 2020 hatten wir schon das Thema des Mismatches von Marktpreis und Rating aufgegriffen. In der Retrospektive scheint der Markt die Situation richtig eingeschätzt zu haben.

Europäische Loan-Preise

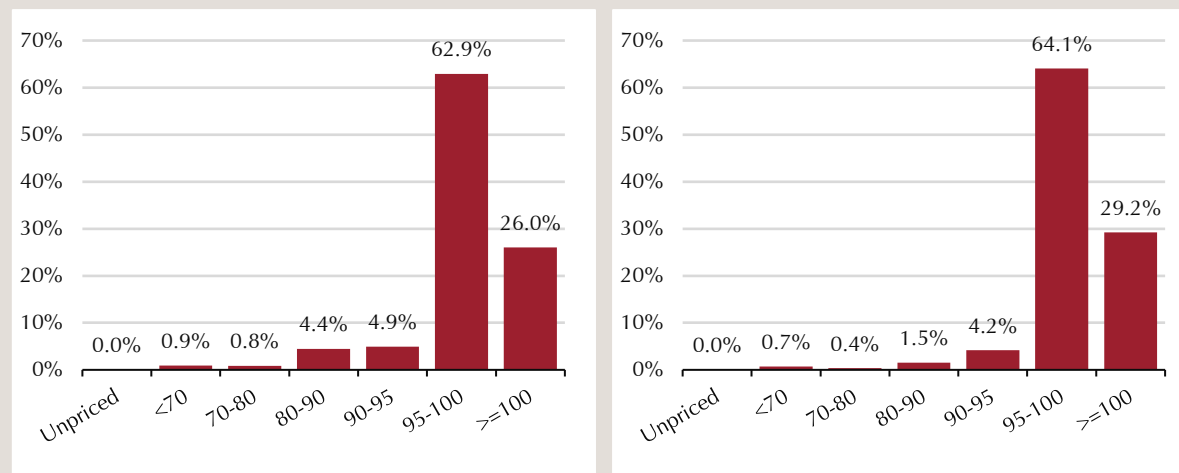


Quelle: Bloomberg; Leveraged Loan Preis Index (CSLLETOK & CSLLE3CK); Stand: 07.04.2021.

Im Dezember lagen noch 0,9% aller Loans bei einem Kurs von weniger als 70%. Dieser Anteil ist auf 0,7% gesunken. Der „Sorgenbereich“ der Loans mit einem Preis von unter 80% ist ebenfalls weiter gefallen. Der überwiegende Anteil mit 68% aller Loanpreise lag im Dezember zwischen 90 und 100% Kurswert. Dieser Anteil ist fast unverändert geblieben. Der Anteil, der über 100% notiert, ist um 2% gestiegen. Dies verdeutlicht die starke Erholung im Loanmarkt seit dem Ausbruch der Krise. An den

Aktienmärkten erholen sich zyklische Titel seit der Zulassung der Impfstoffe deutlich gegenüber den sog. Tech-Aktien. Da das Loanportfolio von CLOs eher von zyklischen Sektoren geprägt ist, war die Erholung dort ebenfalls stark. In Q2 wird der Anteil der Loans, die gekündigt werden (günstige Refinanzierung der Unternehmen), weiter zunehmen. Der Trend, den wir in Q1 für Resets und Refinanzierung von CLOs gesehen haben, wird auch in Q2 anhalten.

Europäische Loan-Preise: Dezember 2020 (links) & März 2021 (rechts)



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen; Stand: 31.03.2021.

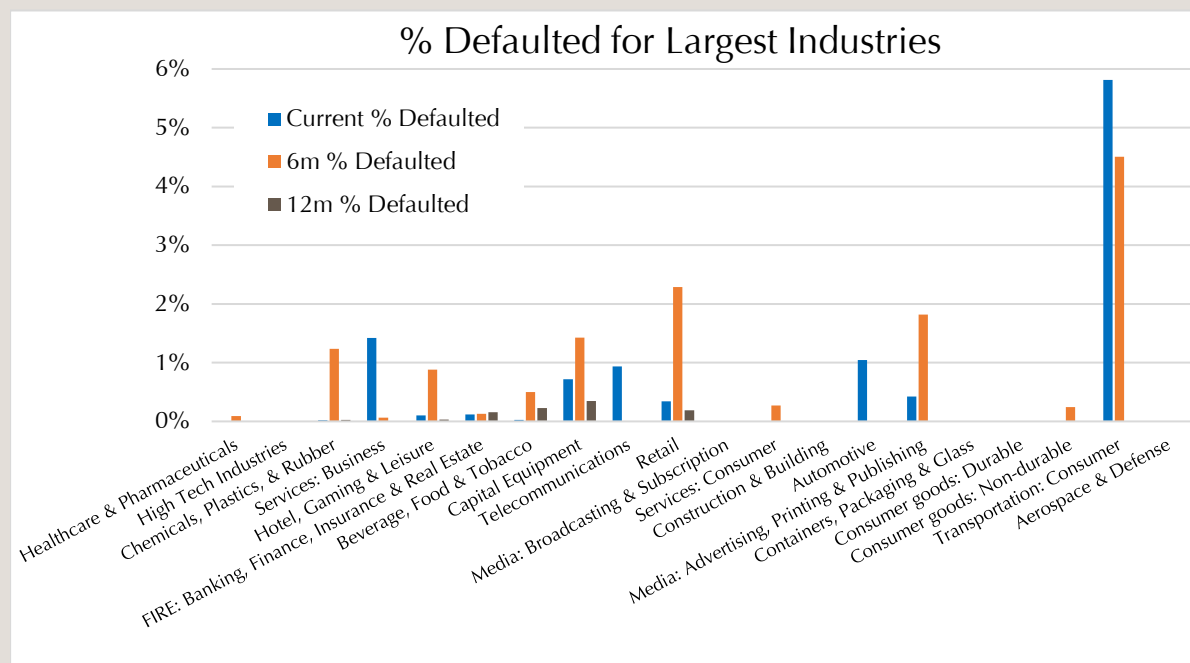
Trotz der Befürchtungen am Markt, dass die Inflation und damit die Zinsen für Staatsanleihen anziehen könnten, scheinen die Staaten weiterhin die Wirtschaft mit fiskalpolitischen Maßnahmen zu stützen. Es scheint die Frage aufzukommen, ob die Inflation tatsächlich kommt. Und wenn sie kommt, dann mit oder ohne steigende Zinsen? Verfolgt man das letzte Interview der EZB-Präsidentin mit Bloomberg, so scheint Inflation nur ein „vorübergehendes Thema“ zu sein. Auch der versteckte Hinweis von Lagarde, dass die Zentralbanken ein mächtiger Spieler im Markt sind, verfehlte seine Wirkung nicht. Sicherlich haben die Zentralbanken kein sonderliches Interesse an der Zinsschraube zu drehen und damit die staatliche Refinanzierung zu verteuern. Die Rettungstöpfe der EU und der Zentralbanken scheinen voll zu sein. Solange die Pandemie und deren Folgen nicht überwunden sind, akzeptiert der Markt die Stützungen und verliert noch keine Gedanken an die signifikante Zunahme der Verschuldung. Die Stützungsmaßnahmen zeigen Wirkung und die CLO-Spreads für Neuemissionen bewegen sich recht nahe an ihrem langfristigen Durchschnitt.

Rating	Spread in bps (Dezember 2020)	Spread in bps (März 2021)
AAA	85- 120	113- 135
AA	130- 165	160- 200
A	180- 230	200- 270
BBB	275- 425	300- 385
BB	625- 875	575- 700
B	900- 1500	760- 975

Quelle: Citi Velocity, Stand: 31.03.2021

Die Defaultraten weichen je nach Sektor stark voneinander ab. Die Sektoren Retail und Transport weisen aufgrund der Krise eine hohe Defaultrate von bis zu 6% auf. Die persönliche Wahrnehmung der Defaultrate divergiert von deren eigentlicher Bedeutung je Sektor sehr stark. Wer kennt nicht einen Einzelhändler, Hotelbetreiber oder einen Restaurantbesitzer, der nach der Pandemie nicht wieder öffnen wird? Die Kredite für die betroffenen Betriebe wurden vorwiegend von Banken vergeben, denn ein Loan kann erst ab einer Höhe von 250 Mio. Euro in einen CLO allokiert werden. Daher ist zu erwarten, dass sich die erhöhten Ausfallraten überwiegend im Bankportfolio widerspiegeln werden. Zudem sind diese Sektoren generell nur schwach im CLO-Portfolio vertreten, d.h. der Einfluss der Ausfälle ist gering. In der zweiten Reihe der „Verlierer“ stehen dann die Finanzierer von Immobilien wie Einkaufszentren oder Hotels bzw. deren Leasinggeber. Dort wird es mit zeitlichem Versatz ebenfalls zu Problemen kommen.

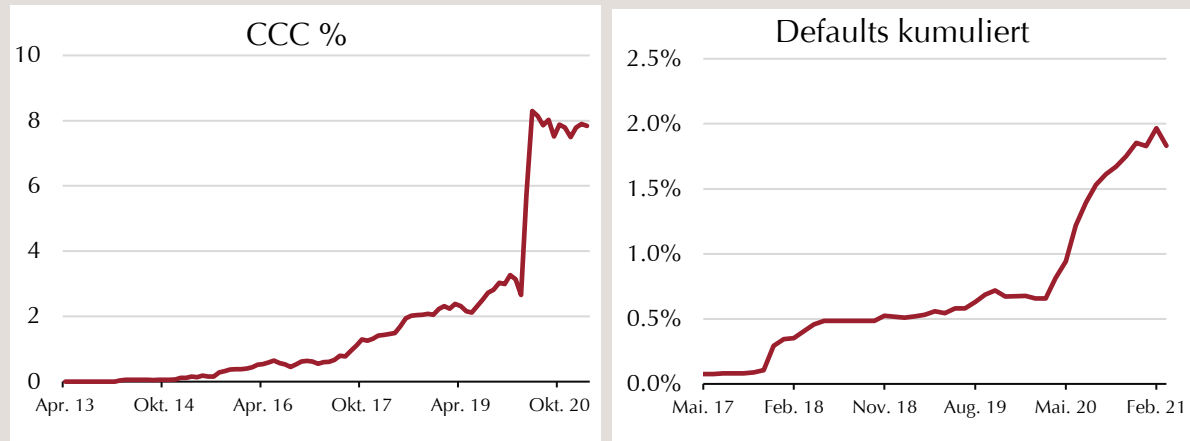
Europäische Defaultraten nach Sektoren



Quelle: Moodys; Industry Analysis Summary; Stand: 31.03.2021.

Der CCC-Anteil in den Loanbeständen der CLOs liegt aktuell bei ca. 7,5% mit abnehmender Tendenz. Der Marktpreis von CCC-Loans hat sich von 89% im Dezember auf 93% erhöht. Zurzeit besteht daher ein Ungleichgewicht zwischen dem CCC-Rating und dem recht hohen Marktpreis. Das Ungleichgewicht dürfe sich im Laufe von 2021 wieder auflösen. Der Anteil an CCC-Loans mit hohen Preisen wird das Segment in Richtung B-Rating verlassen und die CCC-Quote wird weiter sinken. Daher erwarten wir auch für Q2 Upgrades im CCC-Bereich. Bisher führte der Anstieg der CCC-Quote nicht zu einem starken Anstieg der Defaultrate für europäische Loans. Die Defaultrate beträgt aktuell ca. 1,9% und ist in den letzten zwei Monaten sogar gesunken. In Q1 beobachtete man nun auch vermehrt Upgrades der Ratings von CLOs.

CCC-Segment der Ratingagenturen und Ratingfaktor im Zeitablauf



Quelle: Moodys Analytics und eigene Berechnungen Stand: März 2021.

Wertentwicklung und Kennzahlen

Neben der Kurserholung wurden Ausschüttungen von über 13,5% vereinnahmt. Auch während der Krise im letzten Jahr wurden die Ausschüttungen der EQ-Tranchen trotz der angestiegenen Defaultrate für fast alle allokierten EQ Tranchen nicht vollständig umgeleitet, sondern nur leicht reduziert. Nun sind diese wieder auf den langfristigen Durchschnittswert von ca. 14% p.a. angestiegen.

Das erste Quartal war mit ca. 12% ein außergewöhnlich performancestarkes Quartal. Im letzten Quartalsbericht hatten wir schon Bezug zum inneren Wert der EQ-Tranche genommen und die Prognose gewagt, dass bei einer Erholung des Marktes die EQ-Tranchen überproportional davon profitieren sollten. Mit den starken Quartalsergebnissen von Q4 in 2020 und Q1 in 2021 hat sich diese Prognose bestätigt. Die Allokation in diesem Jahr bleibt bis auf eine B-Tranche weiterhin unverändert. Somit boten sich für mutige Investoren gute Einstiegsgelegenheiten in der Krise, die im Rückblick mit einer Kapitalverdopplung entlohnt wurden.

Aufgrund der starken Kurserholung des Underlyings erwarten wir für Q2 nur noch eine moderate Preisentwicklung der Tranchen bei einer unverändert hohen Ausschüttung.

Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025 – Performance



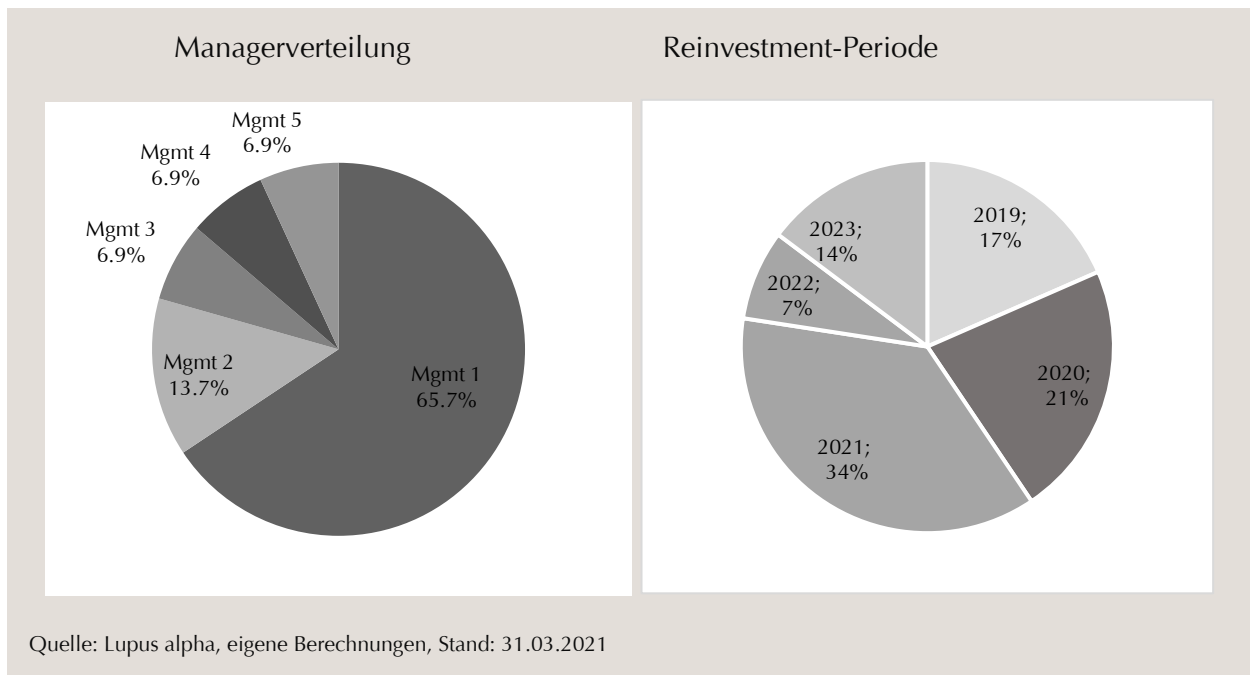
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.03.2021

Die Marktentwicklung im Loan-Markt und besonders die Entwicklung im CCC-Loan-Segment geben die Richtung für die CLO-Equity-Preise vor. Wir erwarten, dass sich die Märkte weiterhin erholen werden und das CLO Investment attraktiv bleibt. Sicherlich erwarten wir nicht, dass das zweite Quartal eine ähnlich hohe Performance wie das erste Quartal aufweisen wird. Geht man aber von einer Ausschüttung von 12-15% p.a. und leichten Kurserholungen in den Tranchen aus, so bleibt die Rendite sicherlich für 2021 attraktiv. Dies sollte man stets im Vergleich zu einem High Yield Investment sehen.

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0828893700	2014	-4,41%
Kurs (31.03.2021):	1965	2015	9,91%
		2016	0,72%
		2017	19,06%
		2018	-1,73%
		2019	8,92%
		2020	16,09%
		2021	11,90%

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.03.2021

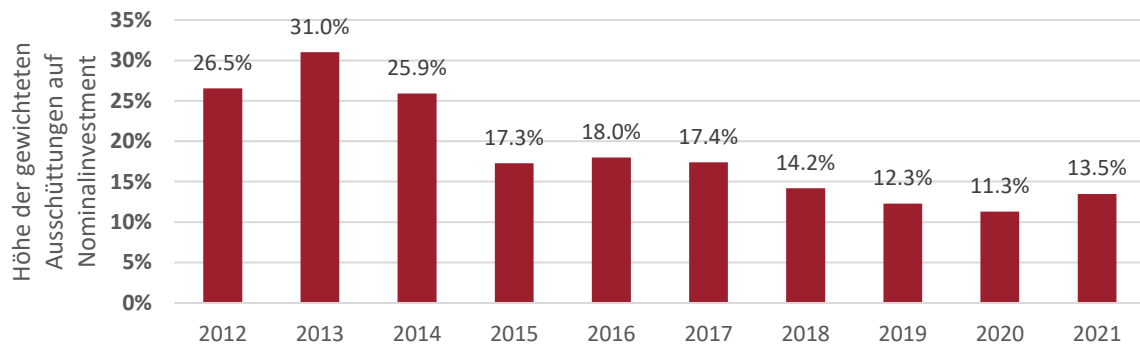
Das Portfolio bestand zum Stichtag aus 9 EUR CLO Equity-Tranchen und 2 EUR CLO B-Tranchen von 5 Managern. Das Nominalvolumen betrug 10 Mio. Euro.



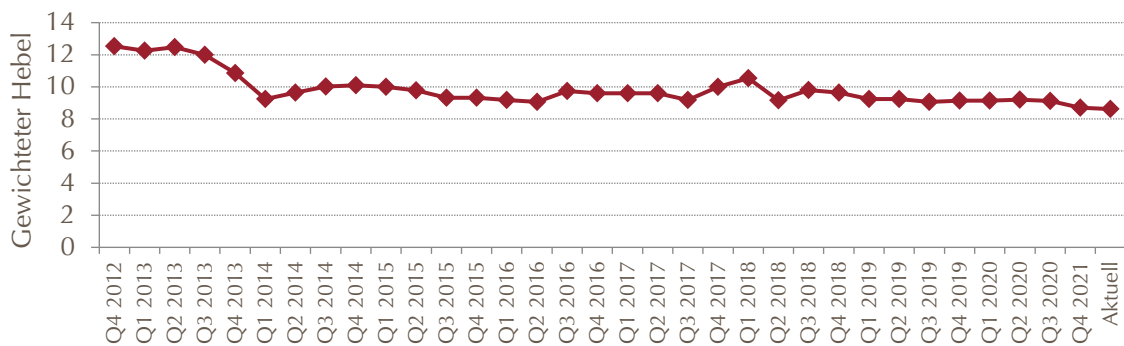
Die Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 8,6 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) blieb weitgehend konstant bei 4,5%. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 373 Basispunkten (bps) über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (160bps) von 212 bps generiert. Abzüglich der Senior (15bps) und der Junior Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 162 bps.

Seit Auflegung gab es 204 Ausschüttungen von Equity/B-Tranchen im Portfolio (Stand März 2021). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen im Jahr 2021 beträgt 13,5% p.a. auf das investierte Nominal. Im Berichtszeitraum konnten ca. 4230 TEUR Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden. Die Kassenposition wurde auf 11% leicht reduziert. Der Kupon von 12% auf das Nominal wurde zum Jahreswechsel ausgeschüttet. Der durchschnittliche Marktpreis der Equity-Tranchen hat sich von 53% leicht auf 56% erhöht.

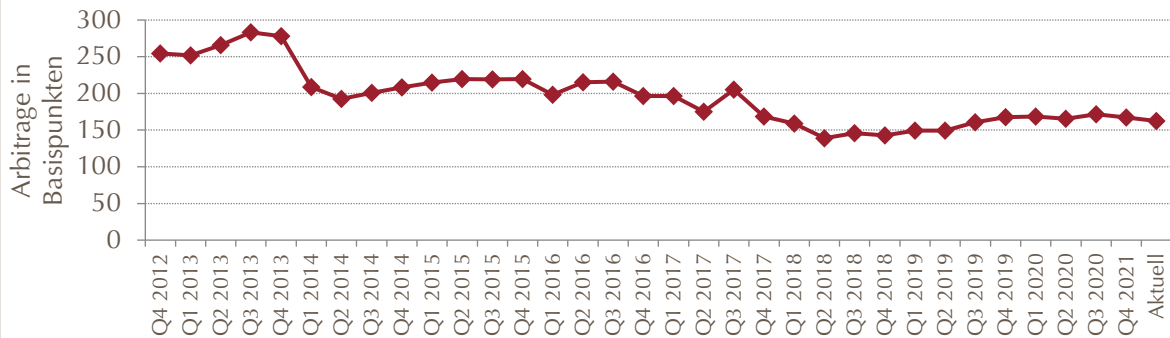
Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



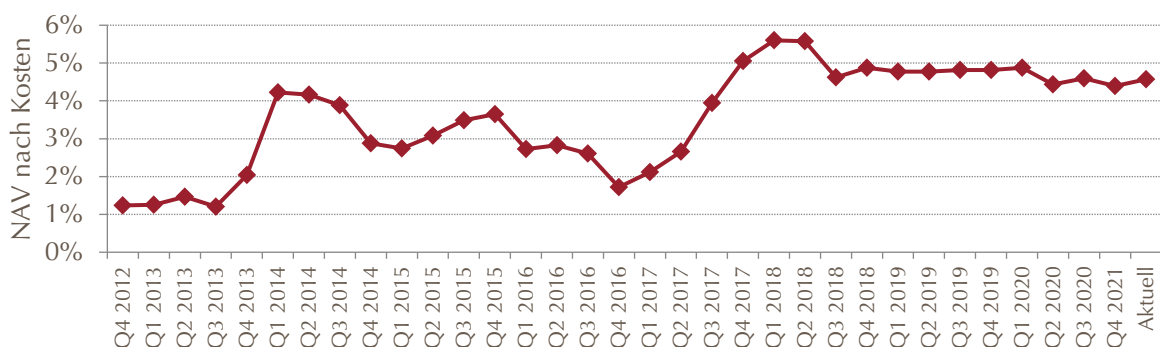
Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



Arbitrage der investierten CLOs



Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen

Ausblick und Positionierung

Die Weltwirtschaft dürfte sich im Jahr 2021 weiter erholen. Damit geht eine weitere Reduktion der CCC-Quote im Loanmarkt einher. Die Defaultrate für europäische Loans ist mit etwas über 1% nahe dem Hochpunkt. Wahrscheinlich wird das von den Ratingagenturen angenommene Szenario mit einer Defaultrate von über 6% nicht mehr eintreten. In einem solchen Szenario dürften die Loans mit einem CCC-Rating keinen durchschnittlichen Kurs von über 93% aufweisen. Sicherlich wird die Defaultquote in einzelnen, besonders von Covid betroffenen Sektoren hoch sein. Da das Gewicht dieser Sektoren jedoch recht gering ist, wird der Einfluss auf das Loanportfolio und folglich auf die CLOs ebenfalls gering sein. Davon betroffen dürften die Sektoren Touristik/Hotel und Retail sein. Bei einem Anstieg der Rohstoff- und Ölpreise dürfte der Energiesektor überproportional profitieren. Dieser Sektor ist für Euro-CLOs klein, doch für den US-Markt spielt er eine wichtige Rolle.

Mit einem Loanpreis nahe bei Par ist die Wertaufholung für die Loans fast abgeschlossen. Die EQ-Tranchen dürften sich weiterhin erholen – jedoch mit einer stark abnehmenden Dynamik. Mit der höheren Wahrscheinlichkeit von Resets / Refinanzierungen von CLOs dürften die EQ-Tranchen etwas profitieren, da der Kupon der Refinanzierungstranchen sinkt und damit die Arbitrage ansteigt und der Zeitpunkt für eine Kündigung weiter in die Zukunft geschoben wird. Die Höhe der Ausschüttungen wird daher nicht mehr so stark von möglichen Kündigungen tangiert. Voraussetzung ist jedoch, dass die Loanpreise weiterhin stabil bleiben. Dieses Szenario unterstellt, dass die Immunisierung großer Teile der Bevölkerung gegenüber einer Corona-Infektion zügig voranschreitet und die Welt langsam zu einem „Neuen Normal“ zurückfindet. Man wird sich mit dem Virus „arrangieren“ müssen, bis es endemisch wird.

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.