

Quartalsreport II / 2023

Lupus alpha II CLO Opportunity Notes 2027

Produkt

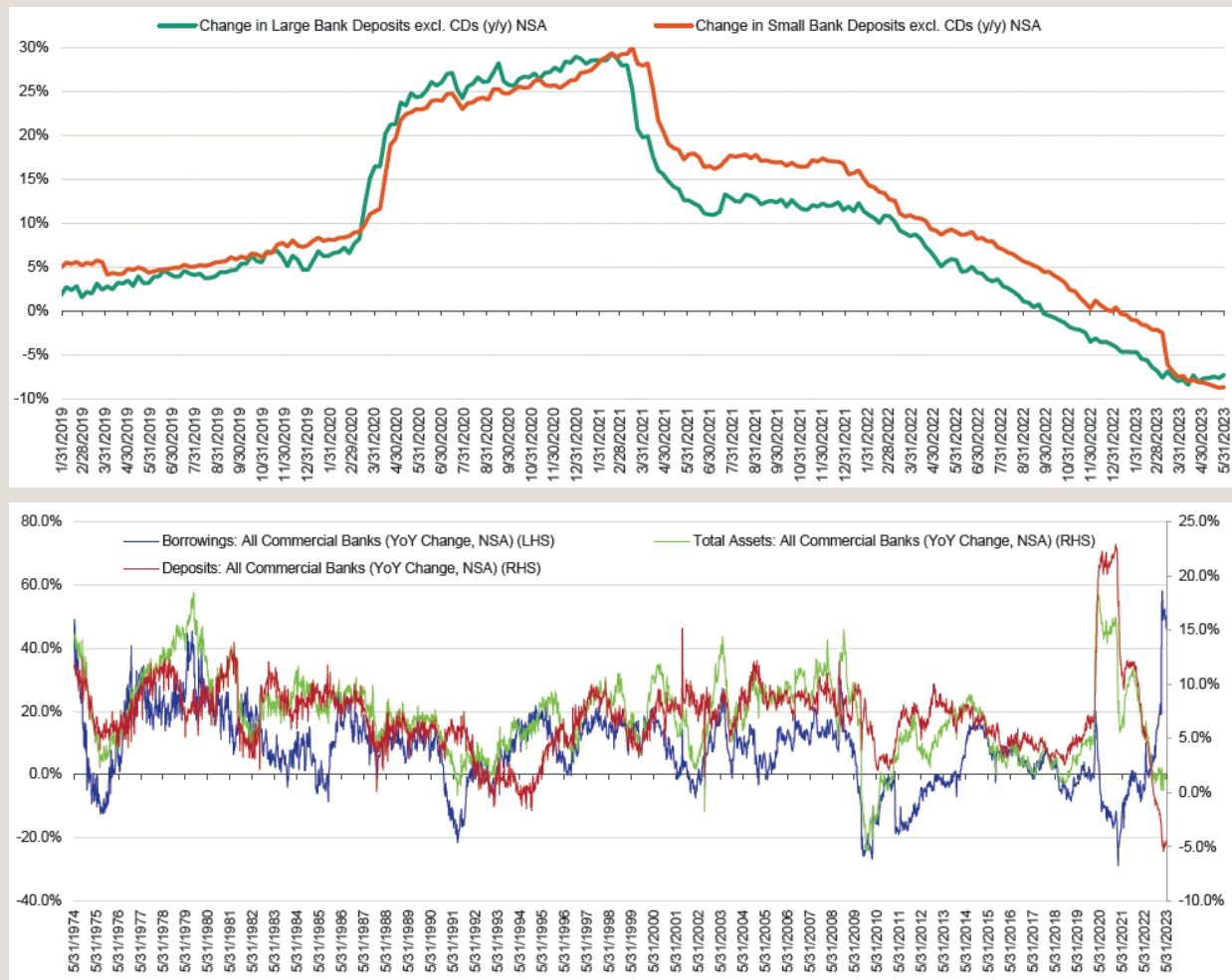
Die Note investiert schwerpunktmäßig in Eigenkapital (Equity-Tranchen) von Collateralized Loan Obligations (CLOs). CLOs sind in ein diversifiziertes Portfolio von hochverzinslichen Unternehmenskrediten (Loans) investiert. Der Mehrertrag der Zinseinkünfte des Loan-Portfolios über die Finanzierungskosten 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.

Ende der Zinsanhebungen - oder nur eine Pause bei den Leitzinserhöhungen?

Die Fed hat erwartungsgemäß das Leitzinsintervall bei 5,00 % bis 5,25 % belassen. Damit endete vorerst eine Serie von zehn Anhebungen in Folge um insgesamt 500 Basispunkte. Zumindest in der jüngeren Historie der US-Notenbank war diese ausgeprägte geldpolitische Straffung einmalig. Allerdings, und dies nimmt bereits den Grundtenor des letzten Zinsentscheids vorweg: es lässt sich nicht ausschließen, dass der Zinsschritt im Juni nur eine kurze Zinserhöhungspause markiert. Die Märkte gehen von weiteren Zinsschritten aus. Insbesondere die erneut nach oben revidierten Leitzinsprojektionen deuten an, dass die FED in der zweiten Jahreshälfte weitere Leitzinserhöhungen präferiert. Die Anfang Mai eingepreisten potenziellen Zinssenkungen von 75 bps. gegenüber dem aktuellen Niveau für das zweite Halbjahr wurden wieder ausgepreist. Im Juni sank der ISM nochmals überraschend von 46,9 auf 46 Punkte. Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries könnte nach aktuell 3,8% in sechs Monaten etwas niedriger rentieren, sofern sich Rezessionssignale in den Daten häufen sollten. Bis zum Ende dieses Jahres erwarten die FOMC-Mitglieder noch zwei weitere Leitzinserhöhungen von jeweils 25 Basispunkten.

Interessanterweise wies die FED in ihren Ausführungen auf die noch immer bestehenden Risiken im US-Bankensystem hin. Durch den starken und raschen Anstieg des Leitzinses sind die Sichteinlagen bei den US-Banken deutlich gesunken – sowohl für große als auch für kleinere US-Banken. US-Investoren sichten das Geld von Banken in höher verzinsliche Anlagen (z.B. Geldmarktprodukte oder Anleihefonds) um. Das stellt die Banken in ihrer Steuerung vor Herausforderungen. Die Kreditvergabe ist am aktuellen Rand deutlich angestiegen, wohingegen das Einlagegeschäft mit negativen Wachstumsraten kämpft (siehe folgende Grafiken). Seit dem Ausbruch der Coronakrise haben die Ausschläge deutlich zugenommen und eine Volatilität erreicht, die wir seit 1974 nicht mehr gesehen haben.

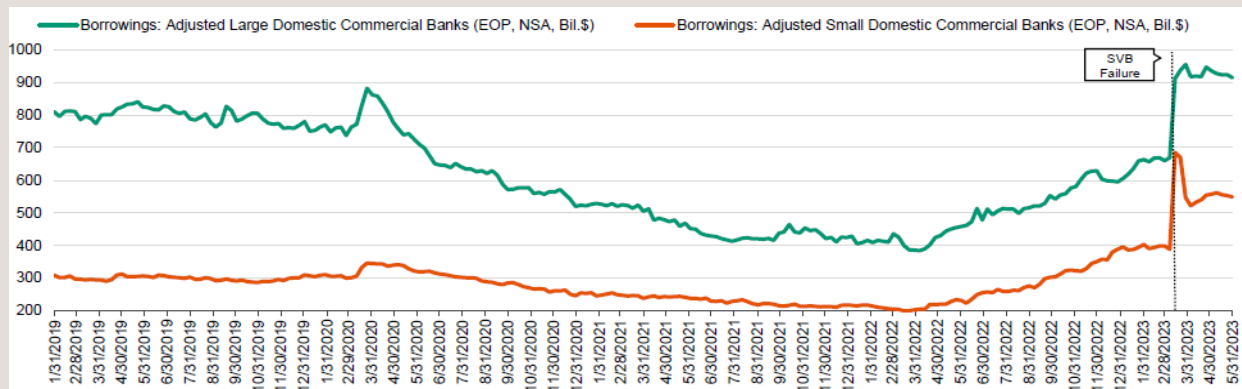
Der US-Bankenmarkt bleibt angespannt



Quelle: Haver, Federal Reserve H.8.Data; Stand Juni 2023.

Seit dem Konkurs der SVB-Bank in Kalifornien haben sich die Kundeneinlagen deutlich reduziert. Wie die Grafiken der FED zeigen, dauert dieser Trend weiterhin an. Durch die Umschichtungen der Kundengelder von kleinen zu großen Instituten wurde der negative Trend bei großen Banken gestoppt. Für kleine Häuser bleibt die Situation weiterhin kritisch, zumal das Einlagengeschäft in Off-Balance-Sheet-Anlagen, z.B. in Geldmarktprodukte, fließt, um eine höhere Verzinsung zu erzielen. Das Ungleichgewicht in der Veränderungsrate zwischen Krediten zu Einlagen ist auf einem historisch hohen Niveau. Aufgrund der inversen Zinsstruktur ist die traditionelle Ertragsquelle von Banken – die Fristentransformation – schwer möglich. Durch die Rettung kleinerer Banken durch große, global agierende Banken hat sich die Situation zwar etwas entspannt, bleibt aber weiterhin angespannt. Nicht umsonst hat die FED in ihrer letzten Entscheidung zur Zinspause nochmals den US-Bankenmarkt herausgestellt. Die Pause verschafft sicherlich eine kleine Entspannung, doch von einer Normalisierung im US-Bankensektor ist man weit entfernt. Daher wird sich der Markt die Entwicklung weiterhin genau ansehen.

Kreditverbindlichen im US-Bankenmarkt nach Bilanzvolumen



Quelle: Haver, Federal Reserve H.8.Data; Stand: Juni.2023.

Geratete CLOs können im Umfeld steigender Zinsen profitieren

Aufgrund von negativen Effekten durch Inflation, steigende Zinsen, US-Bankenkrise und die geopolitische Unsicherheit sind Risikoanlagen weltweit unter Druck geraten. Der schnelle und sehr deutliche Anstieg der kurzfristigen Geldmarktsätze und die inverse Zinsstrukturkurve verursachten bei Durationsprodukten zweistellige Verluststraten. Ein niedriger Kupon der Anlagen und die einhergehende niedrige laufende Verzinsung boten dabei keinen Schutz. Zudem konnten Investments mit höherer laufender Verzinsung, die dann häufig Einstandspreise über Par aufweisen, bei Fälligkeit vom Investor nur zu Par realisiert werden. Der Anteil über Par bleibt wohl als Verlust bei Fälligkeit stehen und kann nur durch Gewinne aus anderen Assetklassen kompensiert werden. Auch CLOs mussten im letzten Jahr Verluste hinnehmen, die aber in einem Investment-Grade-Portfolio im Jahr 2023 weitgehend wieder kompensiert werden konnten. Sicherlich bilden Long-Durations-Produkte für die Neuanlage eine Alternative für viele Kapitalsammelstellen in der Fixed-Income-Anlageklasse. Doch da die aktuellen Renditen deutlich hinter der Inflationsrate liegen, wird man wahrscheinlich den internen Rechnungszins erfüllen können, doch das Kapital kann nur nominal eine positive Rendite erwirtschaften - real bleibt die Rendite negativ.

Die Anlageklasse CLO ist zyklusprobt, unempfindlich gegenüber steigenden Zinsen und hat sich aufgrund einzigartiger eingebetteter struktureller Schutzmechanismen (Wasserfallstruktur) als resilient gegenüber dauerhaft höheren Ausfallquoten bei Investment-Grade Tranchen erwiesen.

Während die allgemeine makroökonomische Schwäche im vergangenen und in diesem Jahr Sorgen über einen längeren Ausfallzyklus aufkommen lassen, verfügen CLOs über strukturelle Schutzmechanismen und „Selbstheilungseigenschaften“, die den Kapitalerhalt in Phasen von Marktvolatilität gewährleisten. CLO-Tranchen haben sich im Vergleich zu Unternehmenskrediten mit ähnlichem Rating über verschiedene Marktzyklen hinweg als bemerkenswert ausfallsicher erwiesen. Wie in der nachstehenden Grafik ersichtlich, weisen CLO-Tranchen mit BB- und B-Rating im Vergleich zu Leveraged Loans in den letzten fünf Jahren deutlich niedrigere kumulierte Ausfallquoten auf, was besonders beeindruckend ist und das alpha-Potential der CLO-Manager dokumentiert.

Ausfallraten von CLO-Tranchen im historischen Verlauf.

Ursprünglich Rating	US-CLOs (1996–2021) ¹			Leveraged Loans (5 Jahre)	Europäische CLOs (2001–2021) ¹			Leveraged Loans (5 Jahre)
	Tranchen insgesamt ²	Notleidende Tranchen	Kumulierte Ausfallquote ³	Kumulierte Ausfallquote ⁴	Tranchen insgesamt ²	Notleidende Tranchen ⁴	Kumulierte Ausfallquote ³	Kumulierte Ausfallquote ⁵
AAA	4.869	0	0,0 %		1.134	0	0,0 %	
AA	3.281	1	0,0 %		921	0	0,0 %	
A	3.010	5	0,2 %		702	0	0,0 %	
BBB	2.787	9	0,3 %		715	4	0,6 %	
BB	2.217	24	1,1 %	9,5 %	604	17	2,8 %	5,6 %
B	401	6	1,5 %		356	1	0,3 %	
Summe	16.565	45	0,3 %		4.432	22	0,5 %	

Quelle: Lupus alpha, Betrachtungszeitraum 01.01.2018 – 31.03.2023.

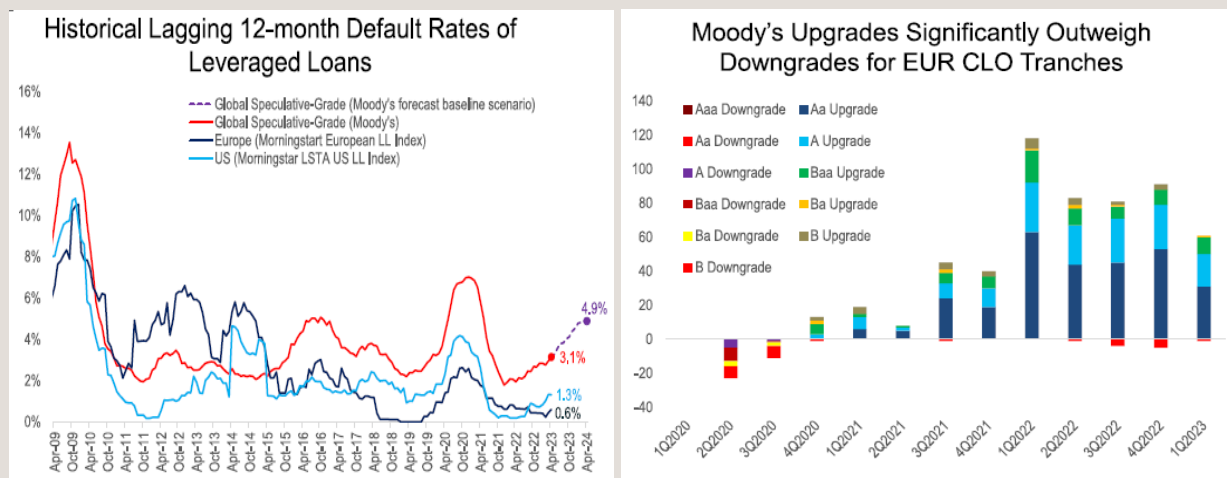
Dunkle Wolken am Loanmarkt - ziehen diese weiter in Richtung CLOs?

Verfolgt man die Konjunktorentwicklung in den USA und Europa, so ergeben sich deutliche Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung. Die Konjunktur in den USA hat sich deutlich abgekühlt und die Ausfallraten für die US-Loans, die Moodys publiziert, sind auf 1,3% und in Europa auf 0,6% angestiegen. Zieht man die Daten der Credit Suisse heran, so liegen diese schon deutlich höher bei 2,5% bzw. 1,9%. Da die Ratingagenturen eine Verlangsamung der Konjunktur erwarten, liegen die Erwartungen bezüglich der Ausfälle bis zum Jahresende bei einem Prognosewert von 4,9% für den globalen Loanindex im Base Case Szenario. Für das pessimistische Szenario prognostiziert Moodys einen Wert von 7,8%. 50% bis 60% der Ausfälle in diesem Jahr waren ursprünglich Distresses Loans und wurden nun auf Default gestuft. 46 Loans, die von europäischen CLOs gehalten werden, wurden von Moodys im Rating heruntergestuft. S&P war etwas „zurückhaltender“ mit 33 Downgrades, wobei die Überlappung zwischen beiden Kohorten mit 51% im historischen Kontext recht hoch ist. Diese Überlappung wird in der laufenden Abkühlung der Konjunktur weiter zunehmen.

Die in dieser Größenordnung erwarteten Ausfallraten werden jedoch nicht die Qualität eines Investment-Grade CLO-Portfolios tangieren. Betrachtet man die Downgrades in der schwierigen Situation der Coronakrise, so waren nur sehr wenige Tranchen davon betroffen – vor allem im B bis Baa (BBB bei S&P) Bereich. Dies wurde durch die massive Herabstufung der zugrunde liegenden Loans ausgelöst, sodass der Junior OC Cushion deutlich auf einen niedrigen Wert von 3,7% gefallen ist. Die CCC-Quote im Loanbereich war damals mit 7-8% mehr als doppelt so hoch wie heute (3,5%) und die Junior OC Cushion (Puffer für die Umleitung der Ausschüttungen von EQ-Tranchen) liegt heute bei 4,5%. Die 10-Jahres kumulative Ausfallrate aller Loans war im Jahr 2020 mit über 33% ebenfalls deutlich höher als aktuell mit 29%. Sicherlich wird die Defaultrate gegen Ende einer Rezession weiter ansteigend. Diese ist jedoch ein zeitlich nachteiliger Faktor der konjunkturellen Entwicklung.

Aufgrund des hohen Zinsniveaus ist die Kündigung von Seiten der Unternehmen von Loans zurzeit sehr niedrig, d.h. es finden kaum Anschlussfinanzierung der Unternehmen statt. Dies ist der teureren Refinanzierung (Euribor + Spread) geschuldet, aber auch der Tatsache, dass die Unternehmen sich in der Niedrigzinsphase mit ausreichend Fremdkapital am Kapitalmarkt eindecken konnten. Daher hat sich die Amortisierung der AAA-Tranchen (Tilgungsphase) deutlich verringert und es sind zurzeit keine Refi/Resets zu beobachten. Mit zunehmender Verkürzung der Restlaufzeit sinkt jedoch die Spreadduration und das Rating der unteren Tranchen (< AAA-Rating) steigt tendenziell an. Dies erklärt, wie in der Abbildung veranschaulicht, den Anstieg der Upgrades ab Q4 2022 bis Q1 2023.

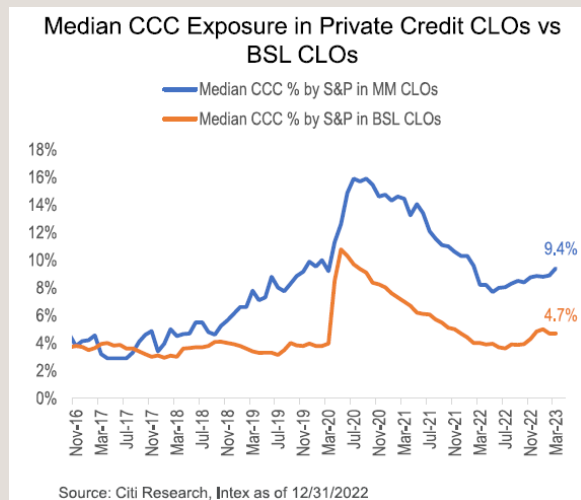
Moodys Default Rate für den europäischen Loanmarkt (linke Grafik) und Moodys Up- & Downgrade für europäische CLOs



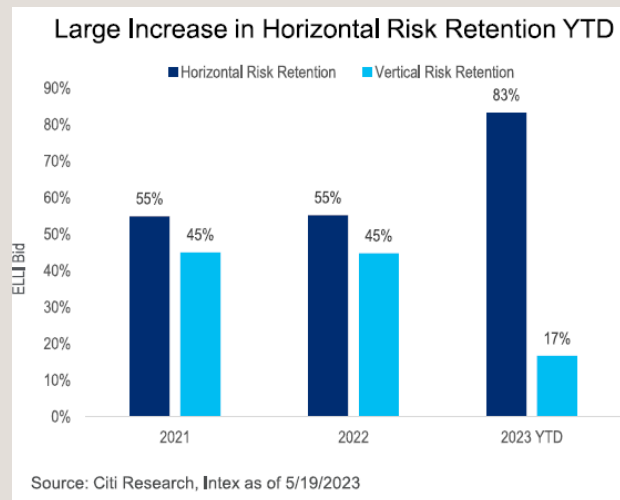
Quelle: Global CLO Market, Citi Juni 2023.

Die Erträge aller Loans finanzieren den Cash-Flows der Debt- und Equity-Tranchen. Der Loanspread liegt nach den Daten von Citi bei aktuell 512 bps. Der Spread aller Debt-Tranchen liegt mit 298 bps. auf dem höchsten Stand seit 2017. Aufgrund der US-Bankenkrise und der erhöhten Unsicherheit verlangen Debt-Investoren weltweit eine höhere Kompensation für ihr Investment. Daher bleiben die Spreads auf der Refinanzierungsseite der CLOs hoch, die Loanspreads sinken jedoch seit Q4 2022. Dies ist für den Debt-Investor eine komfortable Situation. Für die EQ-Investoren sinkt jedoch der Überschussanteil (Arbitrage) auf einen sehr niedrigen Wert von 214 bps. Da der EQ-Investor als erster einer höheren Defaultrate ausgesetzt ist, ist dessen Kompensation für das Risiko zurzeit gering. Dies ist auch der Grund dafür, dass die Pipeline für neue Deals nicht so gut gefüllt ist, wie im vergangenen Jahr. Es fehlen die Käufer für EQ-Tranchen. Für europäische CLOs muss der CLO-Manager über die Risk Retention Vorgabe der EU einen 5%-Anteil an der Struktur behalten (Selbstbehalt-Quote). Daher ist der Anteil der horizontalen Risk Retention (Erwerb von EQ-Tranchen) von 55% auf 83% angestiegen. Die CLO-Manager sind zunehmend dazu übergegangen, die EQ-Tranchen selbst zu erwerben, um die Neuemissionen von Deals zu ermöglichen. Das frühzeitige Umschwenken der Allokation von EQ-Tranchen in B- und BB-Tranchen seit 2021 zahlt sich nun aus.

CCC-Quote (Linke Grafik) in CLOs und Risk Retention Veränderung (rechte Grafik)



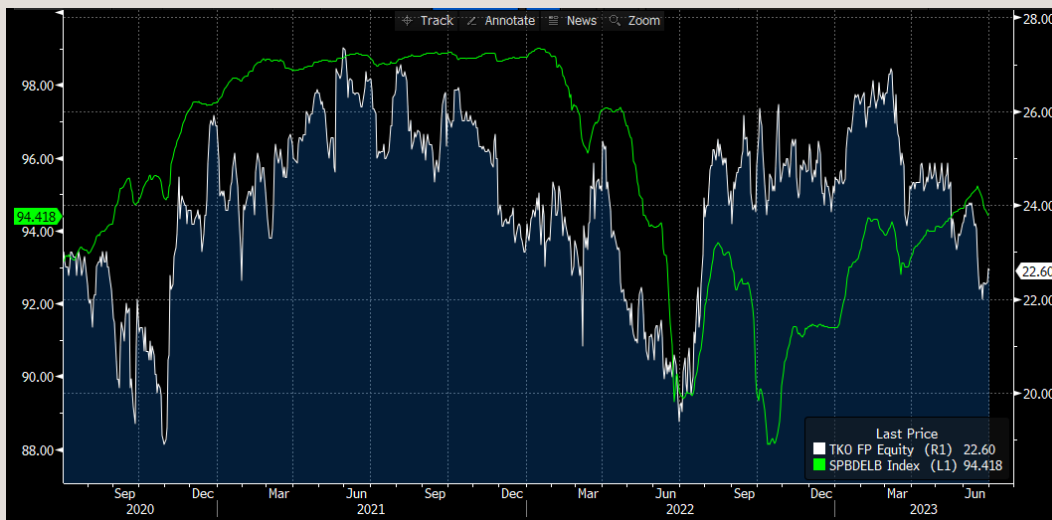
Quelle: Quelle: Global CLO Market, Citi Juni 2023.



Eilt der Aktienmarkt dem Loanmarkt voraus?

Ein bekannter Loan- und CLO-Manager ist Tikeau. Diese Managementgesellschaft ist primär an der Pariser Börse mit einer Marktkapitalisierung von fast 4 Mrd. Euro gelistet. In der nachfolgenden Abbildung erkennt man den hohen Zusammenhang zwischen dem europäischen Loanpreisindex und dem Aktienkurs von Tikeau. Auffällig ist, dass der Aktienkurs deutlich schneller auf exogene Schocks reagierte. Die Aktie korrigiert schon im Dezember 2021 als der Loanindex noch auf einem High verharrte. Den Preisrückgang im September/Oktober 2022 (Stichwort: Krise im britischen Pensionsmarkt) im Loanindex haben die Aktienanteilsinhaber nicht nachvollzogen. Man könnte dies so interpretieren, dass die Liquiditätskrise für den Aktieninhaber kaum eine Rolle gespielt hatte und er keine „Ausstrahlung“ auf die europäische Realwirtschaft befürchtet hatte. Im Dezember 2022 zogen die Loanpreise wieder an, ohne dass es größere Kursveränderungen in der Aktie gab. Am aktuellen Rand ist die Entwicklung jedoch gegensätzlich. Die Aktie notiert seit März deutlich schwächer, wohingegen der Loanpreisindex weiter kontinuierlich ansteigt. Es stellt sich daher die Frage: Welche Marktteilnehmer haben recht – der Aktien- oder die Loanholder? Vielleicht nimmt der Aktienkurs die steigenden Ausfallraten und die rückläufigen Recoveryraten vorweg?

Europäische Loanpreise (grün) und Aktienkurs von Tikehau

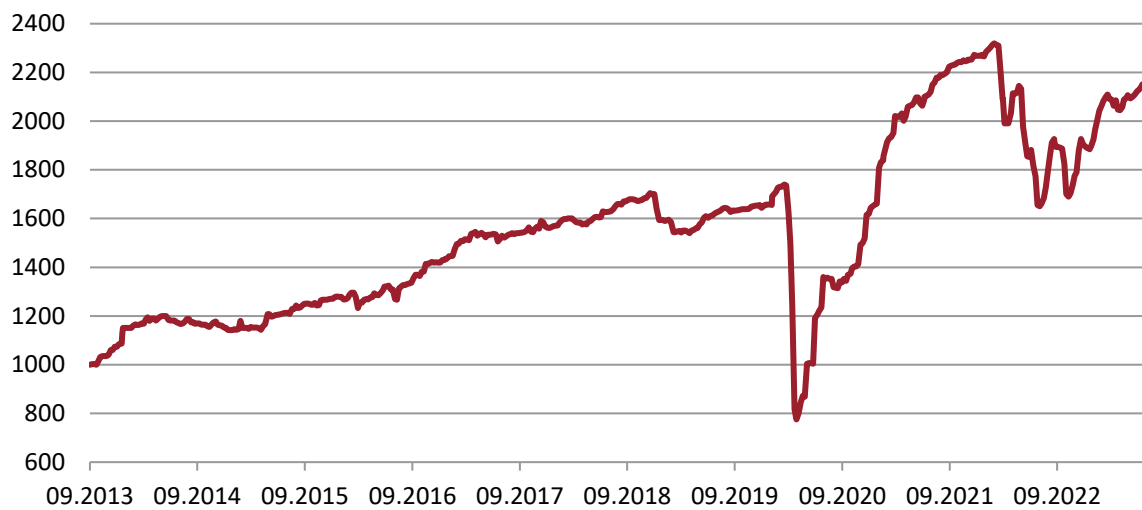


Quelle: Bloomberg, Stand Juni 2023 (Ticker: TKO FP; SPBDELB).

Wertentwicklung und Kennzahlen

Aufgrund der Markterholung zu Jahresanfang hat sich der Wert der Note im ersten Halbjahr von 707 auf 753 Euro pro Anteilsschein erholt. Das Maximum lag Anfang März bei einer Bewertung von 789 Euro, wobei zu berücksichtigen ist, dass Anfang Juni ein Ausschüttung von 50 Euro pro Anteilsschein erfolgt ist. Die Mezzanine Tranchen konnten dank des steigenden Euribor profitieren. Für die Debt-Tranchen stieg der mittlere Kurs auf 83% an und konnte sich gegenüber Vorquartal (76%) weiter erholen. Über das gesamte Jahr lag die Kurserholung der Kupontranchen bei 8% (Kurs von 76% zu Jahresanfang). Die Ausschüttungen der Equity-Tranchen waren unverändert hoch. Aufgrund der Unsicherheit und der erwarteten Ausfallraten haben sich die Equity Tranchen unverändert gezeigt. Mitte April wurde eine B- Tranche von dem CLO Manager Invesco erworben. Performancetreiber waren daher die Ausschüttungen bei den Equity- sowie die Wertaufholung bei den gerateten Tranchen. Aufgrund des Anstieges des Euribors ist der laufende Kupon der Mezzanin-Tranchen deutlich angestiegen. Da in diesem und im letzten Jahr nur Debttranchen für das Portfolio erworben wurden, hat sich der Anteil von EQ-Tranchen deutlich verringert. Dies hat den Vorteil, dass das Portfolio defensiver ausgerichtet wurde und ansteigende Defaultraten für B- und BB-Tranchen sich nicht unmittelbar auswirkten.

Lupus alpha II CLO Opportunity Notes 2027 – Performance



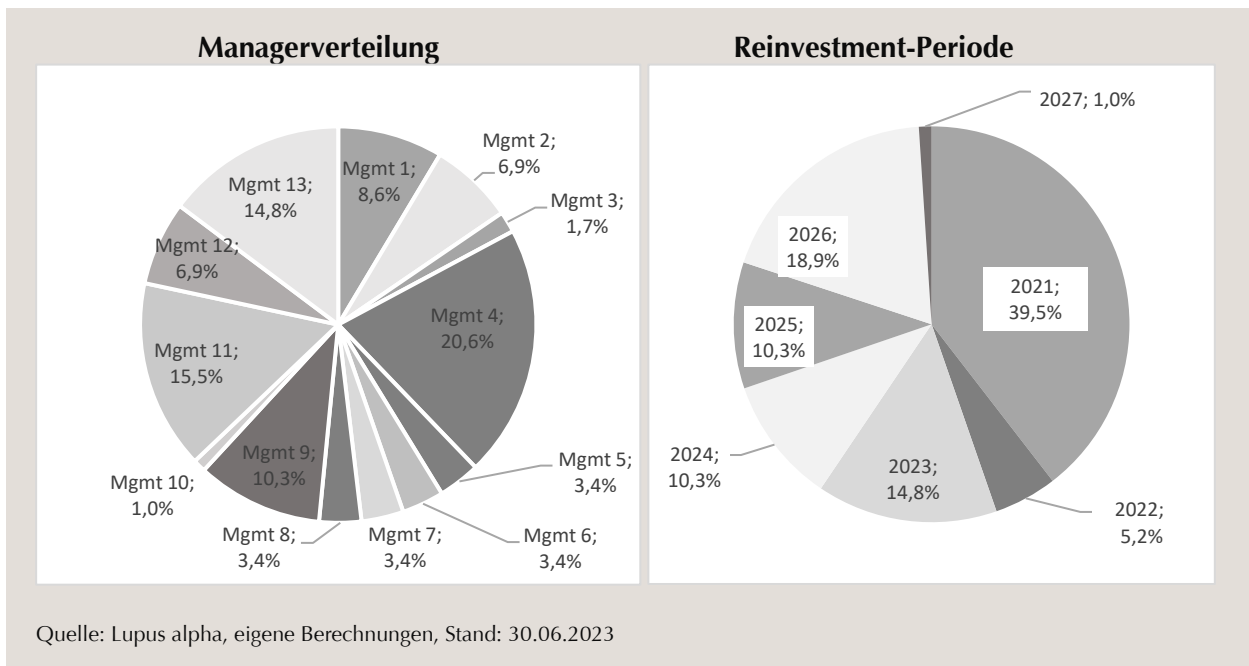
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 30.06.2023

Die Kasseposition hat sich aufgrund der Ausschüttung auf 4,5% reduziert. Das Marktumfeld bleibt weiterhin schwierig, da viele Einflussfaktoren einen politischen Ursprung haben. Wir sehen das Portfolio jedoch auch für mögliche Krisen robust aufgestellt.

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0963406052	2014	-0,13%
Kurs (30.06.2023):	753	2015	11,5%
		2016	12,5%
		2017	9,6%
		2018	1,6%
		2019	4,1%
		2020	0,12%
		2021	36,41%
		2022	-17,25%
		2023	13,66%

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 30.06.2023

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus 16 EUR CLO Equity-Tranchen, zwei EUR CLO BB Tranchen und vier B-Tranchen von insgesamt 13 Managern. Das Volumen betrug knapp 13 Mio. Euro.



Die Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 9,04 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) ist leicht auf 4,27% gefallen. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 381 Basispunkten (bps) über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (173bps) von 209 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15bps) und der Junior-Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 158 bps.

Seit Auflegung gab es 506 Ausschüttungen von Equity/BB/B-Tranchen im Portfolio (Stand Juni 2023). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 13,68% p.a. auf das investierte Nominal. Im Berichtszeitraum konnten ca. 671 Tsd. EUR Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden. Die Kupons und Ausschüttungen beliefen sich auf 9,44% bezogen auf das Nominal und die Kassenposition beträgt ca. 4%.

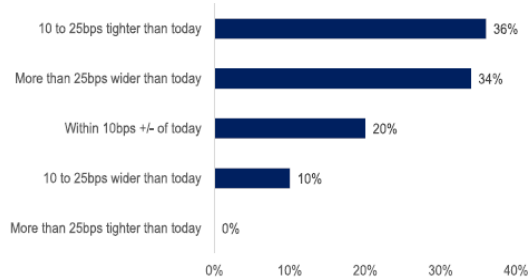
Ausblick und Positionierung

Der Kupon für die Mezzanine Tranchen dürfte aufgrund des höheren Euribors in 2023 weiter ansteigen. Die aktuelle Gewichtung der Debt-Tranche beläuft sich auf 61% bezogen auf Marktpreise. Daher dürfte sich die Entwicklung der Debt-Tranchen weiterhin performancesteigend auswirken. Die unterstehen Grafik fasst die Erwartungen der Marktteilnehmer für die zweite Jahreshälfte gut zusammen. Wesentliche Risikofaktoren in der Umfrage bei CLO-Investoren sind:

- steigende Defaultraten
- geringere Anzahl von Emissionen am Loanmarkt
- Schwache Arbitrage und geringeres Neuemissionsvolumen

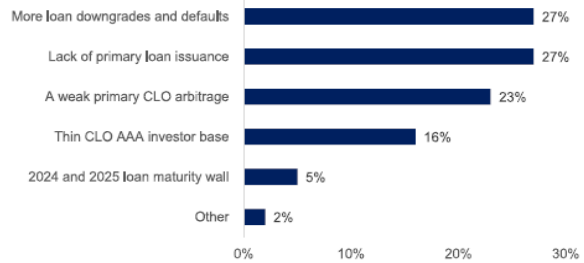
Umfrage zu der CLO-Entwicklung

Where Do You Expect EUR CLO Spreads to Be by the End of the Year?



Source: Citi Research, Survey results gathered from 05/05/2023-05/25/2023 based on 41 responses.

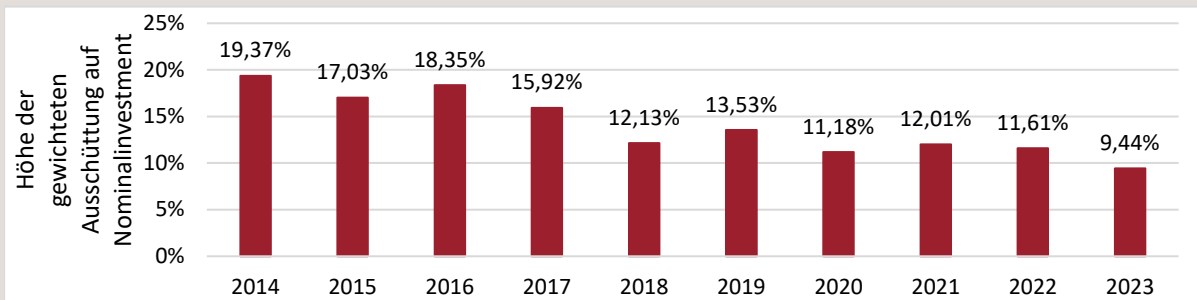
What is Your Biggest Concern in the EUR CLO Market?



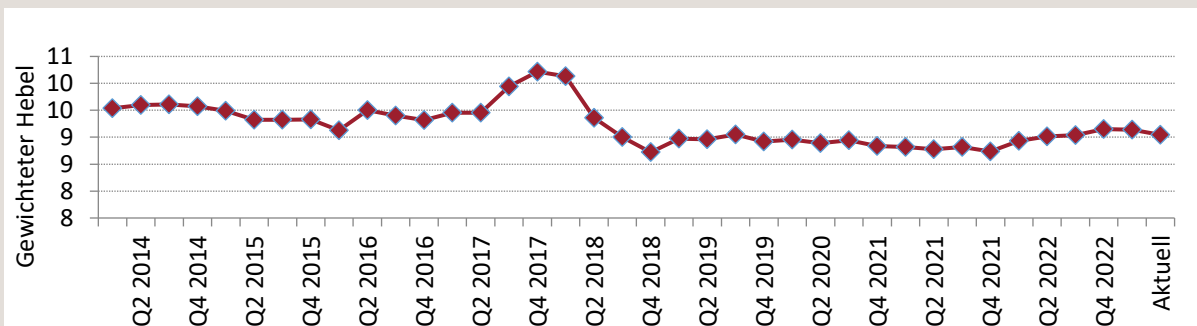
Source: Citi Research, Survey results gathered from 05/05/2023-05/25/2023 based on 44 responses.

Quelle: Citi Global CLO Market Midyear Outlook, Stand: Juni 2023.

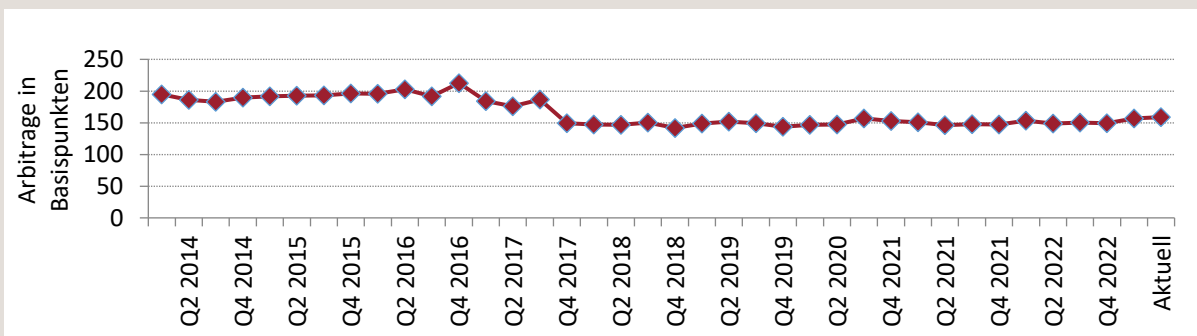
Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



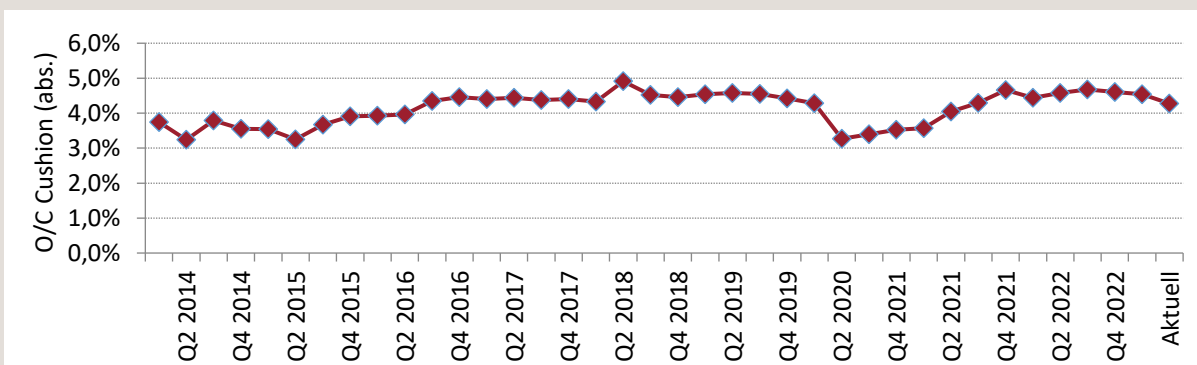
Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



Arbitrage der investierten CLOs



Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: Juni 2023.

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. Sie 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 wesentliche 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 sind den jeweils gültigen Vertragsunterlagen zu entnehmen. Von den gültigen Vertragsunterlagen abweichende Auskünfte oder Erklärungen dürfen nicht abgegeben werden. Investitionsentscheidungen auf der Basis von Auskünften oder Erklärungen, welche nicht in den gültigen Vertragsunterlagen enthalten sind, erfolgen ausschließlich auf Risiko des Investors. Weiterführende Informationen erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Asset Management AG, Speicherstraße 49-51, 60327 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per Email info@lupusalpha.de oder über unsere Homepage www.lupusalpha.de.

Weder diese Fondsinformationen, 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.