

Quartalsreport II / 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 im zweiten Quartal 2021 erholt

Auch im zweiten Quartal 2021 war der dominierende Faktor an den Finanzmärkten die Coronakrise. Aus den aktuellen Entwicklungen der Infektionszahlen scheinen sich fast alle anderen Faktoren ableiten zu lassen. Die deutlich reduzierten Infektionen in Europa gingen mit Lockerungen verschiedenster Beschränkungen einher.

Große Sportereignisse scheinen wieder möglich zu sein – ein Blick auf die Europameisterschaft genügt. Für viele wirken die vollen Stadien noch ungewohnt und sicherlich findet das Virus dort ideale Bedingungen für die Verbreitung vor. Es bleibt ein schmaler Grat zwischen Beschränkungen und Wiedererlangung der persönlichen Freiheit. Diesen scheint jede Nation etwas anders zu beschreiten. Neben der aktuellen Impfquote spielt dabei die Risikoneigung der einzelnen Nationen eine entscheidende Rolle. So hatte z.B. die Schweiz trotz hoher Fallzahlen den Wintertourismus inkl. Betrieb der Skilifte trotz hoher Fallzahlen stets erlaubt, wohingegen in Österreich und Deutschland entsprechende Einrichtung geschlossen blieben.

Die Ungewissheit über den weiteren Verlauf bleibt dem Anleger weiterhin erhalten. Die Virologen hatten dies schon prognostiziert: Das Virus wird mutieren und damit wird die schärfste Waffe gegen das Virus, die Impfung, etwas stumpfer werden. Neben der Delta Variante, die die britische Variante vom Sockel stieß, wird es zukünftig viele weitere Varianten geben. Es bleibt zu hoffen, dass diese nicht deutlich infektiöser sind und mit einem drastischen Anstieg der Hospitalität einhergehen. Eine Entkopplung zwischen Fallzahlen und Hospitalität wird auf Grund des Impffortschrittes erwartet. Wie hoch dieser ist, bleibt jedoch ungewiss. Die Sommermonate lassen eine Entspannung der Situation zu. Im dritten Quartal wird man wissen, wie hoch die Wirksamkeit der Impfstoffe auf die verschiedenen Varianten ist. Bei einer höheren Ausbreitungsgeschwindigkeit, d.h. der Basisreproduktionszahl  $R(0)$ , werden die Infektionszahlen steigen. Die Virologen haben uns zur Veranschaulichung ein einfaches Modell an die Hand gegeben. Bei einer Basisreproduktionsrate des ursprünglichen Virus (sog. Wildtyp) von 2,8 bis 3,8 liegt die Herdenimmunität  $(1-1/R(0))$  bei 70-75%. Für die Delta Variante schätzt man Werte von  $R(0)=0,6$ . Damit steigt die Hürde von 70 auf über 80-85%. Obiges Basismodell ist nur ein stark vereinfachtes Modell – aber die Richtung zeichnet sich schon heute deutlich ab. So kann man davon ausgehen, dass im dritten Quartal die nächste „Welle“ Europa erreichen wird; es sei denn, das „Windhundrennen“ um den Impffortschritt gegen die Verbreitung des Virus in der Bevölkerung kann gewonnen werden. Im Worst Case könnte sich auf

Grund der starken Verbreitung der Delta-Variante bei gleichzeitig hoher Impfquote der Bevölkerung, wie z.Z. im Fall Großbritannien, eine gegen den Impfstoff immune Variante bilden. Um bei dem eingangs erwähnten Bild zu bleiben – das „scharfe Schwert“ der Impfung würde damit stumpf. In diesem Fall würde Europa ein schwerer Winter mit vielen Einschränkungen bevorstehen. Der Kapitalmarkt könnte in einem solchen Szenario unmittelbar in einen Risk Off Status wechseln und die Erholung der Wirtschaft würde sich deutlich verlangsamen. Eine rasche Wendung zur Normalität – zurück zu dem gewohnten und vertrauten Alltag – bleibt daher schwierig, auch wenn dies wünschenswert ist.

Die Rohstoffpreise von Öl über Buntmetalle bis hin zu Erzen zogen deutlich an. Diese Engpässe betreffen viele Bereiche von Stahl über Holz und Kunststoffe bis hin zu Halbleitern. Das Fehlen letzterer hemmt insbesondere die Automobilindustrie. Der Mangel an Chips lässt die Bänder auch in der Handybranche wieder stillstehen. Damit verliert der Aufschwung an Dynamik und Volkswirte nehmen die Wachstumsprognosen zurück bzw. strecken diese auf der Zeitachse. Der Rückgang der Dynamik ist in erster Linie auf Engpässe bei Vorprodukten und Transportkapazitäten zurückzuführen. Man könnte die Produktion angesichts des hohen Auftragsbestandes kräftig steigern, wenn ausreichend Vorprodukte verfügbar wären.

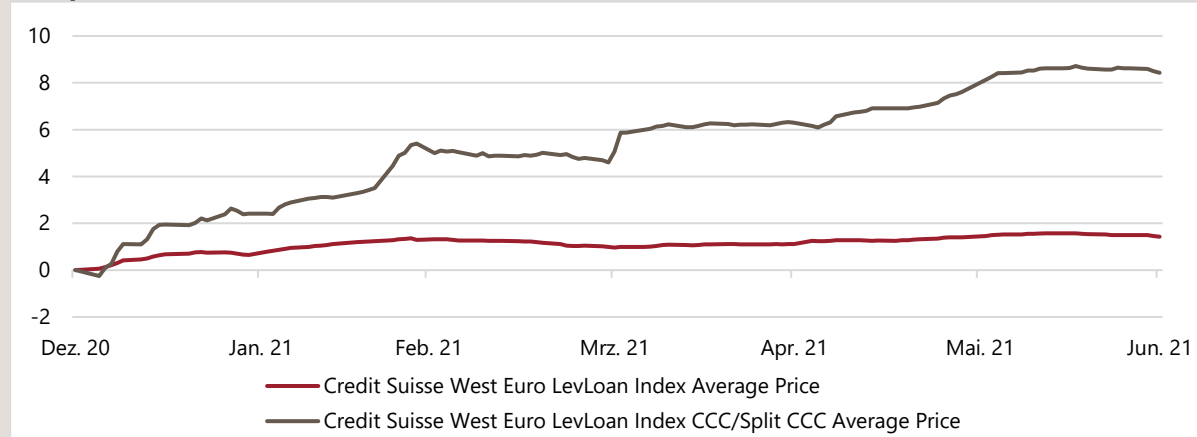
Inflation war und ist das Stichwort am Kapitalmarkt. Ob diese nur von temporärer Natur ist, da der Basiseffekt wirkt, oder uns über einen längeren Zeitraum begleiten wird, bleibt abzuwarten. Sicherlich spielen die Dynamik der Wirtschaftserholung und die Zentralbanken eine entscheidende Rolle. Staaten wie die USA, Japan, Großbritannien oder in Europa haben an steigenden Zinsen kein Interesse und begrüßen die real negativen Zinsen. Durch die Reduktion der Mehrwertsteuer in Deutschland im Jahr 2020 und die anschließende Rücknahme des befristeten Rabattes wird die Inflationsrate in Deutschland etwas höher ausfallen als in anderen europäischen Ländern.

Eine auf den ersten Blick überraschende Entwicklung haben US-Staatsanleihen nach der Sitzung der FED im Juni vollzogen: Obwohl die Währungshüter nun mehrheitlich bereits 2023, vereinzelt sogar schon 2022 steigende Leitzinsen erwarten und die US-Inflation so hoch wie zuletzt 2008 ist, legten die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen wieder den Rückwärtsgang ein. Investoren gehen davon aus, dass die FED mit einer früheren Leitzinsstraffung die Inflation unter Kontrolle bringen kann. Für diese Einschätzung spricht, dass die in zehnjährigen US-Treasuries eingepreisten Inflationserwartungen wieder gesunken sind.

## **Der Loanmarkt in der Pandemiekrise**

Die Erholung im Loanmarkt setzte sich auch im zweiten Quartal weiter fort. Für den breiten Index war die Kurserholung nur moderat, da diese schon im letzten Jahr erfolgt ist. Für das CCC-Segment war die Erholung im Jahr 2021 mit 8% recht dynamisch. Die Preisentwicklung zeigt, dass der Markt eine geringe Defaultrate in den Kursen einpreist und das Segment von Upgrades geprägt ist. Der durchschnittliche Kurs für CCC-Loans ist mit fast 95% höher als zu Jahresbeginn 2020 und nahe am 5 Jahres Höchststand. In den vergangenen Quartalsberichten (Q3 und Q4 2020) hatten wir schon das Thema des Mismatches von Marktpreis und Rating aufgegriffen und ausführlich erläutert. In der Retrospektive scheint der Markt die Situation richtig eingeschätzt zu haben, da nun die Ratingagenturen die Bonität vieler Loans höher einstufen.

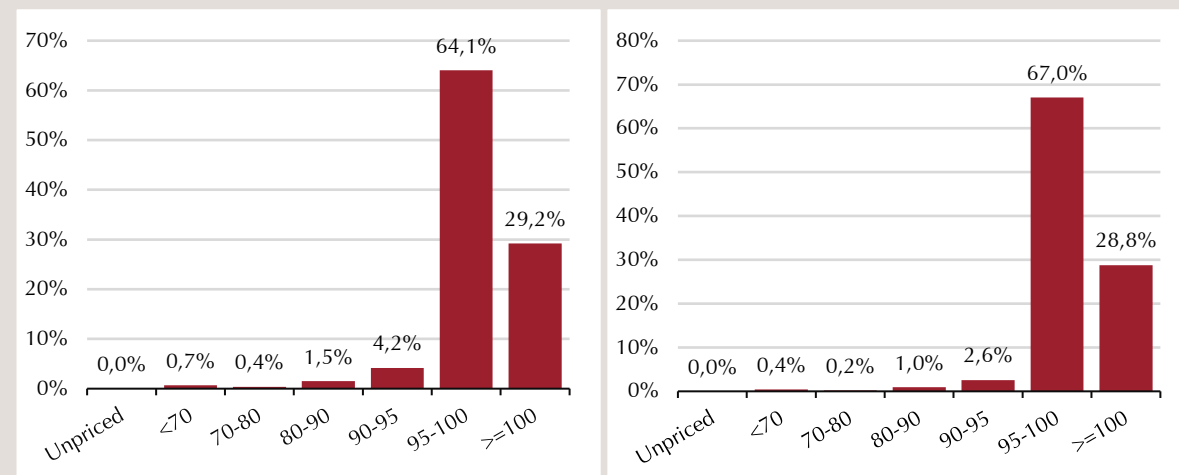
## Europäische Loan-Preise



Quelle: Bloomberg; Leveraged Loan Preis Index (CSLLETOK & CSLLE3CK); Stand: 30.06.2021.

Das Histogramm der Preisverteilung der Loans hat sich im letzten Quartal kaum verändert. Der Anteil, der über Par notiert, ist weitgehend konstant geblieben. Damit hat sich die Dynamik der Kündigung von Loans (günstigere Refinanzierung von Unternehmen) in Q2 nicht weiter erhöht. Der Trend, den wir im vergangenen Quartal für Resets und Refinanzierungen von CLOs gesehen haben, wird in Q3 daher höchstwahrscheinlich zurückgehen. Diese Annahme wird gestützt, da sich die Spreads am aktuellen Rand leicht ausweiten. Im vergangenen Quartal wurden ca. 10% aller CLOs im Lupus alpha CLO High Quality Invest refinanziert.

## Europäische Loan-Preise: März 2021 (links) Juni (rechts)



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen; Stand: 08.07.2021.

Trotz der Befürchtungen am Markt, dass die Inflation und damit die Zinsen für Staatsanleihen anziehen könnten, stützen die Staaten weiterhin die Wirtschaft mit fiskalpolitischen Maßnahmen. Der Markt schwankt zwischen den Erwartungen von einer steigenden Inflation und dem Verharren auf einem niedrigen Niveau. Die EZB scheint ihre grundsätzliche Politik trotz neuer Strategie unverändert zu lassen, während die FED die Diskussion zu dem Anleihekaufprogramm bereits führt.

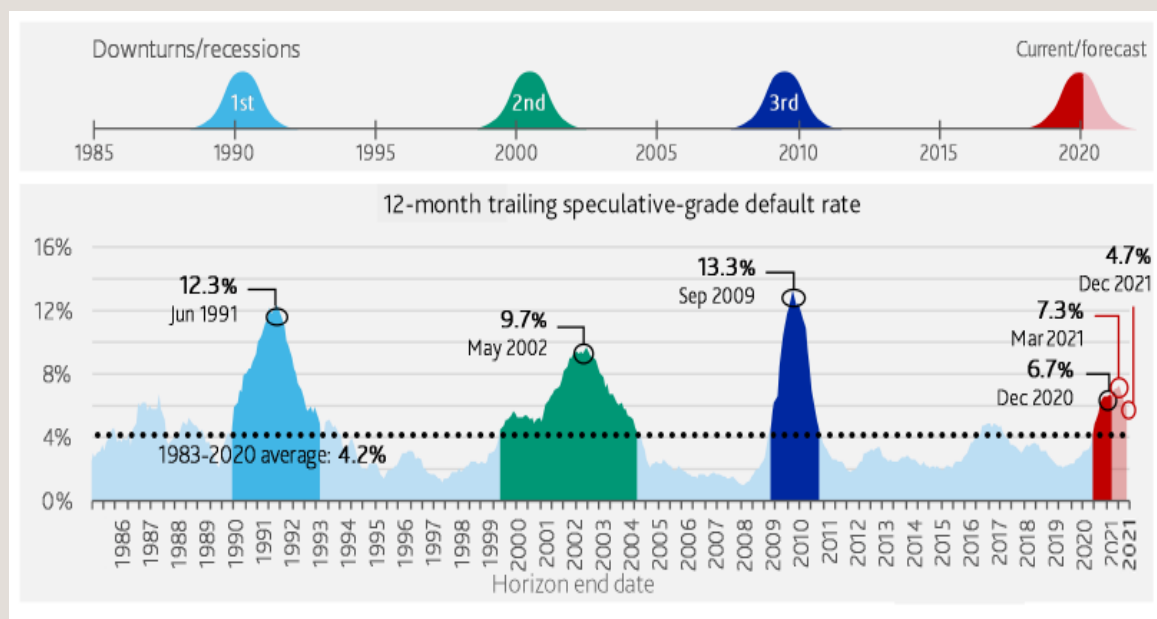
Die Stützungsmaßnahmen zeigen Wirkung und die CLO-Spreads für Neuemissionen bewegen sich recht nahe an ihrem langfristigen Durchschnitt. Der Anteil der CCC Loans über alle europäischen CLOs ist von 6,12% auf 5,33% gesunken. Der durchschnittliche Quality Test zum Trigger (Maß für die Qualität des Portfolios) ist von 6,65% auf 9,44% gestiegen. Der OC-Test für die Junior Tranche ist von 3,35% auf 3,77% angestiegen. Wenn es zu einer Verletzung des OC-Test kommt, führt das zur Einstellung der Ausschüttung des Überschussanteils in der EQ-Tranche. Die Ausweitung dieses Puffers zeugt von der Erholung des Marktes und der Schutz durch die Wasserfallstruktur nimmt damit weiterhin zu. Dies zeigt sich in der deutlichen Entspannung der Spreads in der B-Tranche.

Rating	Spread in bps (März 2021)	Spread in bps (Juni 2021)
AAA	113- 135	110- 130
AA	160- 200	155- 180
A	200- 270	175- 230
BBB	300- 385	270- 340
BB	575- 700	530- 650
B	760- 975	730- 925

Quelle: Citi Velocity, Stand: 30.06.2021

Betrachtet man die langfristigen Ausfallraten über 4 verschiedene Krisen, so kann man die aktuelle gut in den historischen Kontext einordnen. Auffällig ist, dass die Abstände zwischen den Krisen fast immer ca. 10 Jahre betragen, aber die Ursachen sehr unterschiedlich waren. Die Ausfallrate in der aktuellen Krise ist in der Spitze mit etwas mehr als 7% im historischen Vergleich recht gering. Ohne staatliche Stützungsmaßnahmen und dem raschen Eingreifen der Zentralbanken wäre die Zahl sicherlich deutlich höher. Auch die Dauer jeder einzelnen Krise hat deutlich abgenommen. Die politischen Akteure scheinen erkannt zu haben, dass ein rasches und umfangreiches Eingreifen die Belastung für die Realwirtschaft deutlich reduziert. Ein gutes Signal für kommende Krisen?

## Globale Defaultrate für Spekulative Unternehmen im langfristigen Zeitablauf

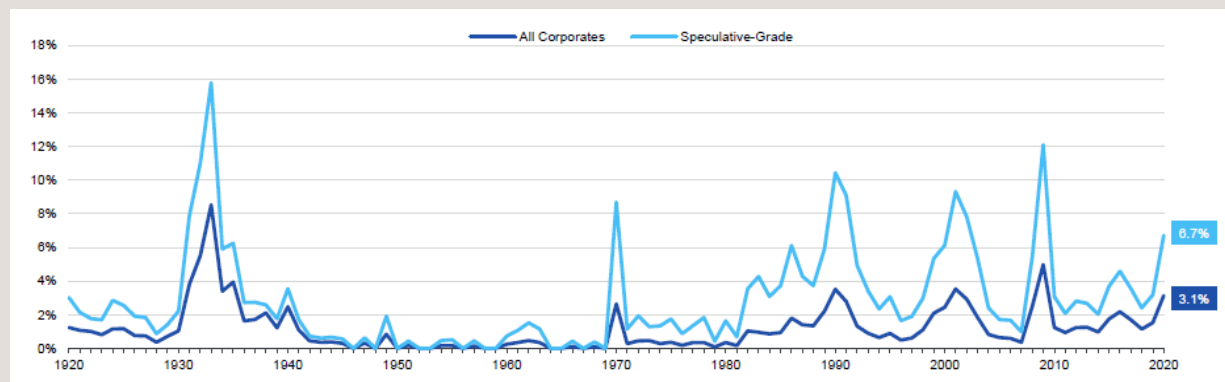


Quelle: Moodys; Cross-Sector Default Trends; Stand: 2021.

Vergleicht man die Default rates in den verschiedenen Krisen miteinander, so ist der aktuelle Zyklus in Höhe und Ausmaß schwächer als in vergangene Krisen. Die Raten haben sich vom Vorkrisenniveau „nur“ verdoppelt. Die Ausfallraten je Sektor variieren jedoch sehr stark. Öl, Gas und der Retail Sektor sind besonders stark von der Coronakrise betroffen. Die Ausfallraten für den globalen Sektor Öl und Gas stieg volumengewichtet auf 28%, gefolgt vom Retailsektor mit 10% und Industrie-Services mit 9%. Dabei ist zu beachten, dass es große regionale Unterschiede gibt. Der Sektor Öl & Gas ist in Europa im Vergleich zu den USA recht klein und daher spielen die hohen Ausfallraten in europäischen CLOs kaum eine Rolle.

Durch die Erholung der Weltwirtschaft – auch wenn sich die Dynamik deutlich verlangsamen wird, erwarten wir auch für das dritte Quartal Upgrades im Loanbereich. Dies wird auch zu positiven Ratingveränderungen im CLO Markt führen.

## Globale Default Rate im langfristigen Verlauf



Quelle: Moodys Cross Sector – Default Trends - Global Stand: 2021.

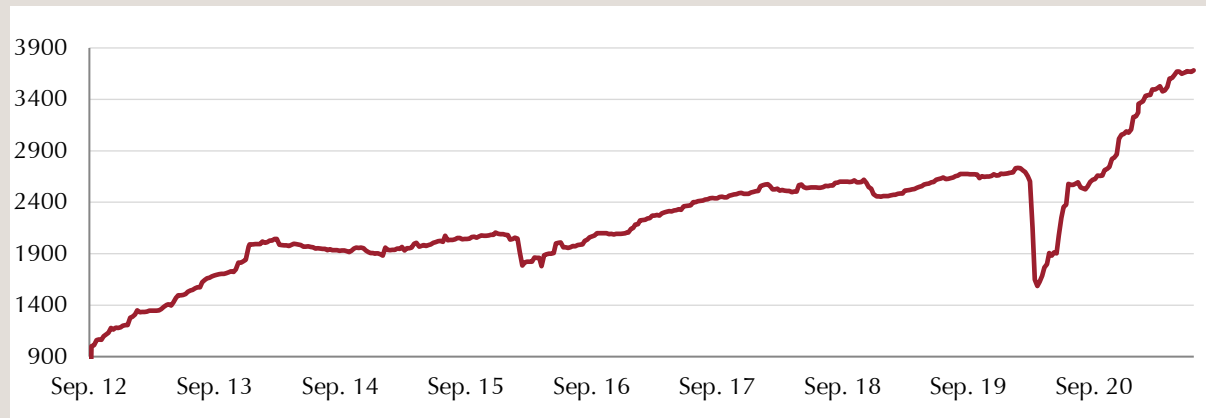
## Wertentwicklung und Kennzahlen

Neben der Kurserholung wurden Ausschüttungen von über 10% vereinnahmt. Auch während der Krise im letzten Jahr wurden die Ausschüttungen der EQ-Tranchen trotz der angestiegenen Default rate für fast alle allokierten EQ Tranchen nicht vollständig umgeleitet, sondern nur leicht reduziert. Nun sind diese wieder bei ihrem langfristigen Durchschnittswert von ca. 12% p.a. angestiegen.

Das zweite Quartal konnte mit einer starken Performance von fast 5,8% abgeschlossen werden. Die Kurserholung in den EQ-Tranchen setzte sich nicht fort und blieb mit 57% auf einem stabilen Niveau (60% im Vorquartal). Der für die EQ-Tranchen wichtige OC-Junior Cushion stieg leicht von 4,5% auf 4,7% an. Damit steigt die Sicherheit für die zukünftigen Auszahlungen. Sollte dieser Wert in den negativen Bereich abgleiten, hätte dies Kürzungen der Ausschüttungen zur Folge. Die Allokation blieb in diesem Quartal bis in die B-Tranche unverändert. Für mutige Investoren boten sich gute Einstiegsgelegenheiten nach der Krise. Die Performance lag in diesem Kalenderjahr bei 19%. Sicherlich kann man nicht erwarten, dass sich diese außergewöhnlich gute Performance auch im zweiten Halbjahr ungebrochen fortsetzt.

Aufgrund der starken Kurserholung des Underlyings erwarten wir für Q3 nur eine moderate Preisentwicklung der Tranchen bei einer unverändert hohen Ausschüttung.

## Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025 – Performance



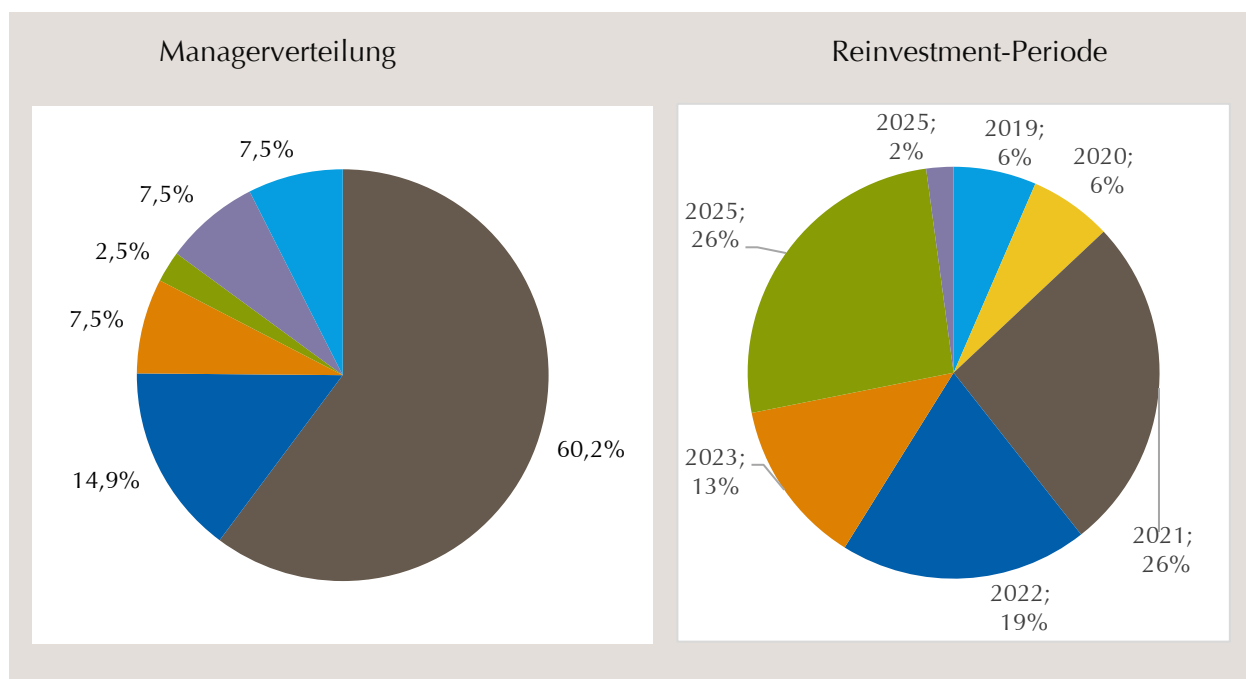
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 30.06.2021

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

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0828893700	2014	-4,41%
Kurs (30.06.2021):	2080	2015	9,91%
		2016	0,72%
		2017	19,06%
		2018	-1,73%
		2019	8,92%
		2020	16,09%
		2021	18,48%

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 30.06.2021

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus 11 EUR CLO Equity-Tranchen und 2 EUR CLO B-Tranchen von 6 Managern. Das Nominalvolumen betrug 13,4 Mio. Euro.

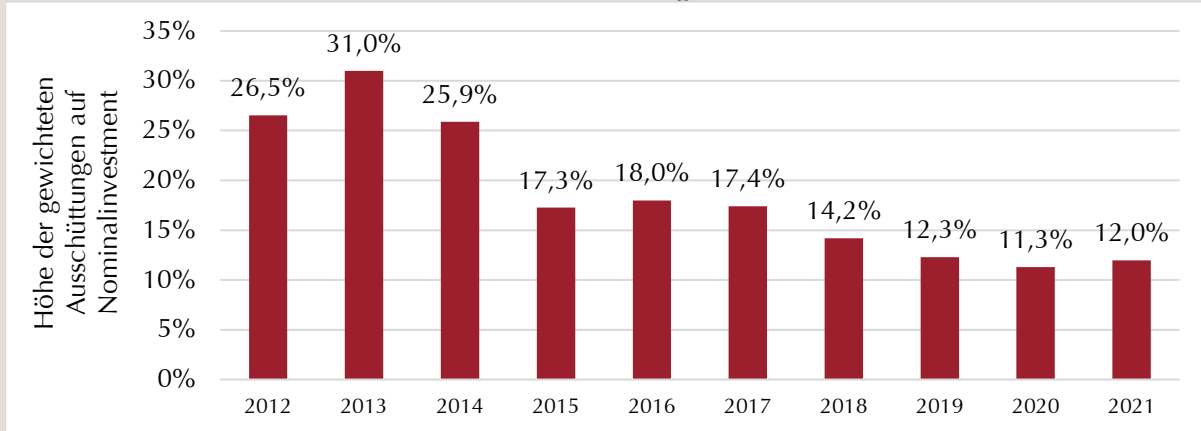


Die Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 8,7 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) hat sich leicht verbessert auf 4,7%. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 360 Basispunkten (bps) über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (168 bps) von 192 bps generiert. Nach Abzug der Senior (15bps) und der Junior Fee (35bps) ergibt sich ein Arbitrage-Ertrag von 142 bps.

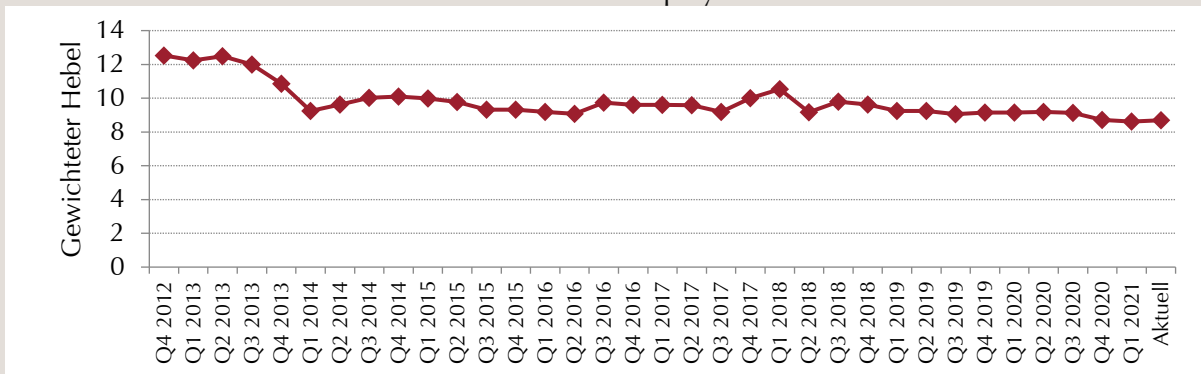
Seit Auflegung gab es 215 Ausschüttungen von Equity/B-Tranchen im Portfolio (Stand Juni 2021). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen im Jahr 2021 beträgt 16,3% p.a. auf den investierten Nominalbetrag. Im Berichtszeitraum konnten ca. 640 Tsd. EUR über Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden. Die Kassenposition erhöhte sich aufgrund einer Rückzahlung auf 21%. Der durchschnittliche Marktpreis der Equity-Tranchen liegt unverändert bei 55%.



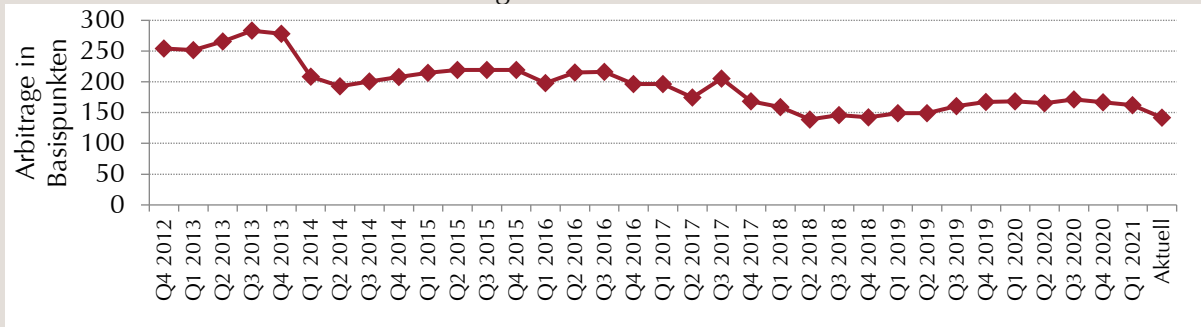
Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



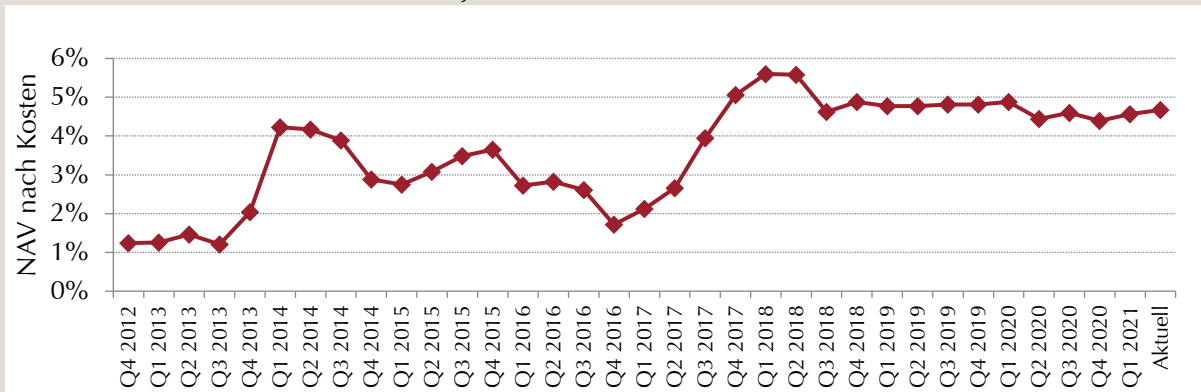
Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



Arbitrage der investierten CLOs



Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen



## Ausblick und Positionierung

Die Weltwirtschaft dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte weiter erholen. Damit geht eine weitere Reduktion der CCC-Quote im Loanmarkt einher. Die Defaultrate für europäische Loans hat wahrscheinlich ihren Zenit überschritten und wird weiter rückläufig sein. Damit geht auch eine Reduktion der CCC-Quote einher. Das von den Ratingagenturen angenommene Szenario mit einer Defaultrate von über 6% ist damit nicht eingetreten. In einem solchen Szenario dürften die Loans mit einem CCC-Rating weiter leicht ansteigen. Unsicher bleibt die Entwicklung der Infektionszahlen. Die niedrige Impfquote und die anziehenden Fallzahlen in Asien und Australien dürften der Erholung der Wirtschaft vor Ort einen Dämpfer versetzen. Nadelöhr bleibt die Löschung der Fracht in den Häfen von Asien. Die Sperrung des Suezkanales im letzten Quartal zeigte, wie schnell die Lieferketten unterbrochen werden können und es zu einem massiven Anstieg der Fracht- und Containerkosten kommen kann. Die Wirksamkeit der Impfstoffe wird sich erst im dritten Quartal herausstellen. Das Vereinigte Königreich scheint die Vorreiterrolle mit einer vollständigen Rücknahme der Corona Maßnahmen einzunehmen. Der Markt erwartet, dass dieses „Experiment“ gelingen wird. Sollte sich eine Entkopplung der Inzidenzen und der Hospitalität nicht in der erwarteten Größenordnung einstellen, wird der Markt sehr schnell in ein Risk Off Modus wechseln. In einem solchen Szenario ist mit einem Anstieg der Spread zu rechnen.

Die Virologen haben schon recht früh prognostiziert, dass das Virus nicht vom Planeten verschwinden wird. Man wird sich mit dem Virus „arrangieren“ müssen, bis es in einigen Jahren endemisch und unseren Alltag nicht mehr dominieren 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](mailto:service@lupusalpha.de) oder über unsere Homepage [www.lupusalpha.de](http://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