

Quartalsreport III/ 2024

## 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.

### Auch die USA sind im Zinssenkungszyklus

Nach dem Zinsentscheid der Fed am 18. September, bei dem die FOMC-Mitglieder den Leitzinssenkungszyklus mit einem großen Schritt um 50 Basispunkte einläuteten, hat sich die Situation am US-Rentenmarkt wieder stabilisiert. Die Renditen für Staatsanleihen stiegen nach längerer Zeit wieder etwas an auf 3,72% (2-Jährige) bzw. auf 3,86% (10-Jährige) und das Ausmaß der erwarteten weiteren Leitzinssenkungen bis Ende 2024 verringerte sich geringfügig auf ca. 60 Basispunkte (bps). Der Arbeitsmarktbericht für September fiel in fast allen Teilbereichen besser aus als erwartet: Es war der stärkste Beschäftigungsaufbau seit März 2024. Eine positive Überraschung bot auch die Arbeitslosenquote. Diese sank zum zweiten Mal in Folge von 4,2% auf 4,1%. Eine wirtschaftliche Abschwächung in den kommenden Monaten kann jedoch weiterhin nicht ausgeschlossen werden. Damit bleibt der makroökonomische Ausblick für die USA weiterhin spannend.

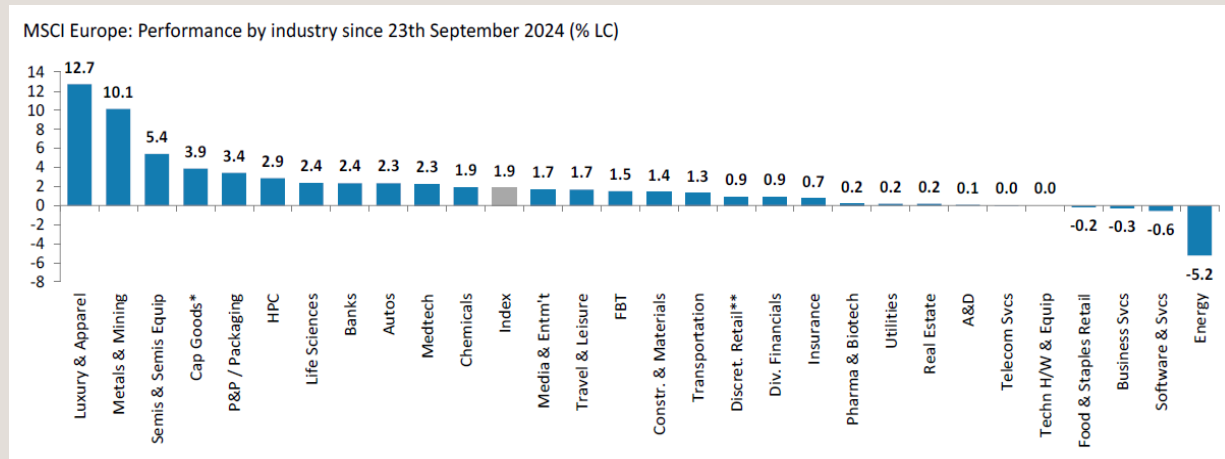
In Europa verdüsterten sich die Konjunkturdaten und das Wirtschaftswachstum. Die Schätzungen werden kontinuierlich nach unten revidiert. Schwache Wirtschaftsdaten für Europa würden die Erwartungen für eine Zinssenkung der EZB im Oktober stützen. Dank der geldpolitischen Unterstützung der People's Bank of China (PBOC) konnten sich einige Sektoren, die einen ausgeprägten Bezug zu China haben, erholen. Eine nachhaltigere Markterholung in China hängt jedoch von der Fortsetzung der Fiskalpolitik und einer Verbesserung der makroökonomischen Daten sowie des schwächelnden Immobiliensektors in den kommenden Monaten ab. Es bleibt zwar abzuwarten, ob die Maßnahmen ausreichen werden, da die strukturellen Probleme der chinesischen Wirtschaft enorm sind, aber Euphorie und Hoffnung zeigten zunächst ihre Wirkung. Diese Stützungsmaßnahme in China löste ein Kursfeuerwerk aus, bei dem der CSI 300 Index in nur 5 Tagen um 25% anstieg – die stärkste Rally seit 2008.

#### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

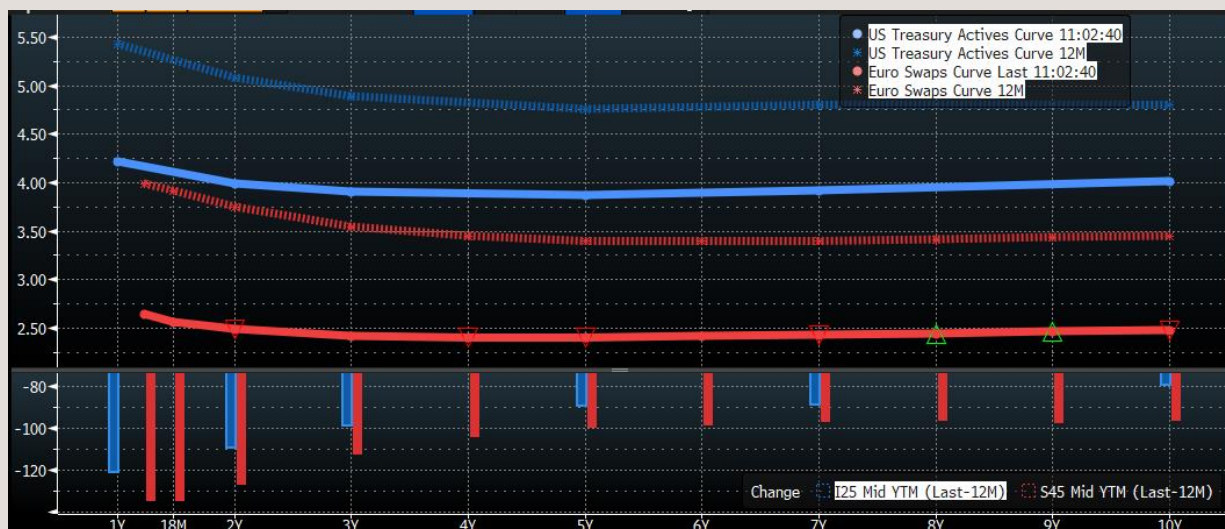
## Auswirkung des chinesischen Stimulus auf ausgewählte europäische Sektoren



Quelle: Morgen Stanley – Global Macro Forum, Stand: Sept. 2024.

Hoffnungen auf positive Ansteckungseffekte durch die großen Konjunkturprogramme in China oder eine Verbesserung der weltwirtschaftlichen Nachfragebedingungen scheinen aber noch verfrüht zu sein. Die US-Zinskurve hat sich in den letzten 12 Monaten deutlich abgeflacht. Die europäische Kurve ist noch invers, hat sich jedoch ebenfalls deutlich abgesenkt. Natürlich dürften die US-Wahlen, die im Vergleich zu den Konjunkturmaßnahmen in China und der Geopolitik derzeit noch nebensächlich zu sein scheinen, die Märkte Anfang November beeinflussen. Es ist also mit einer Fülle von Nachrichten zu rechnen, die von den Märkten verarbeitet werden müssen. So könnte die Eskalation des Konflikts im Nahen Osten auch den Druck auf die Spreads beeinträchtigen und zu einer Ausweitung der Credit-Prämien führen.

## Zinsstrukturkurve in den USA und in Europa



Quelle: Bloomberg, Stand: Sept. 2024.

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

## Neuemissionen von Loans und CLOs

August und September sind traditionell Monate mit einer geringen Anzahl von Neuemissionen im Loan- und High Yield-Bondmarkt. In Europa wurden im August lediglich 1,2 Mrd. Loans prolongiert bzw. neu begeben. Der einzige Schuldner, der im September platziert wurde, war NextPharma als Refinanzierung bzw. „amend-and-extend“. Aufgrund der fallenden Zinssätze dürfte der M&A-Markt jedoch langsam wieder an Fahrt gewinnen, so dass wieder neue Loan-Schuldner auf den Kurstafeln stehen werden.

Viele Marktteilnehmer sind der Meinung, dass die bevorstehenden Wahlen auf der anderen Seite des Teichs zwischen der Vizepräsidentin Kamala Harris und dem ehemaligen Präsidenten Donald Trump ihre Schatten vorauswerfen. Die CLO-Manager ziehen es daher vor, schon im September und Oktober einige Emissionen zu begeben, anstatt die Geschäfte an das Jahresende zu verschieben. Am Markt wird befürchtet, dass die Wahl eines neuen US-Präsidenten – unabhängig vom Ausgang der Wahl – zu einem Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten führen könnte. Hierdurch könnte der Zeitraum für CLO-Emissionen nicht nur in den USA, sondern auch in Europa, wo die Neuemissionen auf ein Rekordjahr zusteuern, bis zum Ende von Q4 deutlich geringer ausfallen. Die Ermittlung des endgültigen Wahlsiegers in den USA könnte darüber hinaus viel Zeit in Anspruch nehmen, falls die unterlegene Partei von einem Wahlbetrug oder von einem „gestohlenen Sieg“ sprechen sollte. Als in den vergangenen Jahren die kurzfristigen Zinsen erstmals seit Langem wieder stiegen, befürchteten viele Anleger, dass die Unternehmen nicht in der Lage sein könnten, ihre Schulden zu bedienen. Es hat sich jedoch gezeigt, dass fast alle Unternehmen mit der Schuldenlast gut umgehen konnten und die Ausfallraten daher nur moderat anstiegen. Diese lagen in der Spitze bei 1,9% p. a. (Elli Default Rate) und sind seitdem kontinuierlich auf 0,8% gefallen.

Jetzt, da die Zinssätze fallen, sind einige Investoren besorgt über die Auswirkungen von Zinssenkungen auf die Cashflows von CLOs bzw. insbesondere der CLO-Equity-Tranchen. Betrachtet man nur singular die Zinsänderungen, könnte man glauben, dass Equity-Tranchen von Zinssenkungen stark betroffen wären. Das CLO-Eigenkapital ist in der Regel 10-fach gehebelt und theoretisch könnte die geringste Zinsänderung aufgrund der Hebelwirkung große Auswirkungen haben. Die Realität, die nicht allen Investoren geläufig ist, ist jedoch, dass der dominante Anteil der laufenden Cashflows von CLO-Equity durch die Differenz zwischen dem Aktiv- und Passivspread eines CLOs (Arbitrage) und nicht so sehr durch den SOFR/Euribor bestimmt wird. Wie eine Analyse der Fachzeitschrift Creditflux zeigt, führt eine sofortige Verschiebung der Terminkurve um 100 Basispunkte nach unten zu einer Reduktion des internen Zinsfußes (IRR) der EQ-Tranchen um 40 Basispunkte. Der Effekt ist somit zwar nicht ganz zu vernachlässigen, aber sicherlich nicht „der“ dominante Faktor. Geopolitische Faktoren und ein Abdriften der Märkte in einen Risk-off-Zustand dürften in Anbetracht der vielen Faktoren, die sich auf das Eigenkapital von CLOs auswirken können (ob positiv oder negativ), überwiegen. Für die Debt-Tranchen wird sich jedoch der laufende Ertrag (Kupon) verringern – bei gleichbleibender Kreditrisiko-Prämie (Spread). Da sich die Zinskurve auch im mittleren Laufzeitbereich reduziert hat, dürften auch die Renditen für Neuemissionen im HY-Segment sinken.

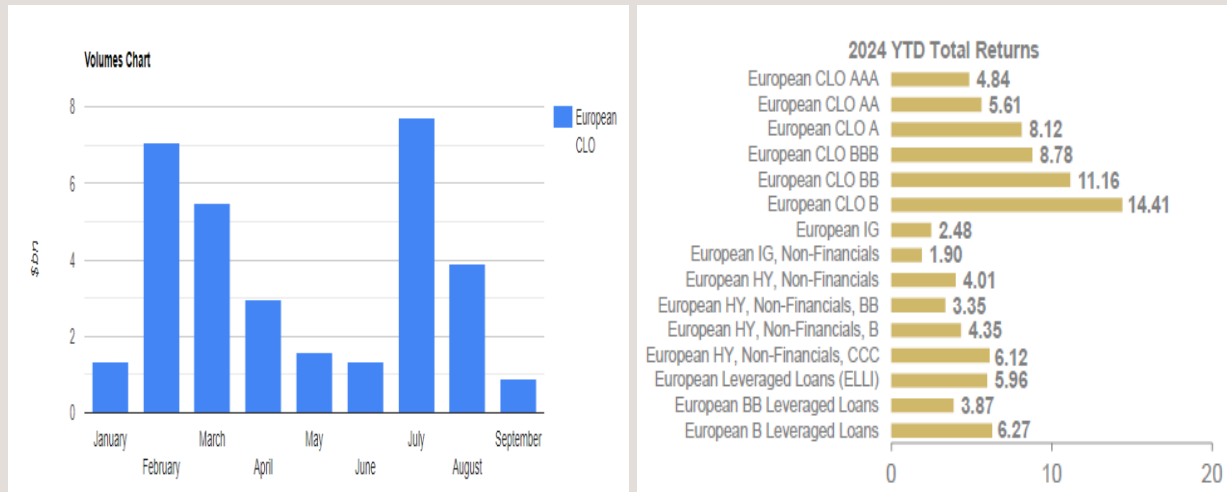
Vergleicht man die Performance einiger ausgewählter europäischen Credit-Segmente, so zeigt sich die überlegene Performance von CLOs seit Jahresanfang. Im HY-Segment mit einem Rating von BB beträgt die Performance seit Jahresbeginn laut Daten von Morgan Stanley 3,35%, während CLOs mit einem analogen Rating eine Performance von 11% aufwiesen. Den gleichen Return von High Yield-Bonds hätte man 2024 am CLO-Markt auch mit einem AAA-Rating erzielen können.

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

## Emissionen europäischer CLOs in 2024 (links) und Performance ausgewählter Credit-Investments (rechts)



Quelle: Creditflux, Stand: Sept. 2024 (linke Grafik); Morgen Stanley, CLO-Chartbook, Stand: Sept. 2024 (rechte Grafik).

## Robustes Investment bei einem schwachen Wirtschaftswachstum

Die Preise am europäischen Loanmarkt sind im Verlauf der letzten 12 Monate deutlich von ca. 95,5% auf 97,5% gestiegen. Im September notierten 38% der Darlehen über dem Nennwert (siehe rechte Abbildung unten), verglichen mit 10% zu Beginn des Jahres. Im Jahresverlauf waren die Schwankungen jedoch beträchtlich: Von einem Höchststand von 43% im Juni ging es in einer Risk-off-Phase wieder auf 18% zurück. Die Preise der Loans mit einem Rating von BB liegen über Par mit einer Discount Marge (DM) von 320, die mit einem Rating von B handeln im Durchschnitt bei 99% mit einer DM von 415. Das CCC-Bucket notiert bei 73% mit einer DM von 1.200.

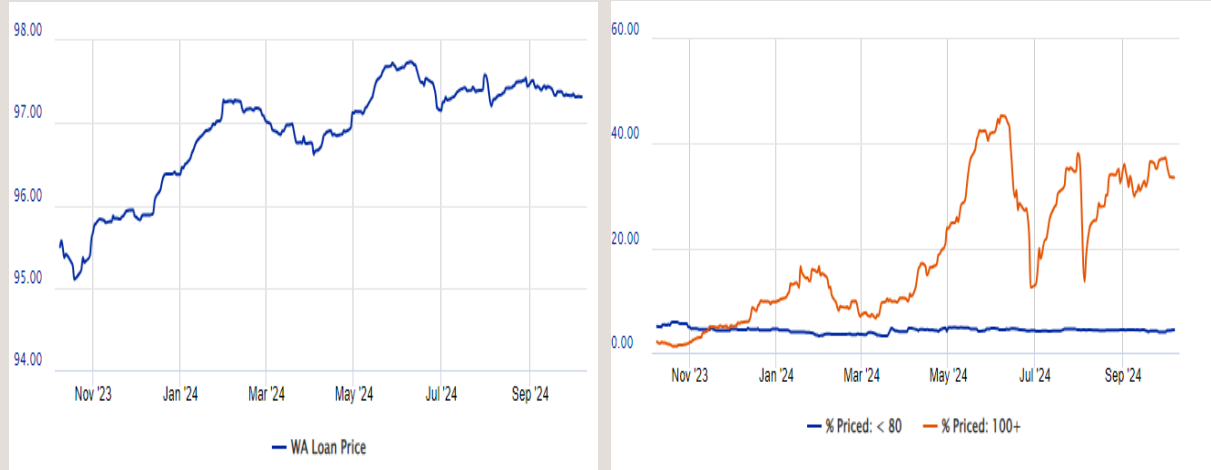
Die prozentualen Loan-Ausfallraten über alle europäischen CLOs sind von nahezu 0% vor 12 Monaten auf 0,61% angestiegen. Ein Anstieg, der selbst für die Equity-Tranchen keine Auswirkungen haben wird. Eine langfristige Ausfallrate von ca. 2% verkräften die nicht gerateten Tranchen leicht und mit einem Junior OC-Puffer, der von 4,31% vor 12 Monaten auf 4,13% leicht gesunken ist, verbleibt noch viel Luft. Der Anteil der Loans, die ein Rating von CCC aufweisen, ist von 4,77% auf 5% leicht angestiegen. Der Market Value NAV der Equity-Tranchen hat sich in den letzten 12 Monaten von 28,4% auf über 53% erholt. Die Erholung der CLO-Preise hat damit an Breite gewonnen und der Preisanstieg der EQ-Tranchen war in den letzten 12 Monaten beachtlich.

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

## Loan-Preisverteilung (links) und prozentualer Anteil der Loans für verschiedene Preisspannen (über Par und < 80%; rechts)



Quelle: Moody's Analytics, Stand: Sept 2024.

Das Wirtschaftswachstum in Europa schwächt sich aktuell deutlich ab und einige große Volkswirtschaften schlittern in die Rezession oder das Wachstum pendelt um die Nulllinie. Das Gewinnwachstum der Unternehmen schwächt sich ebenfalls ab und als Reaktion werden Kostensparoffensiven aufgelegt oder die Produktpalette auf margenstarke Produkte fokussiert, in denen man einen Wettbewerbsvorteil sieht.

In dieser Null-Wachstumsphase werden jedoch die Fremdkapitalkosten bedient – auch wenn durch den Zinsanstieg die Finanzierungskosten gestiegen sind. Nur die Unternehmen, die weder durch eine Kostenoffensive noch durch eine Überarbeitung der Produktpalette ihr Geschäftsmodell „retten“ konnten, geraten in Schwierigkeiten. Zunächst werden diese mit einem CCC-Rating abgestraft und wenn die Situation sich noch verschlechtert, ist ein Default unausweichlich. In diesem Fall geht der Aktionär leer aus – d. h. erleidet einen Totalverlust. Der Inhaber des Senior Secured Loans, der häufig auch ein Private Equity Investor aufgrund des M&A-Geschäftes ist, übernimmt dann die Schlüssel und kann das Unternehmen entweder weiterführen, das „Tafelsilber“ des Unternehmens verkaufen oder das Unternehmen restrukturieren. In einem wachstumsschwachen volkswirtschaftlichen Umfeld spielen die Kreditmärkte ihre Stärke aus. Bei moderaten Ausfallraten werden CLO-Tranchen mit einem Rating von B oder ungeratete EQ-Tanchen mit einem Kredithebel von 10 die Aktienmärkte outperformen.

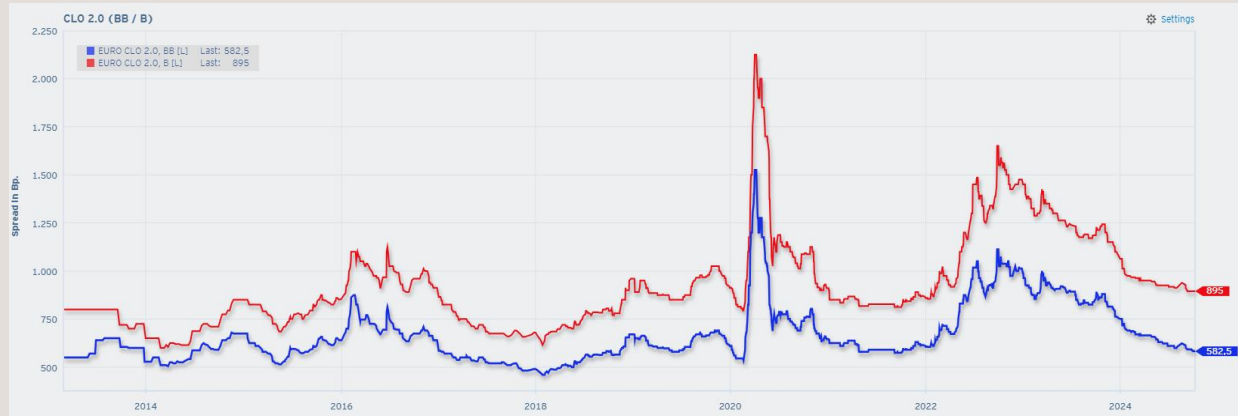
### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

## Spread-Verlauf von CLO-BB-/B-Tranchen

### Durchschnittlicher Spread für BB- und B-Tranchen



Quelle: City Velocity, Stand: September 2024.

Betrachtet man die CLO-Spreads für BB- und B-Tranchen, so ist für 2024 eine Abnahme dieser zu beobachten. Zu Jahresstart lagen die Spreads für BB-Tranchen bei 750 und für B-Tranchen bei 1050bps. Am aktuellen Rand verflacht der Verlauf und die Dynamik nimmt deutlich ab und trägt maßgeblich zur Performance der Debt-Tranchen bei.

## Wertentwicklung und Kennzahlen

Aufgrund der Markterholung seit Jahresanfang hat sich der Wert der Lupus alpha Notes von 1945 zu Jahresanfang auf 2344 Euro pro Anteilsschein ausgebaut. Performancetreiber waren die Ausschüttungen bei den Equity- sowie die hohen Kuponerträge bei den BB- und B-Tranchen. Für die Debt-Tranchen blieb der mittlere Kurs bei 98% weitgehend konstant. Über das gesamte Jahr konnten die Kupon-Tranchen deutliche Kursgewinne verbuchen (Kurs von 88% zu Jahresanfang). Die Ausschüttungen der Equity-Tranchen waren unverändert hoch. Die Durchschnittskurse der Equity-Tranchen notieren zu 43% und damit ebenfalls höher als zu Jahresanfang.

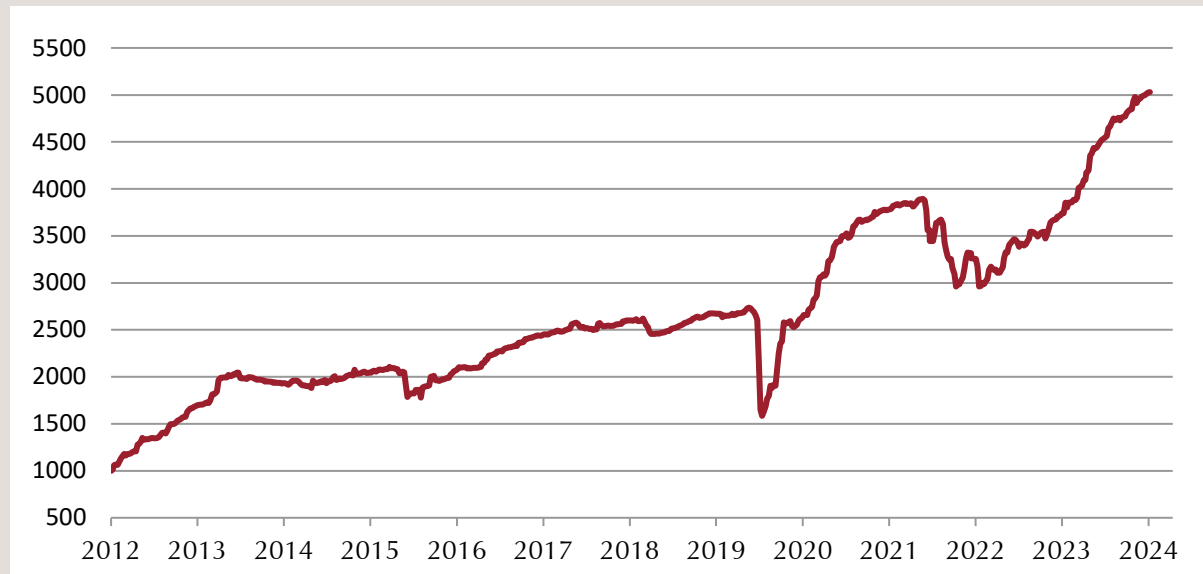
Die Kassequote hat sich in Q3 von 16% auf ca. 11,5% reduziert. Das Verhältnis Debt- zu Equity-Tranchen bezogen auf den Marktwert beträgt derzeit 63% zu 37%. Es wurde eine Tranche mit einem Nominal von 1 Mio. Euro und einem B- Rating zu einem Marktpreis von 94,1% erworben.

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

## Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025 – Performance



Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 30.09.2024.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus sieben EUR CLO Equity-Tranchen, zwei EUR CLO BB-Tranchen und drei B-Tranchen von insgesamt acht Managern. Das Volumen ist leicht angestiegen auf 10,1 Mio. Euro.

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0828893700	2012	20,60%
Kurs (30.09.2024):	2344	2013	65,09%
		2014	-4,41%
		2015	9,91%
		2016	0,72%
		2017	19,06%
		2018	-1,73%
		2019	8,92%
		2020	16,09%
		2021	22,60%
		2022	-18,34%
		2023	34,09%
		2024	20,51%

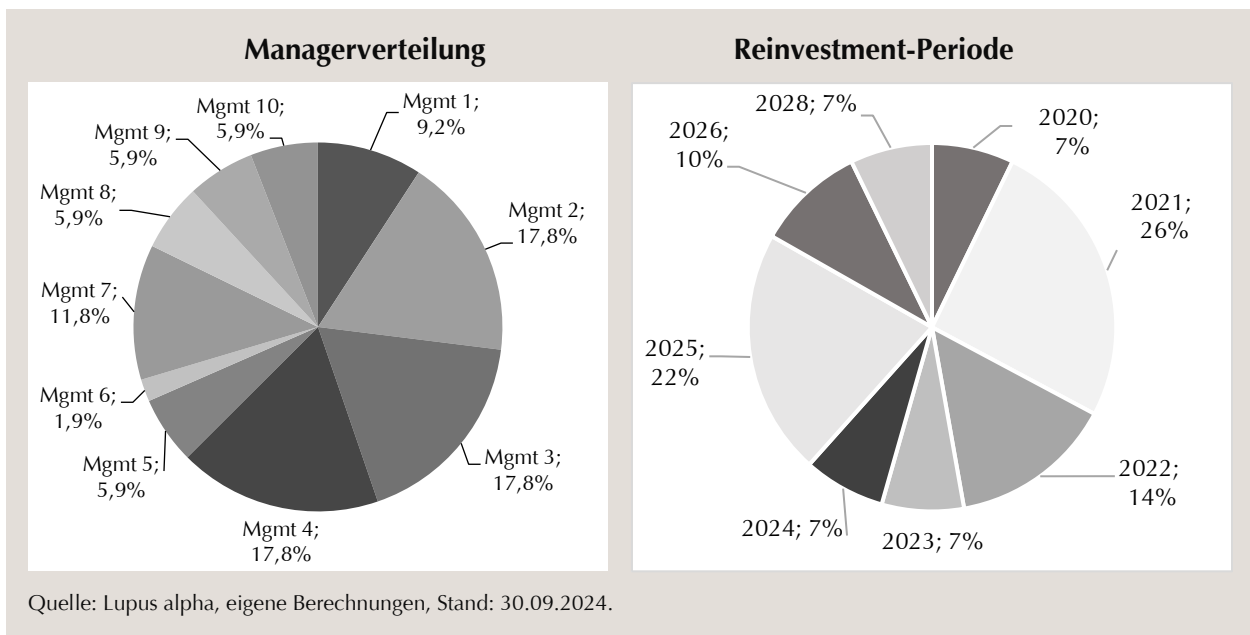
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 30.09.2024.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.



Die Lupus alpha Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 9,2 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) ist leicht auf 5,5% gestiegen. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 375bps über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (174bps) von 201 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15bps) und der Junior-Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 151 bps.

Seit Auflegung gab es 380 Ausschüttungen von Equity-, BB- und B-Tranchen im Portfolio (Stand Sept. 2024). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 15,6% p. a. auf das investierte Nominal. Im Berichtszeitraum konnten ca. 401 Tsd. EUR an Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden.

## Ausblick und Positionierung

Die Spreads im CLO-Bereich für B-Tranchen werden sich wahrscheinlich nur noch leicht einengen. Die Arbitrage zwischen Debt- und Equity-Holdern gewinnt weiterhin an Attraktivität. Dies könnte zu einer weiteren positiven Entwicklung für EQ-Tranchen beitragen, unter der Voraussetzung, dass die Ausfallraten im Loan-Portfolio am langfristigen Durchschnitt verharren. Der zu Jahresanfang beobachtete Anstieg der CCC-Quote im Loan-Bereich hat sich weiter leicht erhöht auf nun über 5% (Vorquartal 4%). Die Spreads der Loans verharren auf dem langfristigen Wert von 400 Basispunkten.

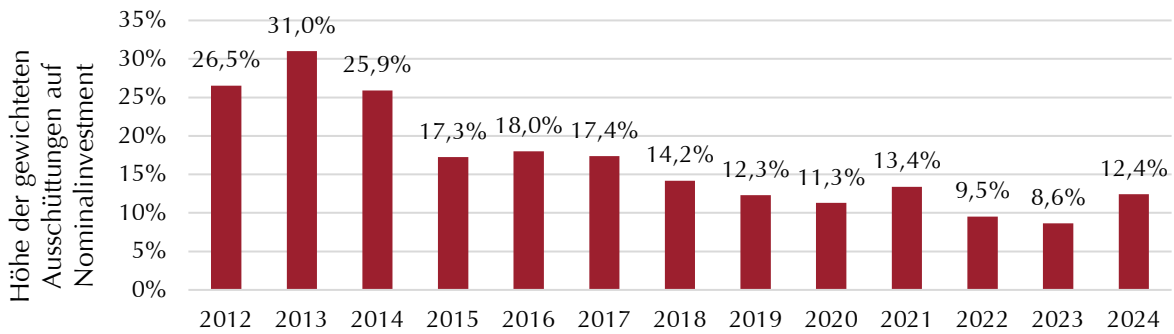
Aufgrund der hohen Unsicherheit in den Märkten mit Blick auf die US-Wahlen bleibt die Ausrichtung weiterhin defensiv und die Kasseposition wird weiterhin etwas ausgebaut. Sobald sich die geopolitische Situation und deren Verlauf sich klarer abzeichnet, kann diese zu Gunsten von Debt-Tranchen umgeschichtet werden. Ein hoher Kupon bzw. die hohen Ausschüttungen bieten weiterhin eine attraktive Rendite. Zwischenzeitliche Enttäuschungen bei der Inflationsentwicklung werden auch ohne gravierende externe Schocks (weitere Kriege, eskalierende Handelskonflikte, Naturkatastrophen, usw.) günstige Einstiegszeitpunkte bieten.

### Marketingmaterial

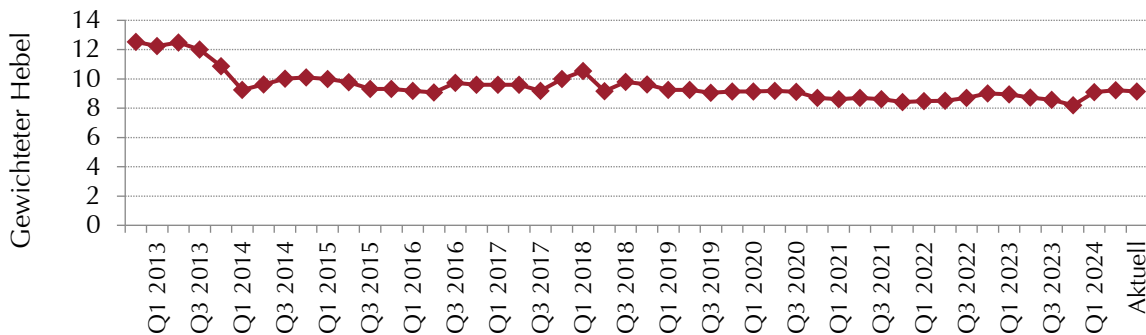
Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

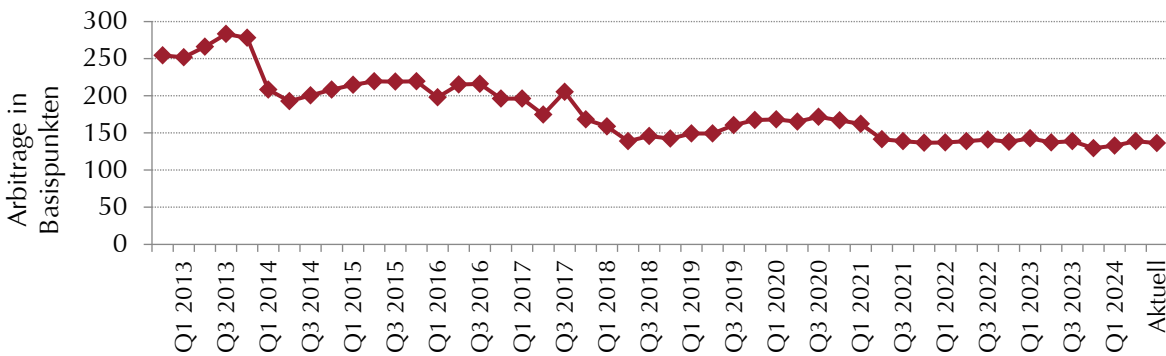
## Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



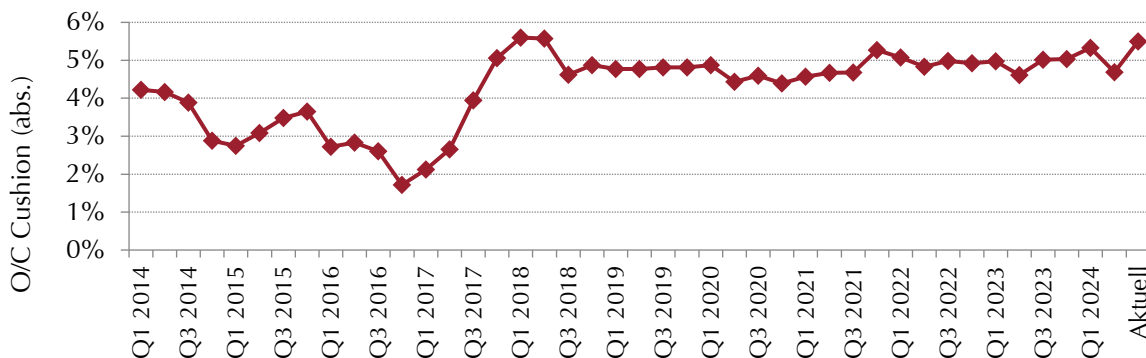
## Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



## Arbitrage der investierten CLOs



## Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: Sept. 2024

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

## PORTFOLIO MANAGEMENT

<b>Michael Hombach</b>	michael.hombach@lupusalpha.de
<b>Norbert Adam</b>	norbert.adam@lupusalpha.de
<b>Stamatia Hagenstein</b>	stamatia.hagenstein@lupusalpha.de
<b>Dr. Klaus Ripper</b>	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](mailto:info@lupusalpha.de) oder über unsere Homepage [www.lupusalpha.de](http://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.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.