

Quartalsreport IV/ 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.

### Wirtschaftliche & geldpolitische Divergenz in den USA vs. Europa

Die US-Wahl hat nicht nur das politische Geschehen in Amerika und Europa bestimmt, sondern auch signifikante Auswirkungen für die weitere US-Notenbankpolitik und entsprechend auch für die Rentenmärkte. Nachdem die Zinsen für 10-jährige US-Staatsanleihen im zweiten und dritten Quartal deutlich gefallen waren und die Marktteilnehmer mehrere Zinsschritte eingepreist hatten, stiegen die Renditen im Zuge der Trump-Wahl erneut deutlich an (auf 4,5% zum Jahresende).

Erneute Steuersenkungen und massive Deregulierung in Verbindung mit (möglicherweise hohen) Handelszöllen und einem bereits hohen US-Haushaltsdefizit führten an den Märkten zu entsprechend höheren Inflationserwartungen. In deren Folge stiegen die Zinsen am langen Ende und die Märkte preisen für 2025 in den USA lediglich eine Zinssenkung durch die Notenbank Fed ein (im Oktober lagen die Erwartungen noch bei drei Zinsschritten). Nachdem die Fed im Oktober einen Zinsschritt unternommen hatte, drehte sie seither nicht erneut an der Zinsschraube.

Während die Wirtschaftsdaten in den USA also weiterhin robust scheinen, sieht es in Europa – und hier insbesondere Deutschland – anders aus: Das aktuell schwache ökonomische Umfeld in Europa hat negative Auswirkungen auf privaten Konsum und Unternehmen. Problemfelder sind hohe Energiekosten, Defizite bei Verwaltung und Digitalisierung, Fachkräftemangel, angespannte Budgetlage in der EU und ggf. Zölle der USA auf EU-Importe. Die aktuelle Lage in Europa gleicht einer Stagflation mit nur sehr geringen Wachstumsraten von 0 bis 1%. Gleichzeitig zeigt sich die Inflation hartnäckig über dem 2%-Ziel der EZB – wenn auch im Trend sinkend. Aufgrund der ausgeprägten Wachstumsschwäche erwarten wir 2025 dennoch weitere Leitzinssenkungen.

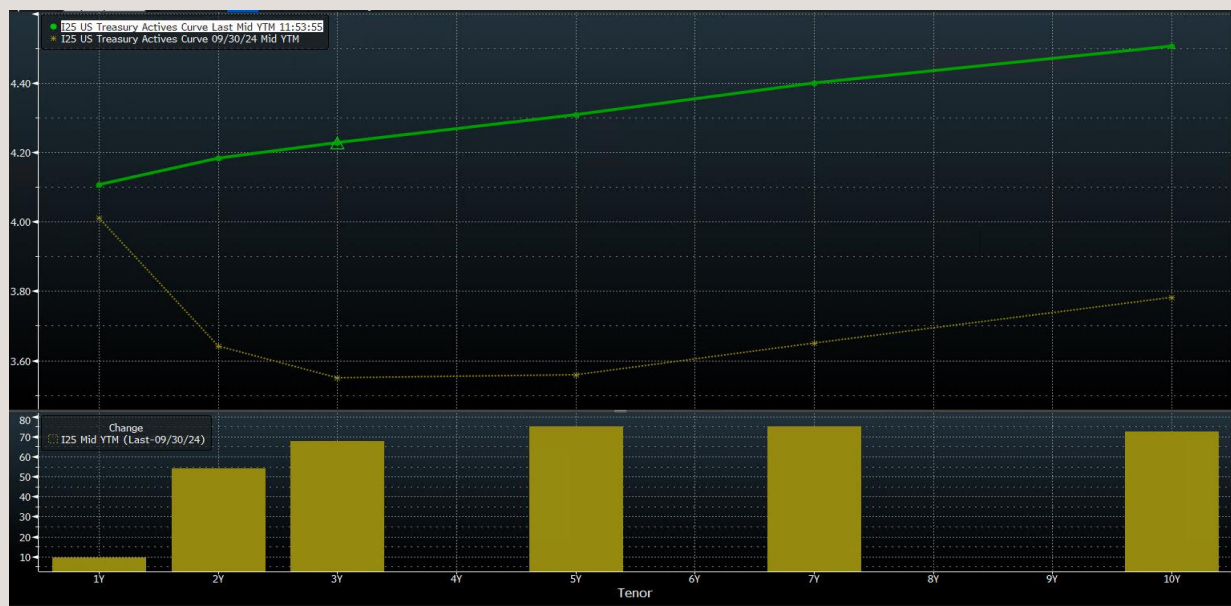
Entsprechend dieser sehr unterschiedlichen makroökonomischen Lage in den USA und Europa zeigen sich auch (weiterhin) deutliche Unterschiede in den Zinsstrukturkurven. Während die US-Treasury-Kurve die Inversion hinter sich gelassen hat und mittlerweile eine deutliche Steigung aufweist, veränderte sich die europäische Zinskurve nur geringfügig im Vergleich zum dritten Quartal 2024.

#### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

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

## Normalisierte US-Zinsstrukturkurve auf deutlich höherem Niveau



Quelle: Bloomberg, Stand: Januar 2025.

Bereits in den vergangenen Monaten konnten europäische Unternehmen ihre Fremdkapitalkosten verringern und ihr Fälligkeitsprofil optimieren. Basierend auf den erwarteten Zinssenkungen sowie einer Einengung der Spreads sollte sich das Finanzierungsumfeld für die Unternehmen und damit deren Verschuldungskennziffern verbessern. Die Ausfallrate europäischer Leveraged Loans lag bereits 2024 deutlich unter den von den Ratingagenturen prognostizierten 4% für 2024. Im Collateral-Portfolio der von uns im Fonds gehaltenen CLO-Tranchen lag die Loan-Ausfallrate sogar lediglich bei 1,1% und bei den CLO-Tranchen traten entsprechend keinerlei Verluste auf.

## Neuemissionen von Loans und CLOs auf Rekordstand

Der Markt für **europäische Leveraged Loans** hatte mit einem Emissionsvolumen von über EUR 70 Mrd. an institutionellen Krediten ein sehr lebhaftes Jahr zu verzeichnen. Das Volumen lag somit ungefähr doppelt so hoch wie in den vergangenen beiden Jahren, jedoch in etwa auf dem gleichen Niveau wie vor 2020. Erneut war dabei der größte Teil auf Refinanzierungen zurückzuführen, allerdings stieg auch der Anteil von M&A- bzw. LBO-bezogenen Neukrediten (insbesondere im letzten Quartal) deutlich an. In der Folge lag das Netto-Neuemissionsvolumen bei rund EUR 30 Mrd. Für 2025 werden ähnlich hohe Volumina prognostiziert, da das Refinanzierungsumfeld aufgrund fallender Leitzinsen in Europa sowie niedrigen Spread-Levels weiterhin attraktiv sein dürfte.

Diese Entwicklungen wirk(t)en sich auch auf CLOs aus. CLO-Manager nutzten das gute Refinanzierungsumfeld und senkten so ihre durchschnittlichen Finanzierungskosten. Das **Neuemissionsvolumen europäischer CLOs** verzeichnete im vergangenen Jahr daher ein neues Rekordhoch (siehe linke Grafik unten), allerdings sorgte die hohe Zahl an Resets (rechte Grafik) nicht für einen Rekord bei den *Netto*-Neuemissionen. Diese lagen mit rund EUR 20 Mrd. stattdessen auf ähnlichem Niveau wie in den Jahren zuvor.

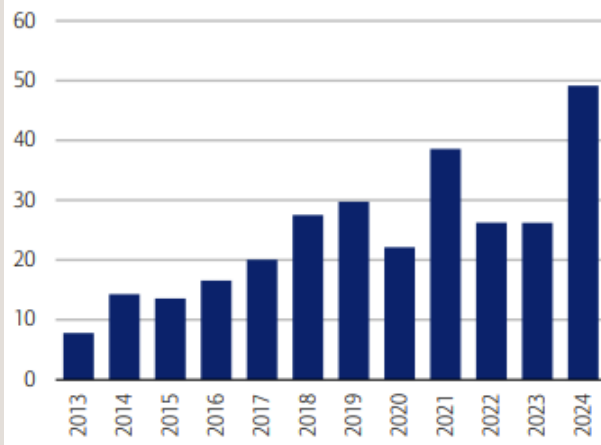
### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

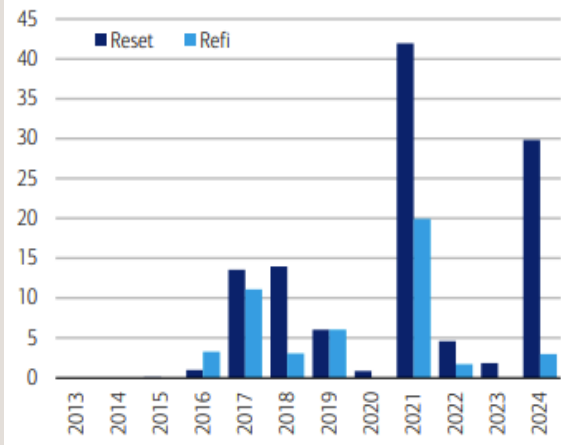
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

## Emissionen europäischer CLOs in 2024 auf Rekordniveau; 60% des Volumens entfielen allerdings auf Resets & Refinanzierungen.

**Exhibit 3: Annual European CLO gross new issuance, in bn EUR**  
Gross new issuance reached more than €49bn in 2024



**Exhibit 4: Annual European CLO reset and refi volume, in bn EUR**  
Reset volume reached almost €30bn in 2024, in addition to €3bn of refis

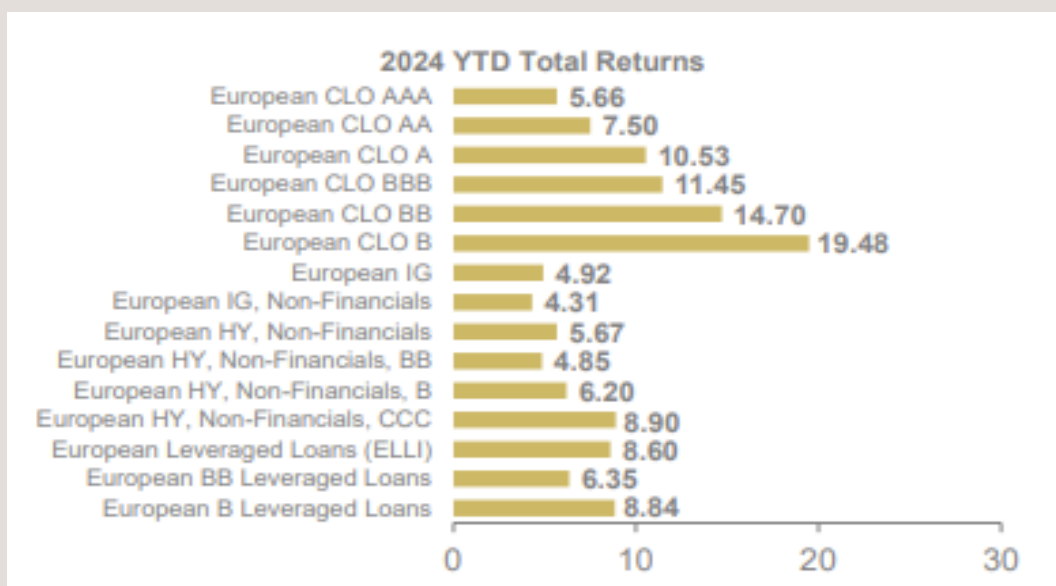


Quelle: Bank of America. Stand: Januar 2025.

## Credit mit starker Performance in schwachem Wachstumsumfeld

Das Jahr 2024 verlief für nahezu alle Fixed Income-Segmente zufriedenstellend mit signifikant positiven Realrenditen. Dabei zeigte die Performance von Credit Investments einmal mehr das erhöhte Rendite-Potenzial des Kredit- bzw. CLO-Marktes gegenüber dem traditionellen Anleihemarkt. Vergleicht man die Performance einiger ausgewählter europäischer Credit-Segmente, so zeigt sich die erneut überlegene Performance von CLOs im Jahr 2024.

### Performance ausgewählter Credit-Investments und europäischer CLOs in 2024



Quelle: Morgen Stanley, CLO-Chartbook, Stand: Dezember 2024.

#### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

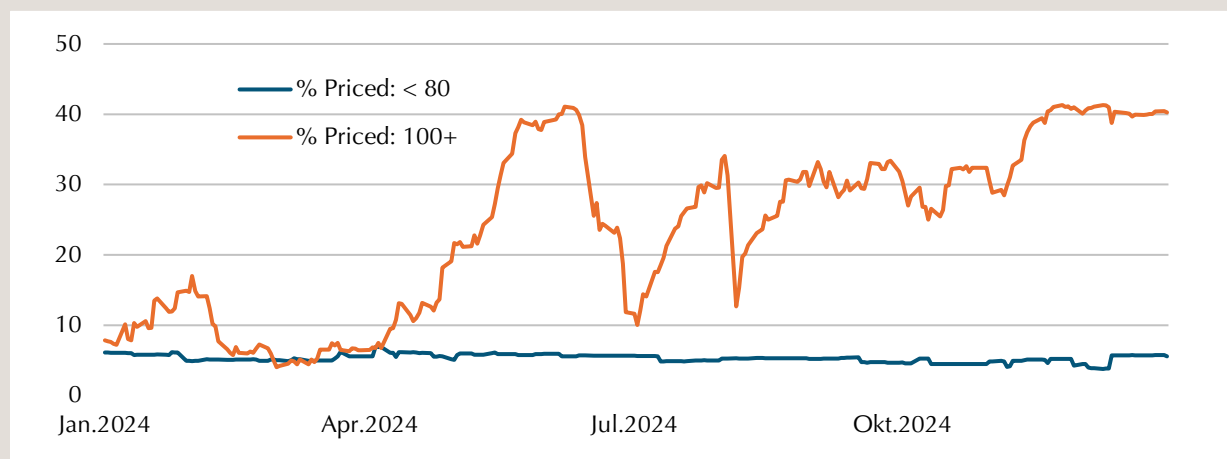
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Während Investoren im HY-Segment mit einem Rating von BB auf eine Performance von 6,4% für 2024 zurückblicken, zeigen Daten von Morgan Stanley, dass CLOs mit einem analogen Rating eine aktienähnliche Performance von 14,7% aufweisen. Den gleichen Return von High Yield-Bonds hätte man im vergangenen Jahr am CLO-Markt auch mit einem AAA-Rating erzielen können.

Die Preise am europäischen Loanmarkt sind im Verlauf der letzten 12 Monate deutlich von ca. 96% auf 98% gestiegen (dabei um 0,5 Prozentpunkte im letzten Quartal). Der Loan-Pool in den von uns selektierten CLOs hat sich ebenfalls sowohl im vergangenen Jahr als auch im Schlussquartal sehr erfreulich entwickelt.

Zum Jahreswechsel notierten 40% der Darlehen über dem Nennwert, verglichen mit 10% ein Jahr zuvor. Im Jahresverlauf waren die Schwankungen jedoch beträchtlich: Von einem Höchststand von rund 40% im Juni ging es in einer Risk-off-Phase zwischenzeitlich auf unter 15% zurück. Der Anteil von Loans mit einem Cash-Preis unter 80% des Nennwerts liegt hingegen mit 5,5% nahe dem Tiefststand.

## Anteil der Loans mit Preis < 80% bzw. ≥ 100% in der Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025



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

Die Defaults im Collateral-Pool, also der den CLO-Tranchen zugrunde liegenden Kredite, lag im vergangenen Jahr trotz schwachen Wirtschaftswachstums in Europa nur knapp über 1,1% und somit niedriger als in unserem Base-Case-Szenario von 2%. Vergleicht man dies mit der von den Ratingagenturen für den Gesamtmarkt prognostizierten Ausfallrate von 4% für 2024 (und auch 2025), lässt sich resümieren, dass der Kreditpool der CLO-Portfolios eine höhere Qualität aufweist als erwartet.

Darüber hinaus hatten diese Kreditausfälle keinerlei Auswirkungen auf die von uns gehaltenen CLO-Debt Tranchen (Rating von BB bzw. B), da Verluste dieser Größenordnung allein von den Haltern der Equity-Tranchen („First-Loss-Investoren“) getragen werden. Doch auch für die Equity-Tranchen stellten diese niedrigen Loan-Ausfallraten keine Schwierigkeiten dar: Entscheidend für deren Erfolg ist vor allem eine niedrige Ausfallrate im Vergleich mit der prognostizierten Rate.

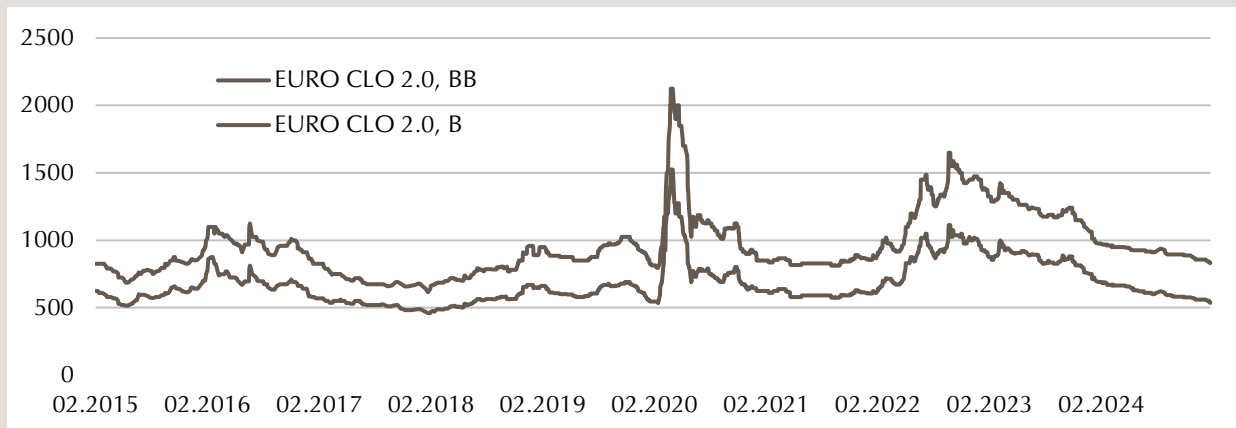
### Marketingmaterial

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 bei 540bp und 830bp



Quelle: City Velocity, Stand: Dezember 2024.

Zu Jahresstart lagen die Spreads für BB-Tranchen bei 750 und für B-Tranchen bei 1050 bps. Seither sind die Spreads im Jahresverlauf kontinuierlich gesunken. Am aktuellen Rand verflacht der Verlauf jedoch. Dabei folgen die CLO-Spreads denen des High Yield-Anleihemarktes, dessen Risikoaufschläge sich in 2024 ebenfalls deutlich reduzierten, sodass die relative Attraktivität der CLO-Tranchen vergleichbaren Ratings nach wie vor gegeben ist.

## Wertentwicklung und Kennzahlen

Aufgrund der Markterholung seit Jahresanfang hat sich der Wert der Lupus alpha Notes von 1945 zu Jahresanfang auf 2372 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 97,5% weitgehend konstant. Über das gesamte Jahr konnten die Kupon-Tranchen deutliche Kursgewinne verbuchen (Kurs von 88% zu Jahresanfang). Aufgrund der geringer als erwarteten Loan-Ausfallraten waren zudem die Ausschüttungen der Equity-Tranchen unverändert hoch. Die Durchschnittskurse der Equity-Tranchen notieren zu 47% und damit ebenfalls höher als zu Jahresanfang. Die Kassequote lag zu Ende des Berichtszeitraums bei erhöhten 23%, was jedoch auf eine Rückzahlung kurz vor dem Jahreswechsel zurückzuführen ist. Das Verhältnis Debt- zu Equity-Tranchen bezogen auf den Marktwert beträgt unverändert 64% zu 36%.

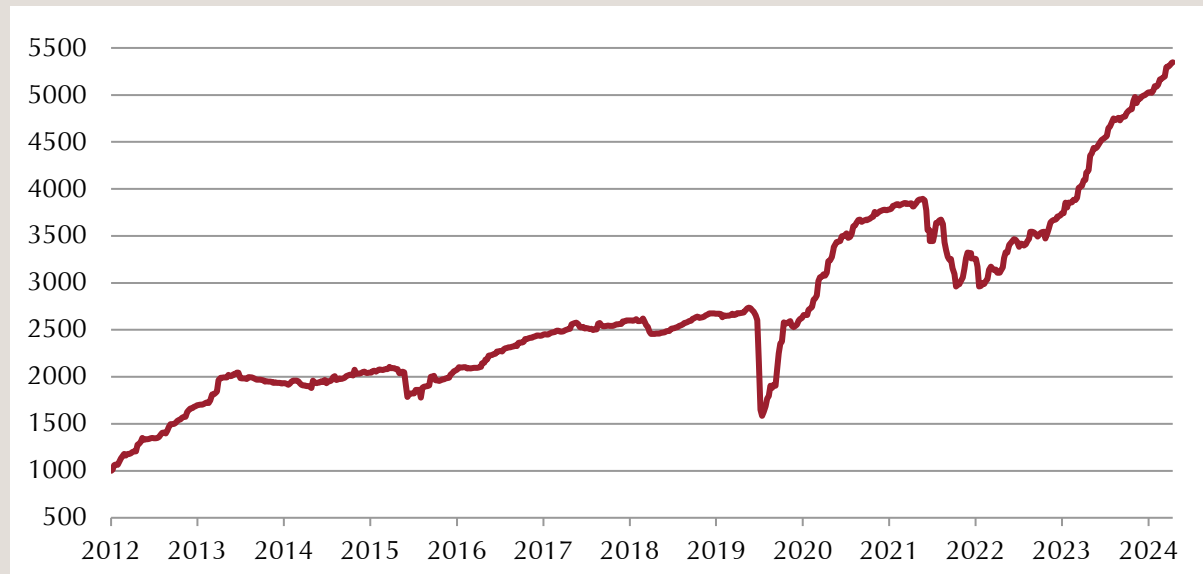
Im Berichtszeitraum wurde eine Tranche mit einem Nominal von 1 Mio. Euro und einem B+ Rating veräußert sowie drei weitere Tranchen (jeweils mit einem Nominal von 1 Mio. Euro) planmäßig zu Par zurückgezahlt. Darüber hinaus wurden im vierten Quartal vier Käufe im Volumen von 3,75 Mio. EUR getätigt, davon zwei Tranchen mit einem Rating von BB- und zwei mit einem Rating von B-.

### 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: 31.12.2024.

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

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus sechs EUR CLO Equity-Tranchen, zwei EUR CLO Tranchen mit Rating BB und drei Tranchen mit einem Rating von B. Insgesamt wurden Tranchen von 11 verschiedenen Manager gehalten. Das Volumen ist leicht angestiegen auf 10,2 Mio. Euro.

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0828893700	2012	20,60%
Kurs (31.12.2024):	2372	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	28,12%

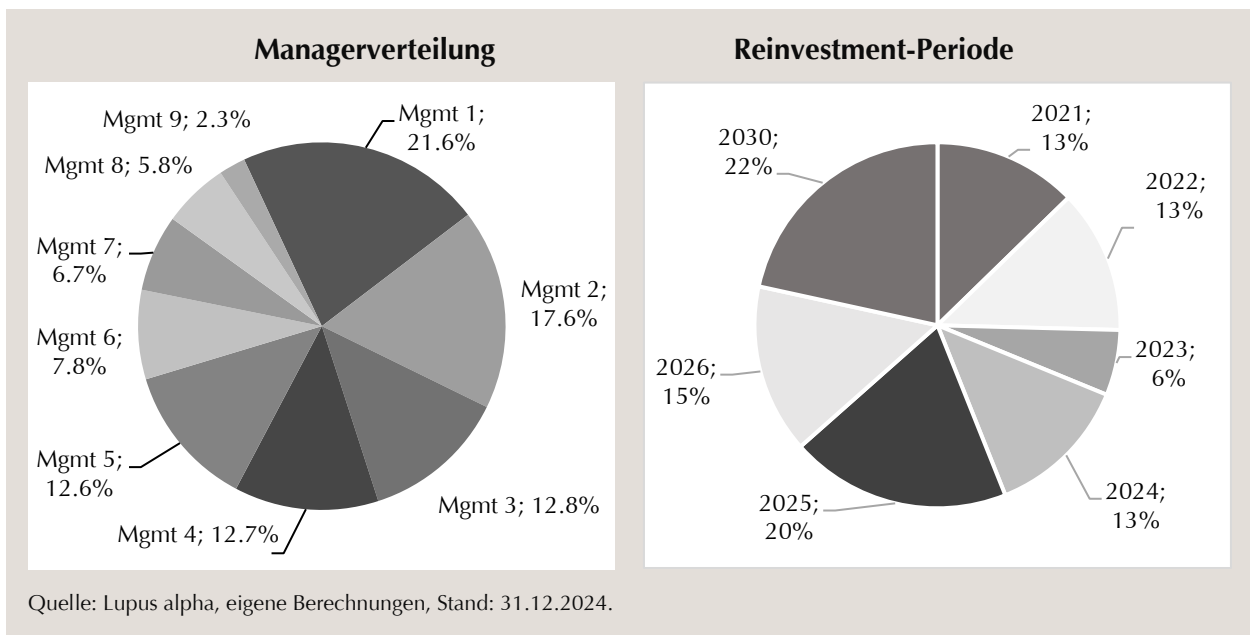
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2024.

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) hat sich leicht auf 5,3% reduziert. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 372 bps über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten von 187 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15 bps) und der Junior-Fee (35 bps) ergibt sich eine Arbitrage von 137 bps.

Seit Auflegung gab es 391 Ausschüttungen von Equity-, BB- und B-Tranchen im Portfolio (Stand: Dezember 2024). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 15,5% p. a. auf das investierte Nominal. Entsprechend ergibt sich bezogen auf den Marktwert der Tranchen eine deutlich höhere Rendite. Im Berichtszeitraum konnten ca. 336 Tsd. EUR an Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden.

## Ausblick und Positionierung

Wir erwarten für die Spreads von CLO-Tranchen mit Single-B-Rating weiterhin nur noch geringes Einengungspotenzial. 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. Die CCC-Quote verharrt aktuell auf einem Niveau von 5-6%. Die Spreads der Loans sind nur minimal gesunken und liegen nahe dem langfristigen Wert von 400 Basispunkten.

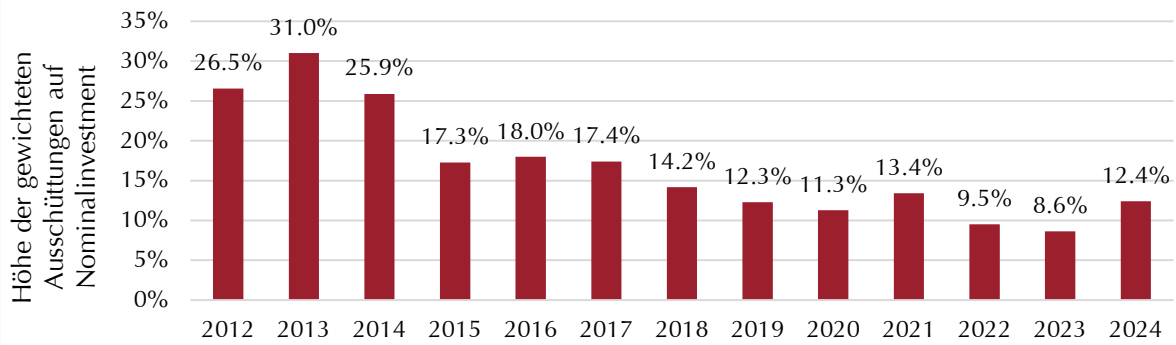
Nach wie vor bieten die hohen Kupons bzw. Ausschüttungen eine attraktive erwartete Rendite für 2025 von >15% im Base-Case Szenario (2% Default 70% Recovery) – insbesondere sofern die tatsächlichen Loan-Ausfallraten erneut unter den Erwartungen von 2% liegen sollten. Das Risiko zwischenzeitliche Rücksetzer (in Form von Preisvolatilitäten) sind aufgrund der vielfältigen Unsicherheiten (Handelszölle im Zuge der Trump-Präsidentschaft, geopolitische Risiken, etc.) weiterhin möglich. Wir sehen diese jedoch nach wie vor als günstige Einstiegszeitpunkte.

### Marketingmaterial

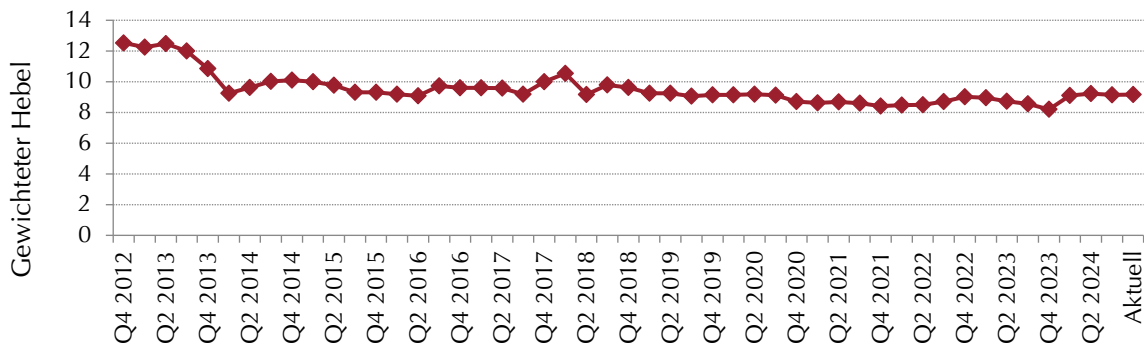
Nur für professionelle Investoren.

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

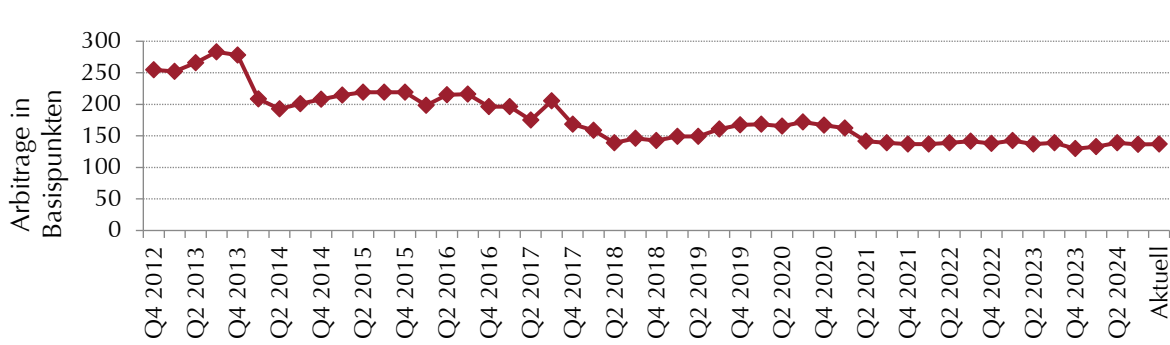
## Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



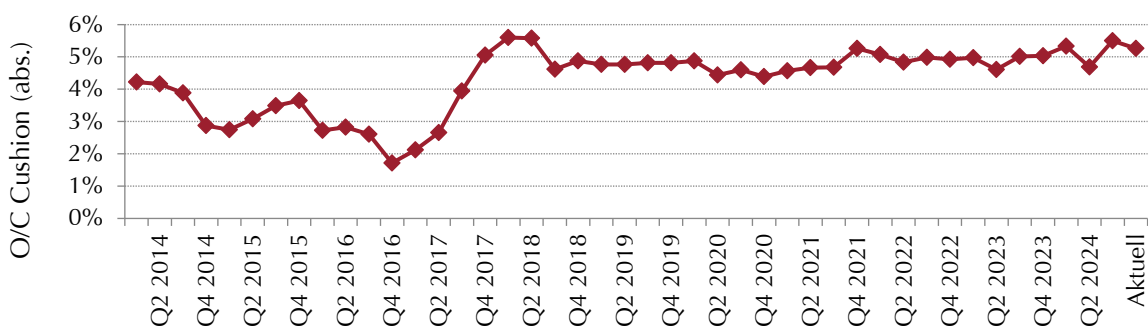
## Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



## Arbitrage der investierten CLOs



## Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: Dezember 2024

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

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

## PORTFOLIO MANAGEMENT

<b>Norbert Adam</b>	norbert.adam@lupusalpha.de
<b>Stamatia Hagenstein</b>	stamatia.hagenstein@lupusalpha.de
<b>Michael Hombach</b>	michael.hombach@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.