

Quartalsreport II / 2024

## Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025

---

### Produkt

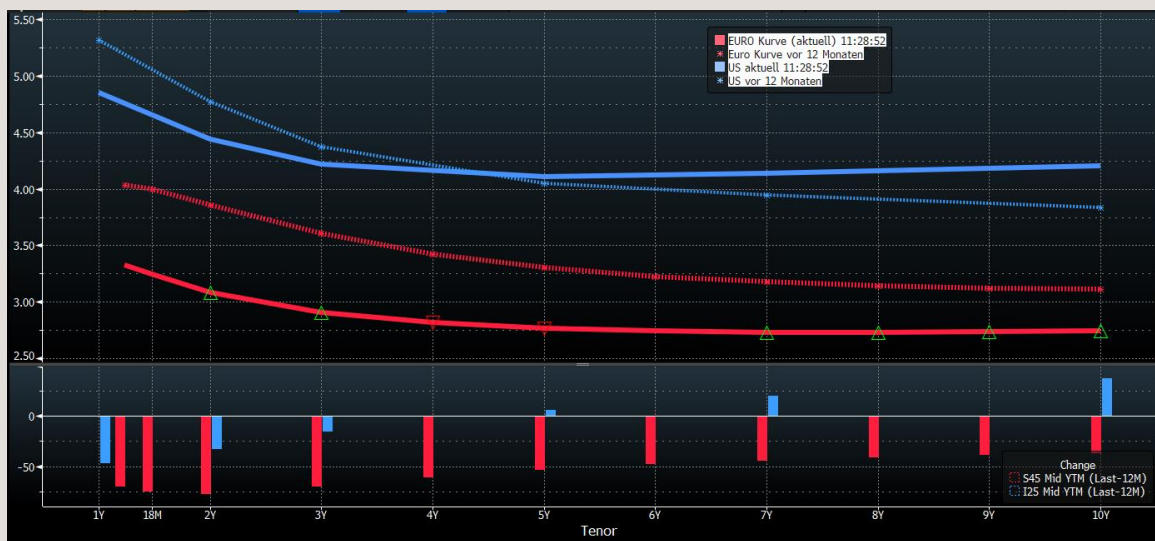
Die Note investiert schwerpunktmäßig in Eigenkapital (Equity-Tranchen) von Collateralized Loan Obligations (CLOs). CLOs sind in ein diversifiziertes Portfolio von hochverzinslichen Unternehmenskrediten (Loans) investiert. Der Mehrertrag der Zinseinkünfte des Loan-Portfolios über die Finanzierungskosten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

### Divergieren die Zinsentwicklung in den USA und Europa?

In den USA zeichnet sich eine vorsichtige Abschwächung der Dynamik am Arbeitsmarkt ab. Sollte sich dieser Trend in den kommenden Monaten fortsetzen, könnte der Druck auf die Fed zunehmen, die lang ersehnte Zinswende einzuleiten. Eine Gesamtbetrachtung der Juni-Daten lässt bisher jedoch keinen solch aufkommenden Druck erkennen. Weiterhin gilt, dass für eine exakte Terminierung der Leitzinswende die Preisdaten von größerer Bedeutung sind. Der Markt geht jedoch aktuell davon aus, dass die Fed im September mit einer ersten Zinssenkung beginnen wird.

In Europa zeichneten die Konjunkturdaten ein anderes Bild und enttäuschten fast durch die Bank. Der Ausblick, den die Stimmungsindikatoren für das dritte Quartal geben, ist bislang ebenfalls nicht ermutigend. Die jüngsten politischen Entwicklungen – Wahlen in Frankreich, EU-Zölle, Wahlkampf in den USA – lasteten und lasten auf den Gemütern der Unternehmen und privaten Haushalte. Dies schlägt sich auch in der schwachen Entwicklung des Sentix-Stimmungsindicators nieder.

## Zinsstrukturkurve in den USA und in Europa



Quelle: Bloomberg, Stand: Juli 2024.

Dies reflektieren auch die Zinsstrukturkurven entsprechend. Während sich die inverse Zinsstrukturkurve in den USA langsam zu normalisieren beginnt (niedrigere Zinsen am kurzen Ende, höhere am langen Ende), verbleibt die Kurve im Euroraum unverändert invers – allerdings auf allgemein niedrigerem Niveau als noch vor einem Jahr.

## Deutlich gestiegene Neuemissionen von CLOs in 2024

Der Markt für Leveraged Loans hat mit einem Emissionsvolumen von rund EUR 40 Mrd. an institutionellen Krediten ein lebhaftes erstes Halbjahr hinter sich. Dabei ist ein Großteil des Volumens (rund 60%) auf Refinanzierungen zurückzuführen. Das Jahr dürfte somit das Volumen von 2021 in Bezug auf die Refinanzierung/Neuvergabe von Darlehen übertreffen. Der durchschnittliche Preis für refinanzierte/repricing Loans (neu bewertete Laufzeitdarlehen) mit einem Rating von B lag zwischen 400 und 425 Basispunkten. In der Regel führen Refinanzierungsaktivitäten zu einer Verringerung der bestehenden Margen für Leveraged Loans um durchschnittlich 50-75 Basispunkte.

Dies wirkt sich auch auf die CLOs aus. Das Neuemissionsvolumen von CLOs liegt deutlich über dem Niveau der Vorjahre (siehe linke Grafik). Aufgrund gestiegener Loan-Preise ist auch das Volumen der Resets/Refis deutlich gestiegen, bleibt jedoch unter dem Rekordjahr 2021 (siehe rechte Grafik).

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

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

## Emissionen europäischer CLOs aktuell und in den Vorjahren (links) sowie das Volumen der Resets/Refis (rechts)



Quelle: Mizuho International; European Securitised Products Trading, Stand: Juli 2024.

## Ein zweigeteilter Darlehensmarkt

Die Preise am europäischen Loan-Markt sind im Verlauf der letzten 12 Monate deutlich gestiegen, von ca. 95% auf 97,6%. Im Juni notierten 45% der Darlehen über dem Nennwert (siehe rechte Abbildung unten), verglichen mit 10% zu Beginn des Jahres. Nach diesem Höchststand ging der Prozentsatz an Loans, die über dem Nennwert notieren, wieder auf etwa 27% zurück, da der Markt im Laufe des Monats leicht nachgab. Im Vergleich zu den Jahren 2023 und 2022 ist der Kreditmarkt damit heute stärker fragmentiert, was die Preisverteilung angeht.

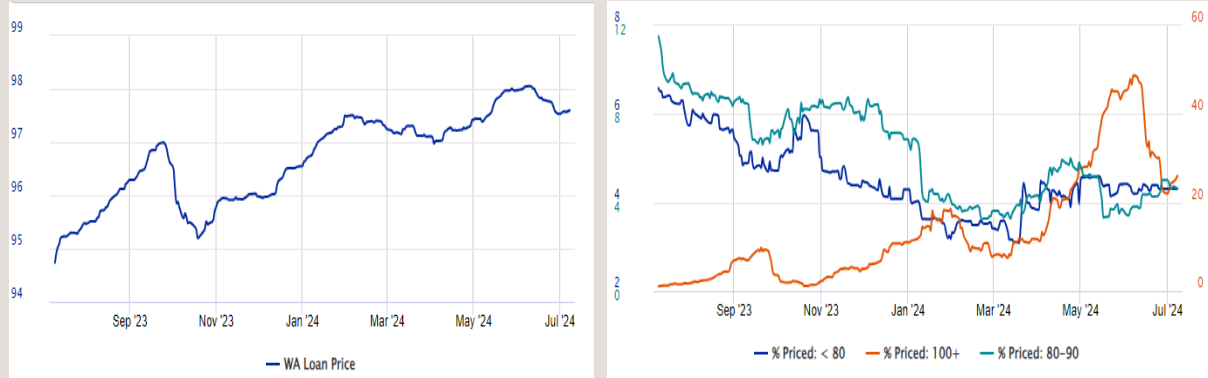
Besonders interessant für die Portfolioanalyse ist das Preissegment zwischen 80 und 90%. Der Grund dafür ist, dass sich die Kreditwürdigkeit der Kredite in dieser Preisspanne oft im weiteren Preisverlauf binär verhält: Entweder die Kredite kehren wieder zum Nennwert zurück oder fallen weiter (< 70%) und könnten „notleidend“ werden. Der überwiegende Teil der Loans wird sich jedoch im Laufe der Zeit wieder zu Par entwickeln. Loans, die von diesem Preisniveau tatsächlich in den Bereich der „notleidenden Kredite“ abrutschen, werden sich jedoch insbesondere auf die Equity- oder High Yield-CLO-Tranchen auswirken. Das Ausmaß dieser Auswirkungen hängt aber wiederum stark davon ab, wie sich die CLO-Manager in diesem Segment mit einem Anteil von 80-90% positioniert haben.

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

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

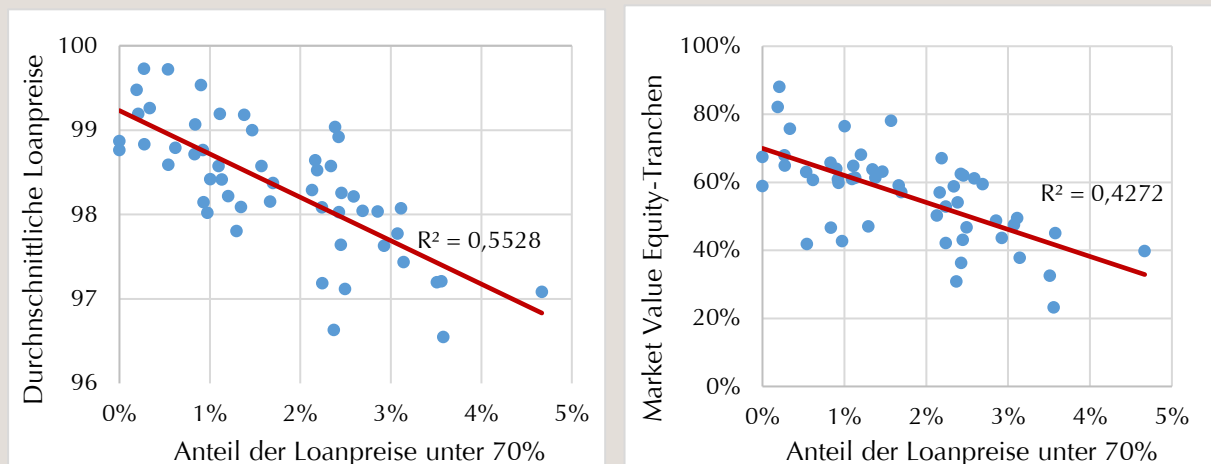
## Loan-Preisverteilung im Lupus alpha CLO High Quality Invest (links) und prozentualer Anteil der Loans für verschiedene Preisspannen (über Par, zwischen 80-90% und < 80%; rechts)



Quelle: Moody's, Stand: Juli 2024.

Betrachtet man die CLO-Manager, die einen vergleichsweise hohen Anteil an Loans mit einem Preis von unter 70% halten, so geht dies häufig einher mit einem niedrigen durchschnittlichen Marktwert des gesamten Loan-Portfolios. Daraus lässt sich schließen, dass manche CLO-Manager in der aktuellen Marktphase kaum Par-Built über das Portfolio aufbauen können. Interessant wird dieser Fakt insbesondere bei schlechter gerateten CLO-Tranchen (z.B. Equity-Tranchen). Ist der Anteil der „schlechten Loans“ (< 70%) höher als im Durchschnitt, so ist auch der Marktwert aller Equity-Tranchen dieses CLO-Managers geringer. Man kann daraus die Vermutung ableiten, dass die Divergenzen im Loan-Markt auch auf die CLO-Manager übertragbar sind. Für Investoren in CLO-Equity-Tranchen ist daher die Analyse der schwachen Loans und die Anzahl dieser im Gesamtbestand eines CLO-Managers entscheidend.

## Durchschnittliche Loan-Preise verschiedener CLO-Manager in Abhängigkeit vom Portfolio-Anteil der unter 70% notierenden Loans



Quelle: Moody's und eigene Berechnungen, Stand: Juli 2024.

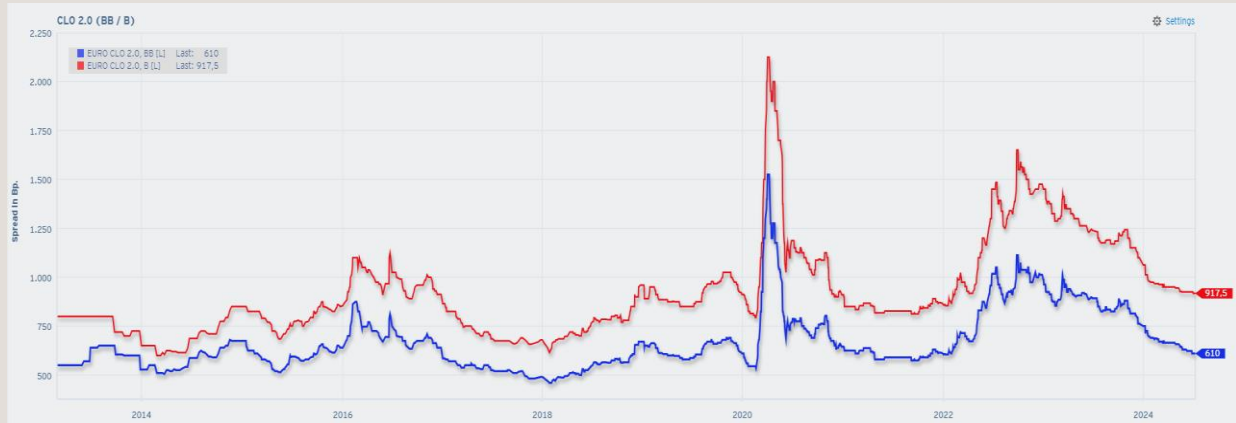
### Marketingmaterial

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: Juni 2024.

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

## Wertentwicklung und Kennzahlen

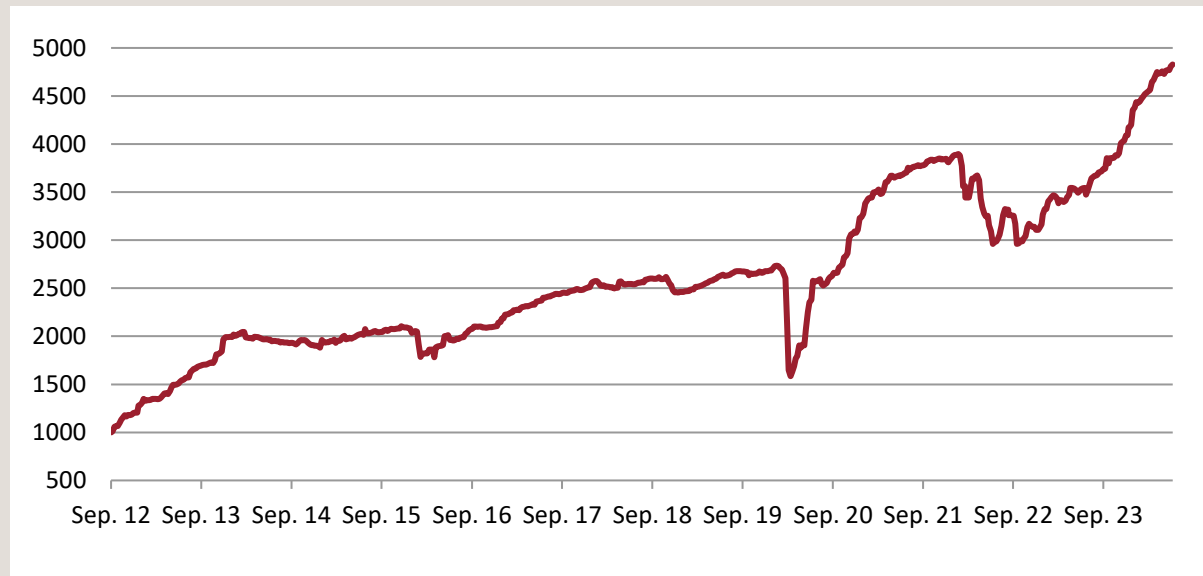
Aufgrund der Markterholung seit Jahresanfang hat sich der Wert der Note vom Jahresanfang von 1.945 auf 2.250 Euro pro Anteilsschein erhöht. Die Mezzanine-Tranchen konnten vom gestiegenen Euribor profitieren. Für die Debt-Tranchen stieg der mittlere Kurs im letzten Quartal von 96 auf 98% an. Das Verhältnis Debt- zu Equity-Tranchen beträgt derzeit 38% bezogen auf das investierte Kapital in CLOs von 8 Mio. Euro. Die Durchschnittskurse der Equity-Tranchen notieren bei 39% und damit fast unverändert im Vergleich zum Jahresanfang. Im letzten Quartal wurde eine Equity Tranche mit einem Nominal von 1 Mio. Euro verkauft. Die Kassenquote stieg von 12,5% auf 16,3%. Damit wurde die Allokation deutlich defensiver ausgerichtet.

### 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: 26.06.2024.

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

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0828893700	2012	20,60%
Kurs (26.06.2024):	2250	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	15,68%

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 26.06.2024.

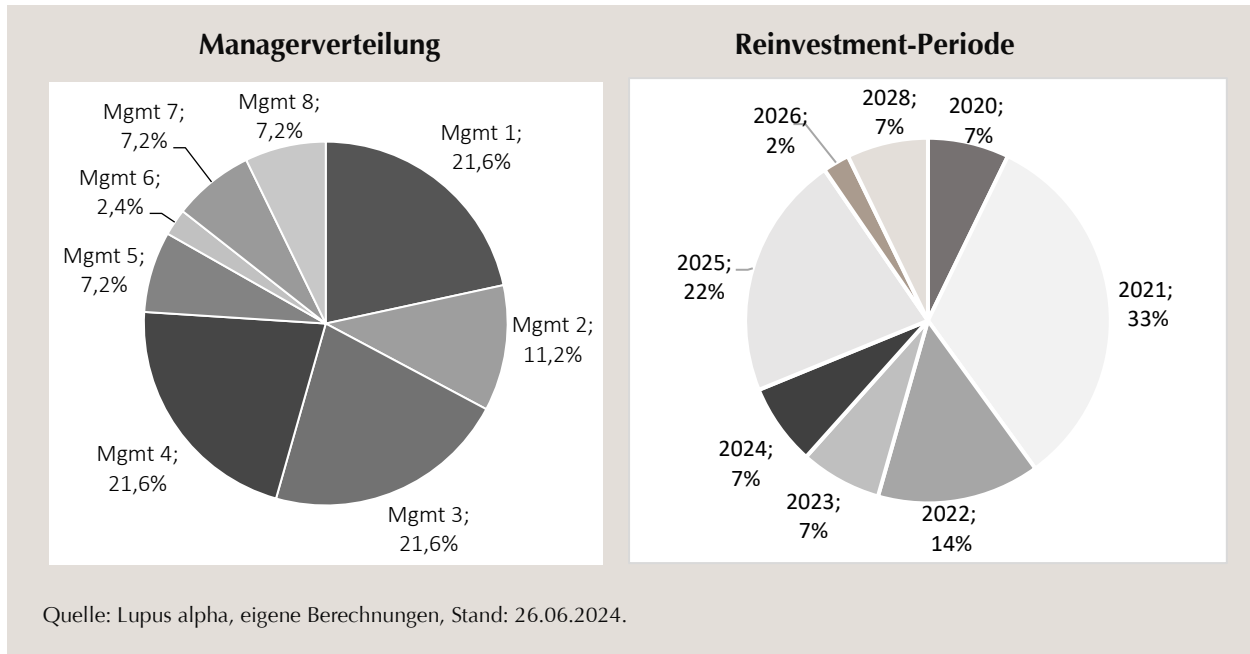
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

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

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 unverändert bei 9,5 Mio. Euro geblieben.



Die 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 4,7% gesunken. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 383 Basispunkten (bps) über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (193bps) von 190 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15bps) und der Junior-Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 140 bps.

Seit Auflegung gab es 369 Ausschüttungen von Equity-, BB- und B-Tranchen im Portfolio (Stand Juni 2024). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 15,6% p.a. auf das investierte Nominal. Im Berichtszeitraum konnten ca. 414 Tsd. EUR an Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden.

## Ausblick und Positionierung

Die Spreads im CLO-Bereich werden sich wahrscheinlich weiter leicht einengen. Die Arbitrage zwischen Debt- und Equity-Holdern gewinnt weiterhin an Attraktivität. Dies könnte zu einer positiveren Entwicklung für EQ-Tranchen führen, wenn die Ausfallraten in dem Loan-Portfolio im langfristigen Durchschnitt liegen. Der am Jahresanfang zu beobachtete Anstieg der CCC-Quote im Loan-Bereich hat sich nicht weiter verfestigt und blieb bei ca. 4% im Markt. Die Spreads der Loans verharren auf dem langfristigen Wert von 400 Basispunkten. Auf Grund der hohen Unsicherheit in den Märkten mit Blick auf die US-Wahlen bleibt die Ausrichtung weiterhin defensiv. Bis auf einen Verkauf einer Equity-Tranche, gab es im letzten Quartal keine Umschichtungen im Portfolio.

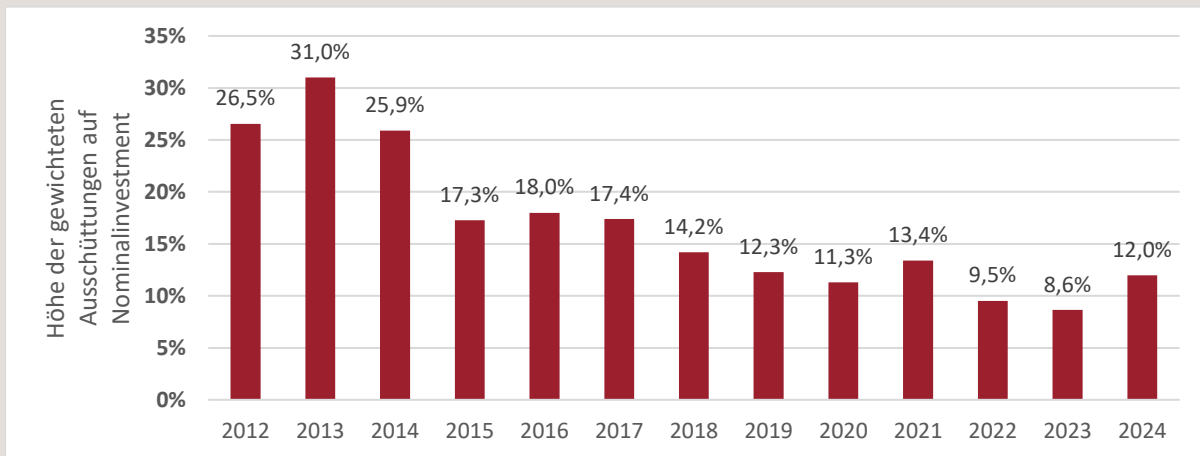
### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

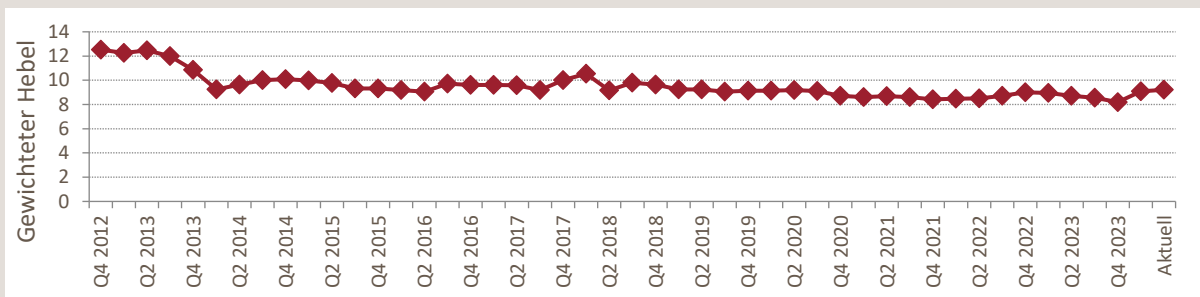
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Die Kursgewinne von CLOs mit einem Rating dürften nicht so stark wie im vergangenen Jahr ausfallen, doch ein hoher Kupon und 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 Einstiegszeitpunkten bieten. Für die Equity-Tranchen dürfte die weitere Entwicklung der Default-Rate den weiteren Verlauf der Marktpreise dominieren.

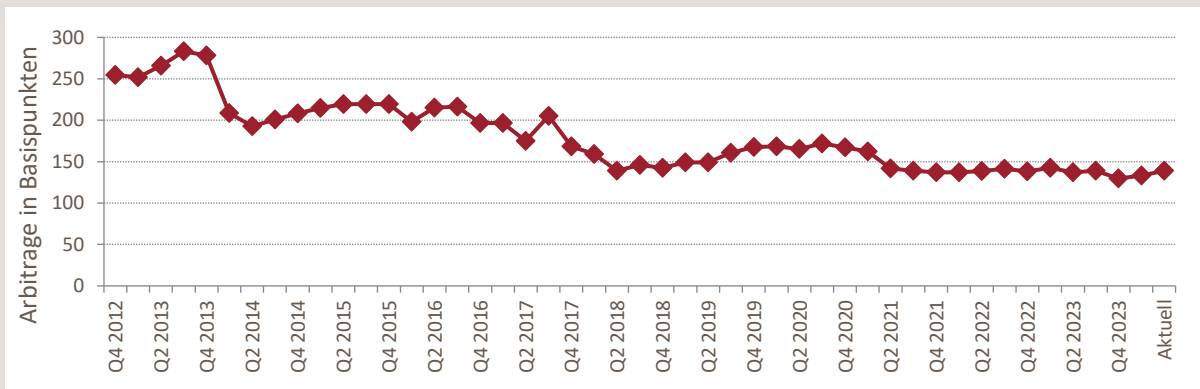
## Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



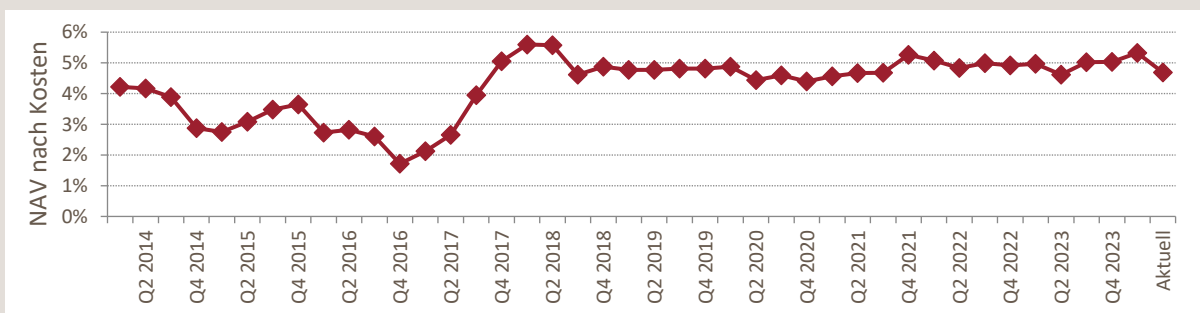
## Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



## Arbitrage der investierten CLOs



## Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: Juni 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.