

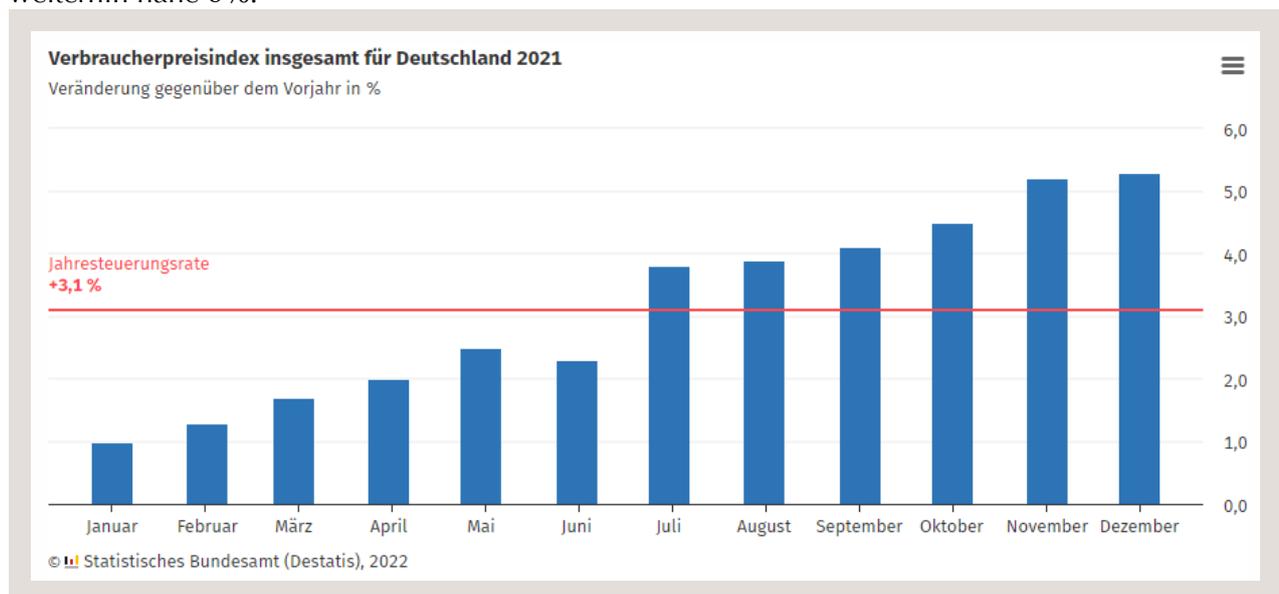
Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025

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.

Fast 7% Inflation in den USA und steigende Zinsen - was ist von CLOs zu erwarten?

Das Thema Inflation spielt eine aktuell zunehmend bedeutende Rolle am Kapitalmarkt. Die kürzlich kommunizierten Inflationszahlen in den USA waren so hoch wie seit 40 Jahren nicht mehr. In Deutschland lag sie immerhin noch bei 5,3%. Der Leitzins in Europa und in den USA liegt jedoch weiterhin nahe 0%.



Viele Anleger versuchen zunehmend, ihre Portfolios vor der höheren Inflation zu schützen. Vor diesem unsicheren Hintergrund können unserer Meinung nach, die nicht zinssensitiven CLOs (floating Kupon bzw. Dividende) eine gute Opportunity darstellen. Die im Vergleich zu anderen Credit-Produkten attraktiven laufenden Erträge und die allgemein positiven Fundamentaldaten von CLOs bestärken uns in der Überzeugung für diese Anlageklasse.

Anstieg der Verbraucherpreise wirkt sich bereits auf Renditen aus

Die Kerninflation in den USA stieg im Jahre 2021 drastisch an. Die aktuellen Zahlen lassen vermehrt die Frage aufkommen, ob die höhere Inflation nur vorübergehend oder dauerhaft sein wird. Die aktuellen Renditen für US-Anleihen sind bereits in Erwartung einer höheren Inflation gestiegen, was

zu negativen Gesamtrenditen für viele festverzinsliche Sektoren im Jahr 2021 geführt hat - insbesondere jedoch für Anlagen mit längeren Laufzeiten.

Transferzahlungen und Engpassproblematik der weltweiten Lieferketten

Nach Einführung des ersten COVID-bedingten Lockdowns außerhalb Chinas vermuteten Marktteilnehmer, dass es global zu deflationären Auswirkungen kommen wird. Mit dem Eingreifen von Politik und Notenbanken hat sich diese Erwartungshaltung sehr schnell umgekehrt. Der Lockdown führte zu einem veränderten Konsumverhalten. Während der Umsatz in einigen Bereichen (Reise, Kultur, Gastronomie) massiv einbrach, wurde dieses Geld gespart oder für andere Investitionen verplant oder verwendet.

China verzeichnete einen Rekordanstieg der Exporte und konnte dennoch der Nachfrage der getätigten Investitionen nicht gerecht werden. Im Zusammenwirken mit der Engpass oder „Bottleneck“ Problematik der Logistikketten (Containerstau, stockende Chipproduktion) rund um den Globus wirken diese Faktoren nun auf den Preis: Steigende Rohstoffpreise, explodierende Frachtraten und ein Anstieg der Gehälter wegen Fachkräftemangel sind die Folgen.

Ein wichtiger Unterschied zu anderen Krisen wie etwa der Bankenkrise besteht darin, dass der Wirtschaftseinbruch nicht das Ergebnis des vorherigen Aufbaus von makroökonomischen Ungleichgewichten ist, sondern dass die Wirtschaftstätigkeit aufgrund der privaten oder öffentlichen Eindämmungsmaßnahmen unterbrochen wurde. Infolgedessen erholt sich die Wirtschaftstätigkeit, sobald die Eindämmungsmaßnahmen auslaufen, und die wirtschaftliche Erholung weist im Vergleich zu anderen Krisen ein viel schnelleres Tempo auf. Insofern waren die Auswirkungen der COVID-19-Krise branchenübergreifend auch sehr heterogen.

CLOs können im Umfeld steigender Zinsen profitieren

CLOs investieren in Kredite an Unternehmen, deren Kuponhöhen vom kurzfristigen Zinssatz abhängig sind (variabler Kupon). Gleichzeitig finanzieren sich CLOs ebenfalls über sogenannte variabel verzinsliche Anleihen. Dies hat, besonders in Phasen steigender Zinsen, den Vorteil, dass sowohl die Investitionsseite wie auch die Mittelherkunft von CLOs wenig zinssensitiv reagieren. CLOs sind somit gut positioniert, um in einem potenziell steigenden Zinsumfeld bessere Erträge zu erwirtschaften als viele andere festverzinsliche Produkte. Als guter Vergleich dient diesbezüglich die Zinsanstiegsperiode in den USA, die im vierten Quartal 2016 begann und bis zum Ende des Jahres 2018 dauerte. Insgesamt erhöhte die FED den kurzfristigen Leitzins in dieser Phase in acht Schritten. Während dieser Zeit wiesen CLO Investments gegenüber vergleichbaren Unternehmensanleihen der entsprechenden Ratingkategorie einen höheren Gesamtertrag auf. Dieser Zeitraum war auch für CLO Equity Investments ein attraktives Investitionsumfeld. Beendet wurde diese Phase der kontinuierlichen positiven Performance durch den Handelsstreit zwischen den USA und China gefolgt mit einer Risk-off Situation am Kapitalmarkt.

Ein Auge auf die Notenbanken

Sollte die höhere Inflation länger anhalten, als die Notenbanken glauben, könnte dies die Zentralbank dazu zwingen, die Normalisierung der Geldpolitik früher als erwartet einzuleiten. Die FED kündigte drei, der Markt antizipiert jedoch vier, Zinsschritte in den USA an. Die EZB betonte: „Es ist sehr unwahrscheinlich, dass wir im kommenden Jahr die Zinsen anheben“, so Lagarde im Anschluss an die letzte EZB-Ratssitzung. Jedoch gab es hierzu innerhalb des EZB-Rates unterschiedliche Meinungen. Es mehren sich die Spekulationen im Markt, dass es auch seitens der EZB bereits Zinsschritte im Jahr 2022 geben könnte.

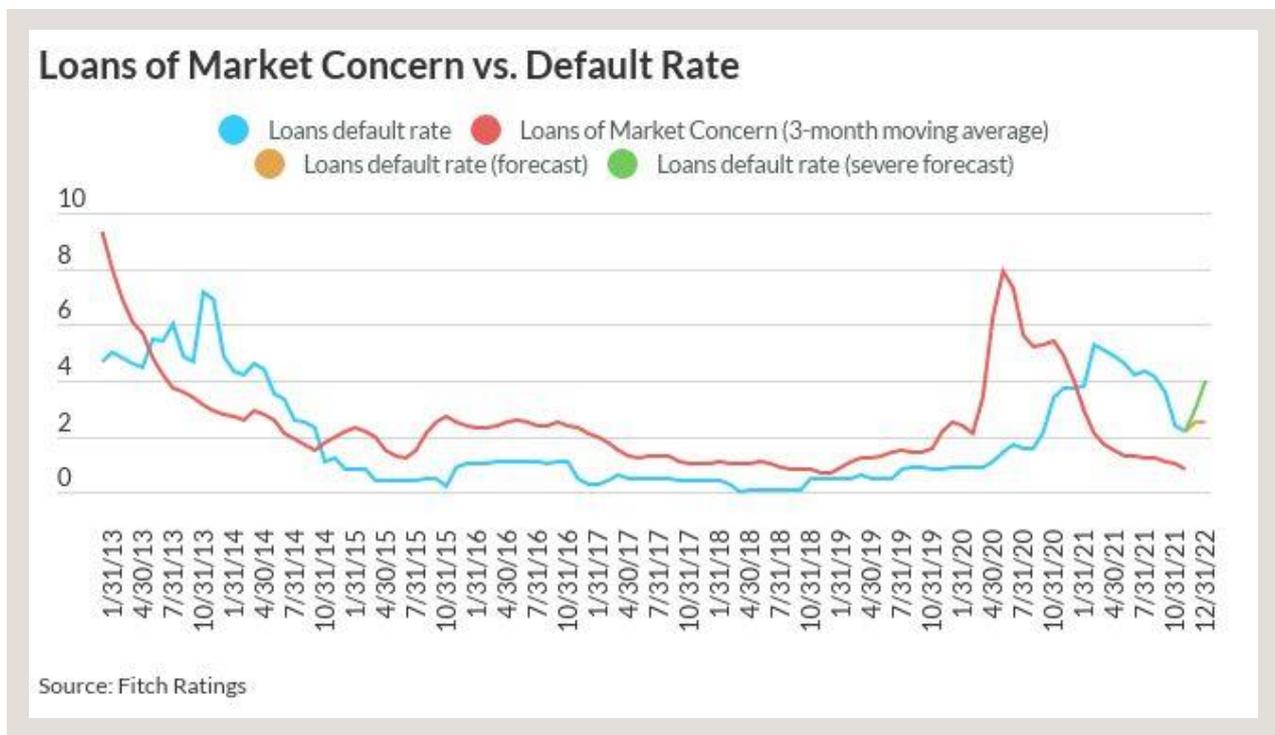
Sollte die FED bzw. EZB früher als erwartet eine Straffung der Geldpolitik forcieren oder sollte es Anzeichen geben, dass sich Inflation und Wachstum entgegengesetzt entwickeln, so könnte dieses eine Risikoaversion am Markt auslösen.

CLO Equity als Nutznießer

Steigende Leitzinsen bedeuten für CLOs primär zunächst, dass auch die Erträge in der Struktur steigen. Zinsbedingt könnte sich somit die Höhe der Ausschüttungen von CLO Equity um den Betrag der Differenz des Leitzinses über 0% erhöhen. Das Refinanzierungsrisiko ist historisch einer der größten Risikofaktoren hinsichtlich des Anstieges von Kreditausfällen bei Unternehmen. Die Emittenten, in die ein CLO investiert, haben aktuell ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten finanziert, sodass kurzfristig kein Refinanzierungsbedarf besteht. Bei einer steileren Zinskurve gehen wir davon aus, dass der Loanmarkt ein Wachstum erfährt, da bisherige High Yield Bond Emittenten ihre Refinanzierung dann auch über den Loanmarkt suchen werden. Bereits jetzt sind Zuflüsse bei Loan Funds zu verzeichnen. Dieses zusätzliche Angebot an Krediten könnte mit einem moderaten Spreadanstieg für Kredite einhergehen. Für CLOs, die sich innerhalb der Reinvestmentperiode befinden, besteht so die Möglichkeit den Spread, der für den Wasserfall zur Verfügung steht, durch Neuinvestments zu erhöhen. Die Arbitrage zwischen Erträgen und Kosten einer CLO Struktur verbessert sich. Der zusätzlich vereinnahmte Spread kommt dem CLO Equity Investor zugute und wird entsprechend quartalsweise an diesen weitergeleitet.

Rahmenbedingungen für CLOs (Ausfallraten & Ratingmigration)

Während 2020 die Ratingagenturen davon ausgegangen sind, dass die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie einen erheblichen Einfluss auf die Bonität der einzelnen Emittenten haben würden, werden aktuell Ausfallprognosen nach unten korrigiert. Es sind mehr Ratingupgrades als -downgrades und sinkende Ausfallraten in den High Yield und Leveraged Loanmärkten zu beobachten. Fitch Ratings senkte kürzlich seine Prognose für die Ausfallrate von Leveraged Loans von 3,5 % auf 2,5% (aktuell bei 0,2%). Auch die Entwicklung der Unternehmenskennzahlen wird von den Ratingagenturen positiv gesehen.



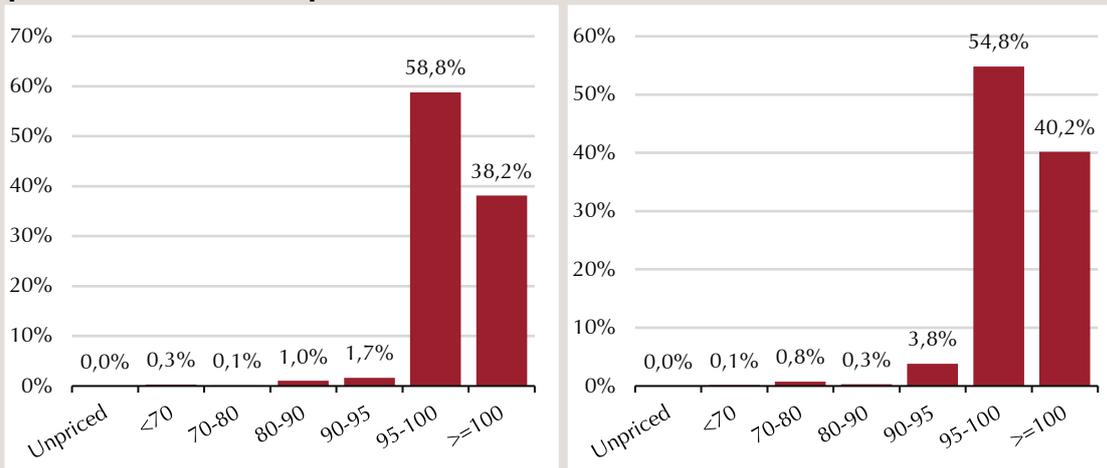
Der Loanmarkt weiter auf Erholungskurs

Die Erholung im Loanmarkt setzte sich im vierten Quartal moderat fort, der Markt handelt schon nahe Par. Einerseits suchen Investoren verstärkt variabel verzinsliche Anlagen, andererseits rechnen Emittenten mit höheren Finanzierungskosten. Die Wahrscheinlichkeit von höheren Finanzierungskosten im Jahr 2022 sowie erhöhter Nachfrage könnte der Haupttreiber für einen Volumenanstieg im Loan- und CLO-Markt werden.

Die Preisverteilung der Loans hat sich im letzten Quartal abermals verbessert. Der Anteil, der über Par notiert, ist von 38% auf 40% gestiegen. Damit nimmt die Wahrscheinlichkeit von weiteren Kurserholungen der Loans ab. Sollten diese über einen Wert von 102-103% anziehen, steigt die Wahrscheinlichkeit von Kündigungen seitens des Unternehmens. Aktuell gehen wir aber von einem moderaten Anstieg der Spreads bedingt durch erhöhtes Angebot aus.

Der Anteil der CCC Loans über alle europäischen CLOs ist von 5,86% (vor 12 Monaten) auf 4,8% gesunken. Der durchschnittliche Ratingfaktor ist auf Vorpandemie-Niveau (Maß für die Kreditqualität des Portfolios). Der OC-Test für die Junior Tranche ist weiter auf 5,3% angestiegen.

Europäische Loan-Preise: September (links) Dezember (rechts)



Quelle: Thomson Reuters, eigene Berechnungen; Stand: 31.12.2021.

Rating	Spread in bps (September 2021)	Spread in bps (Dezember 2021)
AAA	110- 130	92- 112
AA	155- 180	152- 187
A	175- 230	185- 245
BBB	270- 340	280- 355
BB	515- 635	540- 670
B	715- 910	760- 955

Quelle: Citi Velocity, Stand: 31.12.2021

Spreadverlauf von AAA bis BBB-CLO Tranchen und HY-Spread



Quelle: Citi Velocity, Stand: Dezember 2021.

Die Spreads blieben in den letzten Monaten nahezu unverändert. Der Spread für HY-Anleihen zeigt am aktuellen Rand einen leichten Anstieg. Durch die Erholung der Weltwirtschaft – auch wenn sich die Dynamik deutlich verlangsamen wird – erwarten wir auch für das erste Quartal Upgrades im Loanbereich. Die Ausfallrate ist bereits nahe Null bei 0,2% im Jahresvergleich.

Ausblick und Positionierung

Die wirtschaftliche Erholung setzt sich mit nachlassender Dynamik fort. Unseres Erachtens werden die Notenbanken weiterhin Vorsicht walten lassen, um Wirtschaftswachstum nicht nachhaltig zu gefährden. Die Zinsschritte der FED werden wie avisiert und erwartet schrittweise erfolgen. Die EZB wird unseres Erachtens auch 2022 keine Zinserhöhung anstreben. In Verbindung mit den attraktiven laufenden Erträgen und den soliden Fundamentaldaten sind CLOs auch für Anleger mit Inflations Sorgen eine überzeugende Anlagemöglichkeit.

Während die Welt nun fast schon zwei Jahre gelernt hat, mit COVID umzugehen, beurteilen wir das hieraus resultierende Risiko auf die Wirtschaft als nachrangig. Vielmehr sind die Folgen der Pandemie, hier im speziellen die Preisentwicklung sowie der Umgang und die Einschätzung der Notenbanken diesbezüglich, besonders zu beobachten. Die Sensitivität der Kommunikation zeigt sich vor allem bei den großen Technologiewerten der Nasdaq und wird sicherlich bei der Beurteilung der Notenbanken eine Rolle spielen.

Die politischen Entwicklungen an der Ostgrenze Europas haben besonders in den vergangenen Wochen Aufmerksamkeit in den Medien erhalten. Wir erwarten, dass die politischen Entscheidungsträger rational im Sinne eines friedlichen Europas handeln werden.

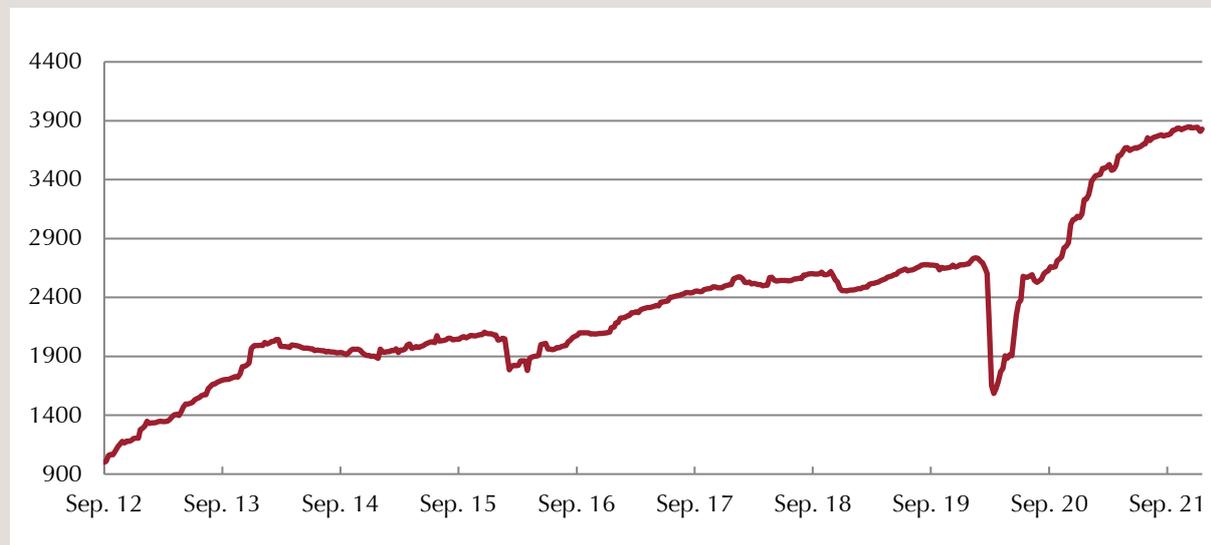
Insgesamt können diese Themen alle für sich eine negative Kapitalmarktstimmung hervorrufen. Die fundamentalen Kennzahlen der Loan-Emittenten betrifft das aktuell kaum. Hier sehen wir die Portfolios gut aufgestellt. Trotz allem ist ein solches Szenario mit einem Anstieg der Spreads vom historisch niedrigen Niveau nicht auszuschließen. Daher wird bis auf weiteres eine defensive Ausrichtung bei der Neuanlage präferiert - auch in Anbetracht der bisherigen Performance. Bei sich bietenden Opportunitäten oder attraktiver Bewertung (Kurs nahe am inneren Wert bei Equity bzw. Single B mit Rendite zu Call von größer 10%) wollen wir Chancen zum Zukauf nutzen.

Wertentwicklung und Kennzahlen

Neben der Kurserholung wurden Ausschüttungen von über 13,4% für das Jahr 2021 vereinnahmt. Wir befinden uns somit wieder im Bereich des langfristigen Durchschnittswerts.

Im vierten Quartal war die Performance 0,6%. Die Kurse der EQ-Tranchen waren nur leicht rückläufig bzw. mit 53% auf einem stabilen Niveau. Der für die EQ-Tranchen wichtige OC-Junior Cushion erhöhte sich von 4,6% auf 5,3%. Damit steigt die Sicherheit für die zukünftigen Auszahlungen. Die Allokation in diesem Quartal blieb unverändert. Für mutige Investoren boten sich gute Einstiegsgelegenheiten nach der Krise. Die Wertentwicklung liegt in diesem Jahr bei ca. 23%. Sicherlich kann man nicht mit einer Fortsetzung dieser außergewöhnlichen Performance im ersten Quartal 2022 rechnen.

Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025 – Performance



Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2021

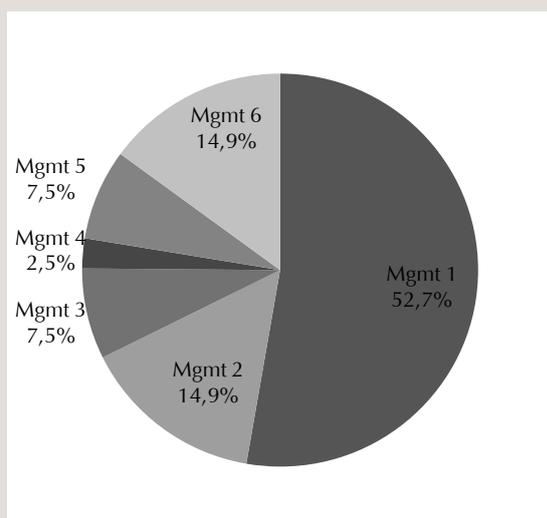
Sollte sich jedoch ein Risk-Off Szenario einstellen, könnten die Abschläge höher ausfallen. Daher erwarten wir im ersten Quartal maximal eine Performance in Höhe der Ausschüttungen. Dies muss man jedoch in dem Kontext sehen, dass die Note im Jahr 2021 eine Performance von über 20% erzielt hat. Geht man aber von einer Ausschüttung von 12-15% p.a. auf das Nominal in den EQ-Tranchen aus, so bleibt die Rendite sicherlich attraktiv, da die Ausschüttung auf das investierte Kapital über 20% läge. Dies sollte man stets im Vergleich zu einem High Yield Investment sehen.

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0828893700	2014	-4,41%
Kurs (29.09.2021):	2033	2015	9,91%
		2016	0,72%
		2017	19,06%
		2018	-1,73%
		2019	8,92%
		2020	16,09%
		2021	22,60%

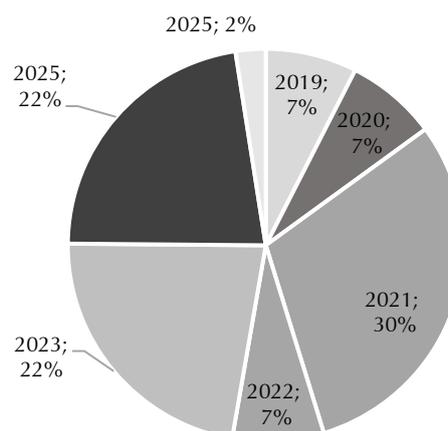
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2021

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus 12 EUR CLO Equity-Tranchen und zwei EUR CLO B-Tranchen von sechs Managern. Das Nominalvolumen betrug 13,4 Mio. Euro.

Managerverteilung



Reinvestment-Periode

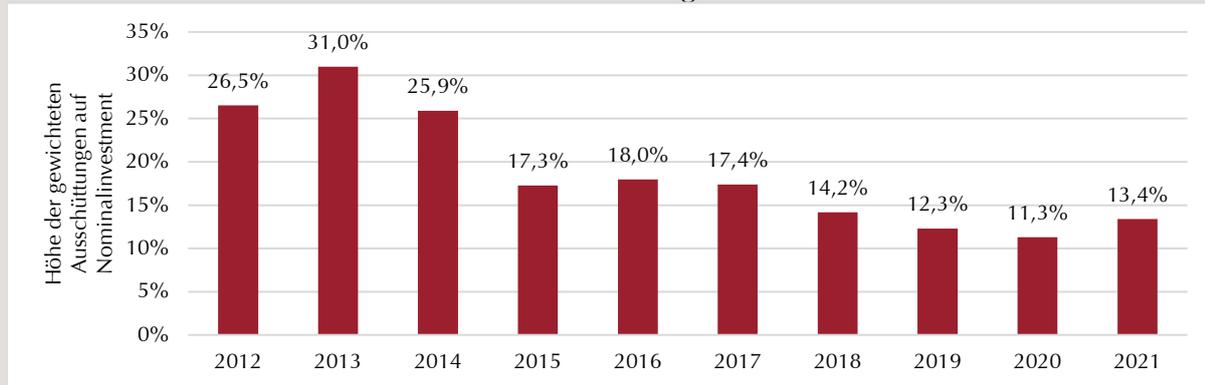


Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2021

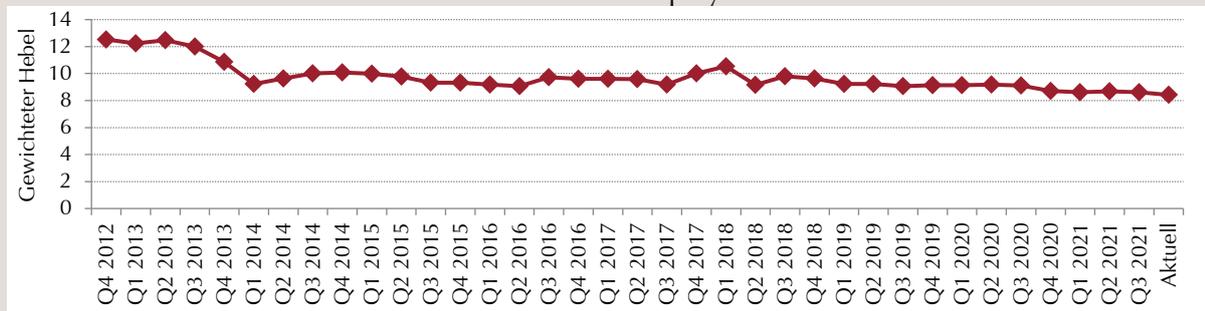
Die Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 8,42 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) ist angestiegen auf 5,27%. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 359 Basispunkten (bps) über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (172bps) von 187 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15bps) und der Junior- Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 137 bps.

Seit Auflegung gab es 238 Ausschüttungen von Equity/B-Tranchen im Portfolio (Stand Dezember 2021). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen im Jahr 2021 beträgt 13,4% p.a. auf das investierte Nominal. Im Berichtszeitraum konnten ca. 301 Tsd. EUR Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden. Die Kassenposition wurde bei 22% beibehalten. Der durchschnittliche Marktpreis der Equity-Tranchen ist leicht reduziert auf 53%.

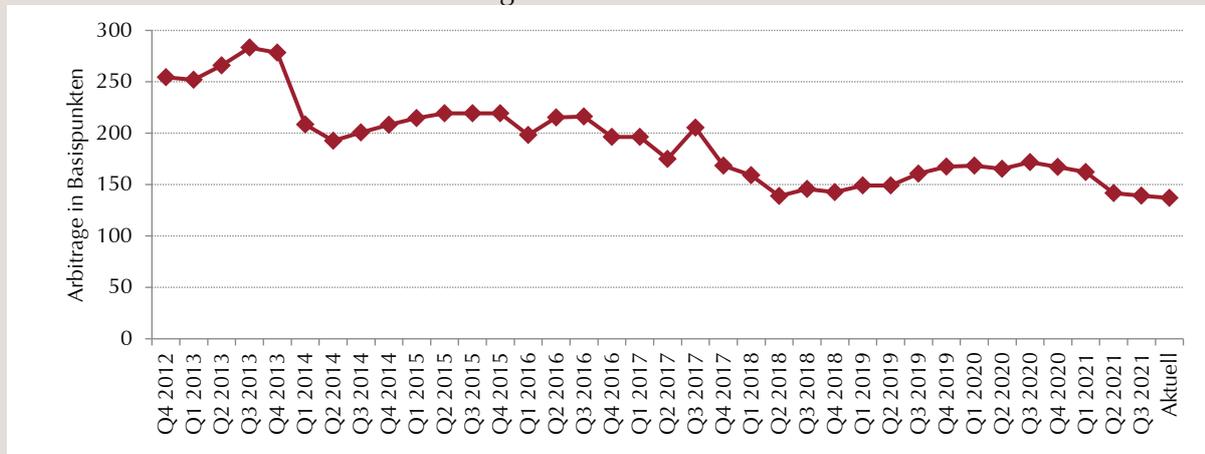
Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen

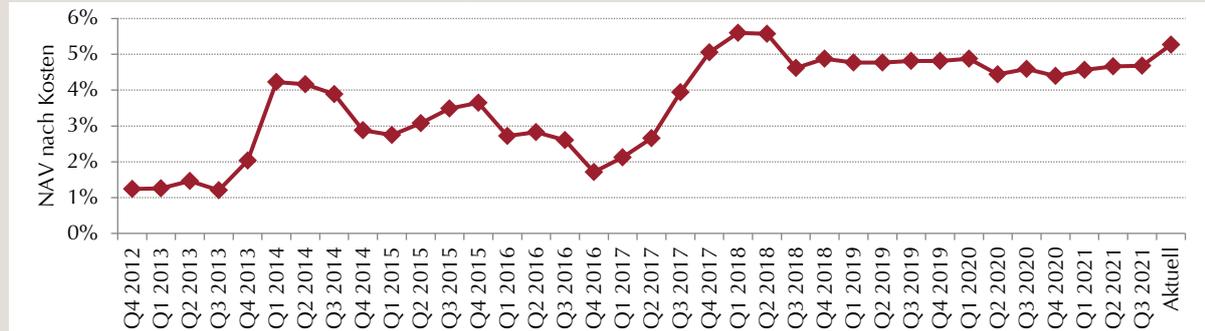


Arbitrage der investierten CLOs



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: Dezember 2021.

Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: Dezember 2021.

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. 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 oder über unsere Homepage 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

Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.