

Quartalsreport IV / 2022

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.

Das Jahr 2022: Die Virologen wurden von Militärexperten abgelöst.

Lässt man das Jahr 2022 Revue passieren, so kann man es in einem Satz zusammenfassen: Ein sehr schwieriges Jahr am Kapitalmarkt. Vielerorts wird der Jahreswechsel als Anlass genommen, die wichtigen Ereignisse des vergangenen Jahres einzuordnen und auch einen Ausblick für das kommende Jahr zu geben. Wir nehmen es u.a. als Anlass den Ausblick und die Perspektive, die wir im zurückliegenden Q4 2021 hatten, erneut aufzugreifen. Was waren damals die Headlines?

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

Damals hatte uns der Vergleich mit steigenden Zinsen zu der Annahme geführt, dass CLOs *„in allen Fällen besser abgeschnitten (haben) als Investment-Grade Unternehmensanleihen“*. Dies ist auch für das Jahr 2022 der Fall. Zwar konnte der Fonds mit -5,73% keine positive absolute Rendite erwirtschaften, doch im Vergleich zu Investment-Grade Corp. Bonds und High-Yield-Bonds war der Verlauf recht robust (siehe Grafik). Kaum ein Rentenindex konnte eine positive absolute Performance erwirtschaften und viele bekannte Indizes wiesen einen zweistelligen negativen Wert auf. Schon vor dem Krieg in der Ukraine sind die Inflationsraten deutlich angestiegen. Durch die Verteuerung der Energiepreise haben sich die Zahlen jedoch deutlich beschleunigt. Der Krieg wirkte daher wie ein Brandbeschleuniger für die bereits ansteigende Inflation.

Anstieg der Verbraucherpreise wirkt sich bereits auf Renditen aus.

Wir hatten das Thema Inflation und stark steigende Verbraucherpreise thematisiert und als Problem für 2022 herausgestellt. Jedoch wurden auch wir von zweistelligen Inflationszahlen, wie viele Marktteilnehmer auch, überrascht. Insbesondere die stark steigenden Rohstoffpreise aufgrund des Boykotts von russischem Gas waren so Anfang des Jahres nicht vorhersehbar. Maßgebliche Inflationstreiber in Deutschland waren die Energiepreise mit 24%, gefolgt von Nahrungsmittel mit 20%.

Transferzahlungen und Engpassproblematik der weltweiten Lieferketten.

„Im Zusammenwirken mit der Lieferengpass 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.“ Diese Tendenz hatte sich leider bestätigt und hat die Erholung an den Märkten deutlich verlangsamt.

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.“ Wie für alle Rentenmärkte blieb das Vorzeichen der Performance von CLOs im negativen Bereich.

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. 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“. Aufgrund der hohen Inflation und der sehr robusten Daten vom Arbeitsmarkt waren die Zinsschritte der Zentralbanken sehr ausgeprägt und erfolgten sehr zügig. Dies schickte die Kapitalmärkte in Richtung Süden.

Performance in 2022 für ausgewählte Aktienindizes und der La CLO Note 2027

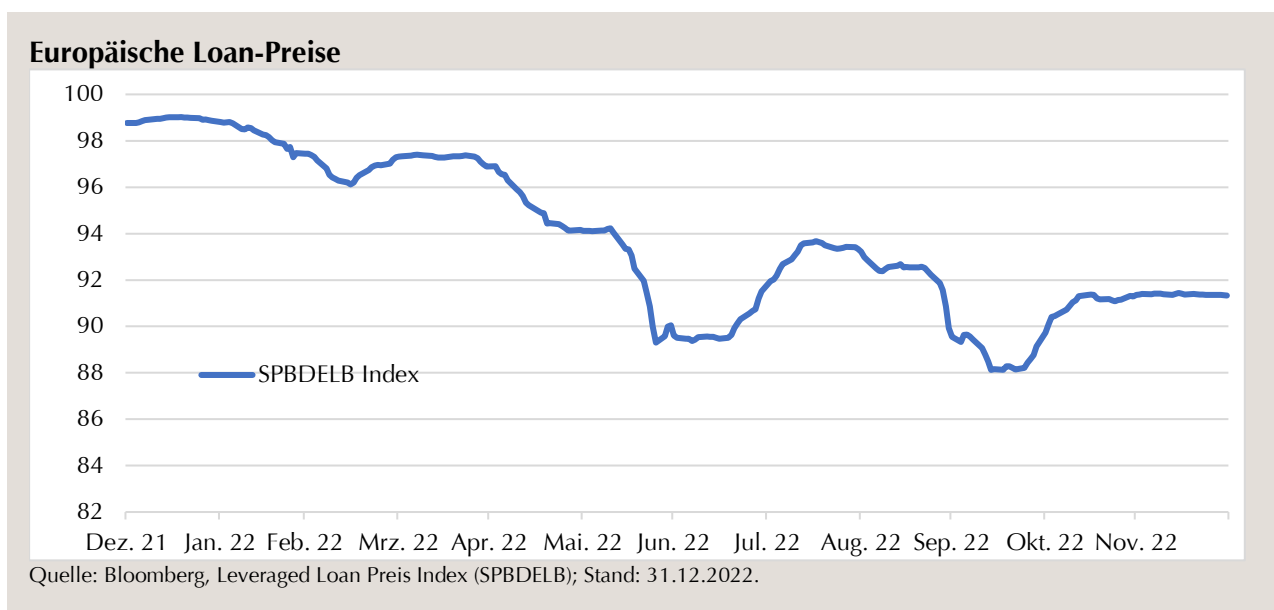
Index	Performance in %	Volatilität in %
La CLO Opp. Note 2025	-18,34	15,16
DAX	-12,35	23,16
SDAX	-27,35	26,42
NASDAQ	-32,83	31,91
DOW Jones	-7,02	19,44



Entwicklung am Loan-Markt

Bis Mitte Februar setzte eine beruhigende Erholung an den Loan- und Credit-Märkten ein. Der Überfall auf die Ukraine beendete die Erholungsphase jedoch sehr schnell. Zunächst ging man von einer raschen Kapitulation der Ukraine aus und der Kapitalmarkt stuft den Krieg als vorübergehendes Ereignis ein. Doch es kam anders: Der Krieg erwies sich als fundamentaler „Game Changer“ für Europa und die freie westliche Welt. So wurden auch wir von den Ereignissen überrascht und das bis dahin undenkbar wurde Realität: Krieg in Europa, Flüchtlingsströme, Trümmerfelder und Bilder, wie man sie bisher nur von den beiden Weltkriegen kannte – zumindest aus Europa. Ob der Autokrat Putin oder die Ukraine als Sieger oder Verlierer hervorgeht, bleibt bisher noch ungewiss. Glaubt man den Militärexperten, so könnte der weitere Verlauf weiterhin sehr zermürend bleiben, bis sich vielleicht in Moskau die Einsicht durchsetzt, dass die Opfer, die Russland erbringen muss, zu groß sind, während die Wahrscheinlichkeit als Sieger hervorzugehen, zu gering ist. Dies setzt jedoch eine rationale Risikoabwägung im Kreml voraus. Auf der anderen Seite geht es um die Freiheit einer noch jungen Nation, die ein ungeheures hohes Opfer erbringt, um ihre Freiheit und Integrität zu verteidigen. Ob dieser Konflikt schon im Jahr 2023 einen Ausgang erfährt, wäre zwar wünschenswert, bleibt jedoch ungewiss.

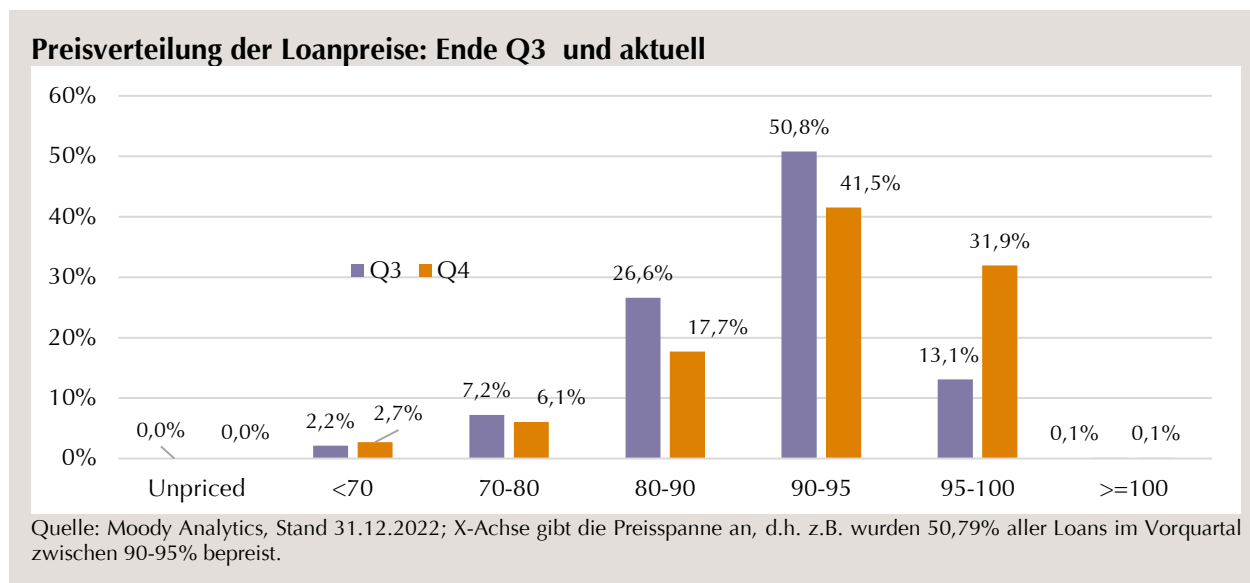
Die Loan-Preise gaben zu Beginn der Ukraine-Krise deutlich nach und erholten sich zwischenzeitlich im Sommer. In der darauffolgenden Phase traten Rezessionsängste der Marktteilnehmer hinzu. In dieser Phase gaben dann auch Loans und CLOs deutlich nach. Dies wurde dann noch verstärkt durch die Regierungskrise in England und den damit verbunden Ausverkauf der GB-Gilts und AAA-CLOs, um Liquidität für die Rentenversicherungsträger aufzubauen. Als die Bank of England wieder als letzte Instanz mit einer unerschöpflichen Liquidität in den Markt stützend eingriff, hat sich die Situation an den Märkten beruhigt. Der Loanindex erholte sich bis auf ein Niveau von 91-92% und verharrt seitdem auf diesem Niveau. Es gab weder Überraschungen bezüglich der Defaultraten, noch gab es Wachstumsperspektiven. Die Loanmärkte sind noch auf „Warteposition“.



Die Realwirtschaft in Großbritannien wird jedoch noch einige Zeit benötigen, um sich aus diesem Tal herauszuarbeiten. Für die Londoner City soll es dann wieder mal eine sog. „Big Bang 2.0“ richten. Damit entkoppelt sich die City weiter vom übrigen Land. Was man in London denkt, denkt man nicht

unbedingt im übrigen England – geschweige denn in Schottland oder Wales. Das Zugpferd könnte daher die Deregulierung sein – analog dem sog. „Urknall“ im Jahr 1986 unter der damaligen Eisernen Lady in der Downing Street No. 10.

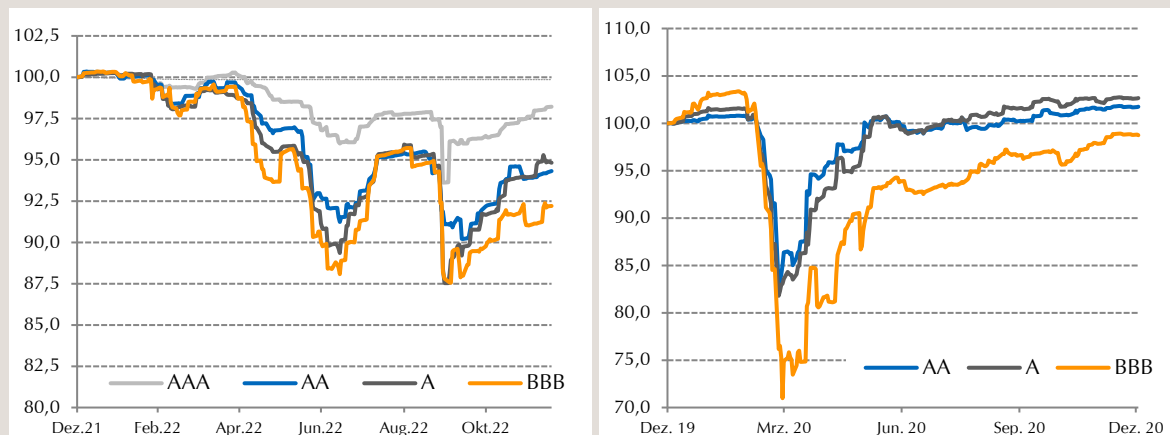
Neben der Durchschnittsbetrachtung der Loanpreise ist die Preisverteilung von besonderem Interesse. Die linksschiefe Verteilung am Ende des letzten Quartals geht langsam wieder in eine normale Verteilung über. Die Ausfallraten für europäische Loans sind mit 1,9% (Elli) deutlich angestiegen, aber nicht besorgniserregend hoch. Die US-Zahlen von Moody's sind mit 1,1% ebenfalls angestiegen.



Die Grafik zeigt eine Verschiebung der Preise, vor allem im Bereich 95%-100%. Nur 13% lagen im vergangenen Quartal in dieser Preisspanne und nunmehr sind es ca. 32%. Das Segment von 70-80% blieb jedoch fast unverändert. Wenn man den Ökonomen Glauben schenken darf, so erwarten diese eine milde Rezession. Unter einem solchen Szenario kann man einen moderaten Anstieg der Ausfallraten bzw. der CCC-Quote in Q1 2023 erwarten. Diese sollten jedoch im Verlauf des Jahres wieder zurückgehen.

Vergleicht man die Coronakrise mit der aktuellen Situation, so unterscheiden sich beide Verläufe deutlich. Wie wir schon in den vergangenen Quartalsberichten ausgeführt hatten, ist der Verlauf in der aktuellen Krise anders. Inflationsängste, Zinssteigerungen und Rohstoffverknappungen führen zu einer längeren und volatileren Phase der Korrektur. Da eine „einfache“ Lösung der Probleme nicht in Sicht ist, wird die Erholung wahrscheinlich auch mehr Zeit in Anspruch nehmen, als dies bei der Coronakrise der Fall war und wird immer wieder von Rückschlägen geprägt sein. Erwartungsgemäß fielen BBB-CLOs deutlich stärker als AA. Die unerwartete Krise im britischen Pensionssystem führte zu einem deutlichen Preisrückgang. Auch die AAA-Tranchen wurden davon in Mitleidenschaft gezogen. Mancher Investor zweifelte daher an den Marktpreisen und/oder an der Qualität von AAA-Tranchen, denn Qualität hat zu jedem Zeitpunkt seinen Preis. Motor des Preisverfalls war nicht ein ökonomischer Einbruch der Wirtschaft, sondern dass die britischen Pensionskassen aufgrund einer Schieflage sehr schnell viel Liquidität benötigten, um die Marginverpflichtungen zu erfüllen. Dies führte zu einem massiven Überangebot von AAA-Tranchen am Markt, ohne eine robuste Käuferschicht zu finden – bis dann große US-Investoren als Käufer die Bühne betraten und die hohen Spreads im Vergleich zu den US-Spreads vereinnahmten. Die Liquiditätsprämie, die im Regelfall ein Rendite-Pick-Up für den CLO-Investor ist, wirkte daher entgegengesetzt – als Preisabschlag.

CLO-Preise in der Ukraine Krise (LS) und während der Coronakrise (RS)



Quelle: Moody Analytics und eigene Berechnungen, Stand: Dezember 2022.

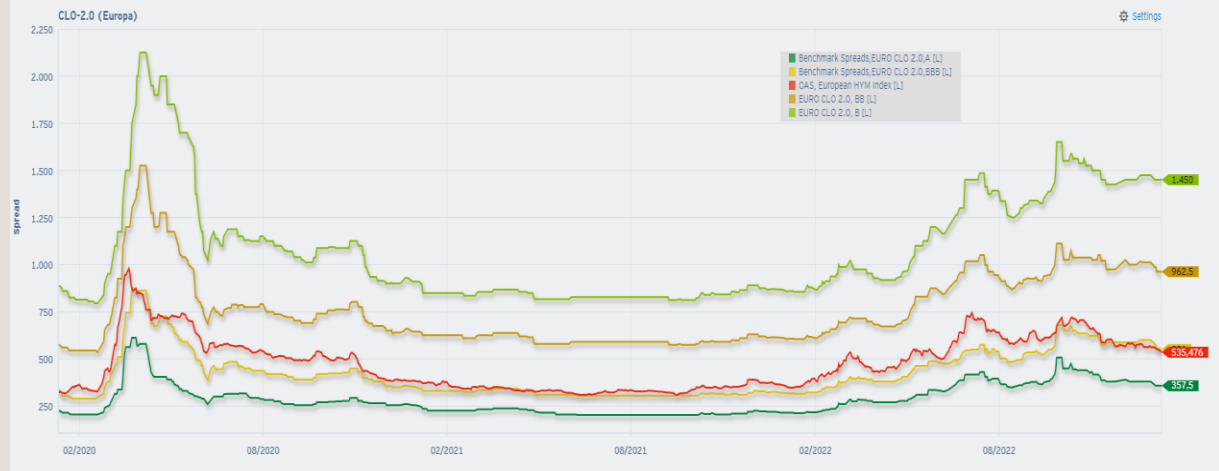
Die Spreads von europäischen CLO-Tranchen mit einem Rating weiteten sich in Q4 2022 im Jahresvergleich deutlich aus:

Rating	Spread in bps	YTD Spread-Veränderung
AAA	180 - 210	+93
AA	260 - 320	+120
A	330 - 395	+147
BBB	530 - 630	+262
BB	875 - 1100	+382
B	1350 - 1550	+592

Quelle: Citi Velocity, Stand: Dezember 2022.

Vergleicht man die Spreads zum Jahresanfang 2022, so sind diese für alle CLO-Tranchen angestiegen. Im Juli erreichten sie ihren Höhepunkt, gefolgt von einer zweiten Spitze Ende September. Die aktuellen Stände liegen zwar über denen zu Jahresanfang, jedoch deutlich unter den beiden Spitzen. Seit Mitte Oktober reduzieren sich diese wieder aufgrund der Entspannung an den Kreditmärkten. In der Regel liegen die Spreads für BBB-Tranchen unter denen vom High-Yield-Markt. Daher erwarten wir, dass sich die Relationen wieder normalisieren, d.h. es zu einer deutlichen Einengung der BBB-Spreads kommen wird.

Spreads von europäischen CLOs für unterschiedliche Ratingklassen



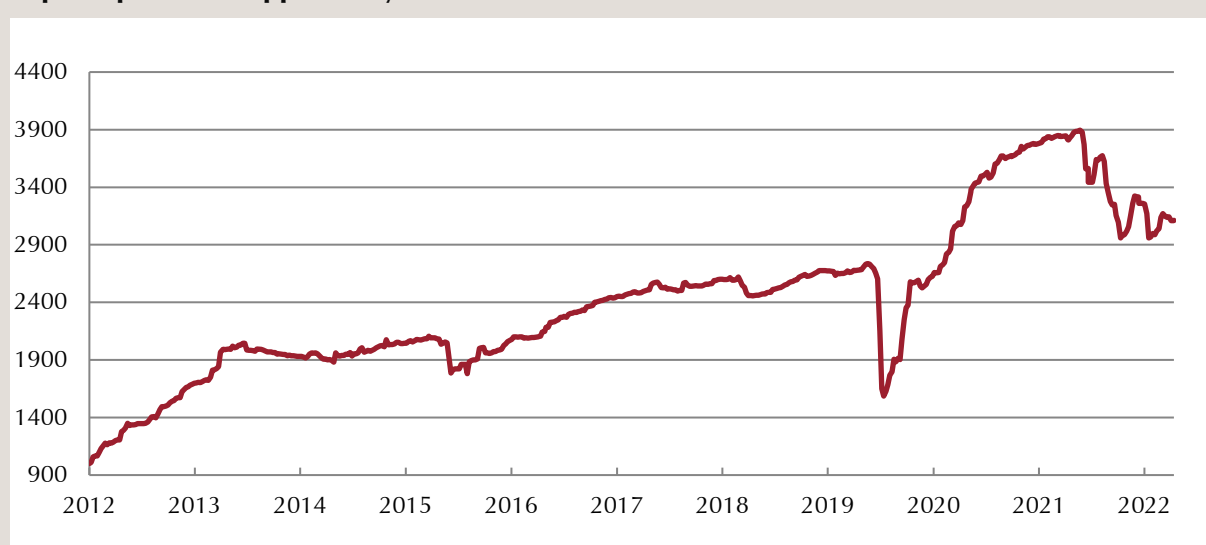
Quelle: Citi Velocity, Stand: 31.12.2022.

Wertentwicklung und Kennzahlen

Aufgrund der Marktunsicherheiten fiel die Wertentwicklung der Note im vierten Quartal mit -1,9% negativ aus. Ende Oktober ging aufgrund der Krise im britischen Pensionssystem der Kurs deutlich zurück. Als sich dort die Lage entspannte stieg die Wertentwicklung im November wieder an. Über das gesamte Jahr lag die Performance bei -18,34%. Dies war für das Produkt die niedrigste Performance seit Auflage im Jahr 2012. Dies verdeutlicht das außerordentliche Jahr 2023. Die Ausschüttungen der EQ-Tranchen lagen im Jahr 2022 unverändert hoch, so dass mit den ordentlichen Gewinnen der Tranchen der Kupons von 12% zum Jahresende dargestellt werden konnte.

Die EQ-Tranchen, die Ende des dritten Quartales 2022 bei 36% lagen, blieben weitgehend unverändert, ebenso wie die Preise der B bzw. der BB-Tranchen. Performancetreiber waren daher die Ausschüttungen bzw. die Kuponzahlungen.

Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025 – Performance



Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2022

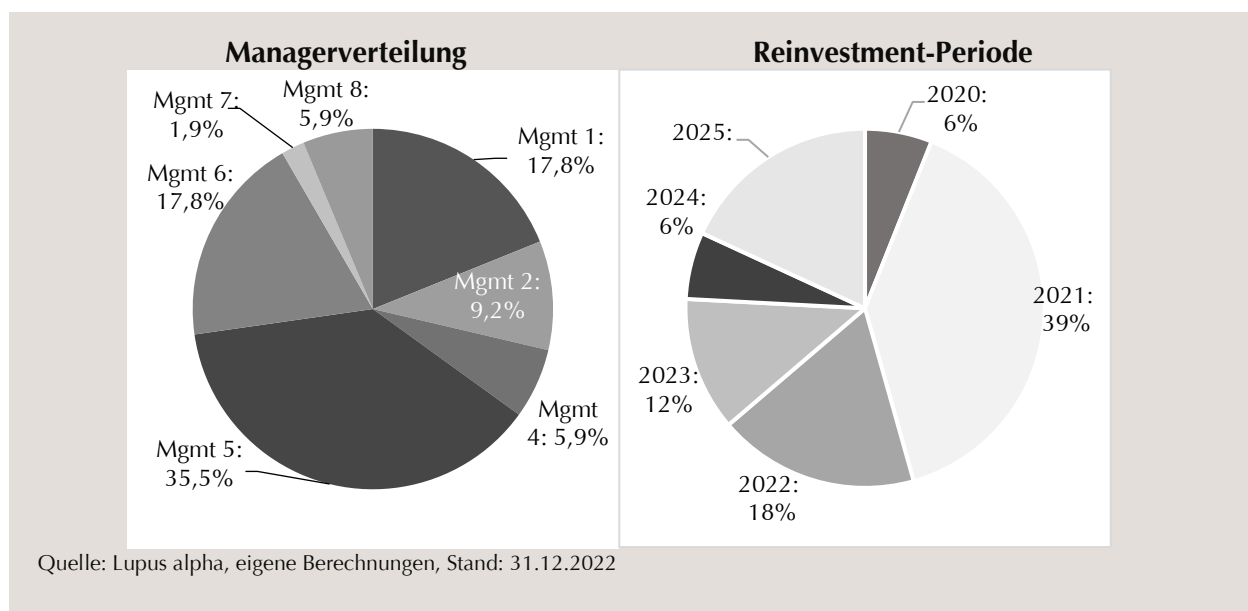
Die niedrigen Kurse wurden verwendet, um eine günstige EQ-Position bei einem Kurs von 28% zu erwerben. Die Kasseposition hat sich durch den Kauf und die Kuponzahlung auf 2,5% reduziert. Diese Opportunität erschien uns in Anbetracht des aktuellen Drawdown vielversprechend.

Das Marktumfeld bleibt weiterhin schwierig, da viele Einflussfaktoren einen politischen Ursprung haben. Wir sehen das Portfolio jedoch für die Krise robust aufgestellt und bei Rückschlägen könnten sich weitere Opportunitäten ergeben.

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0828893700	2014	-4,41%
Kurs (31.12.2022):	1540	2015	9,91%
		2016	0,72%
		2017	19,06%
		2018	-1,73%
		2019	8,92%
		2020	16,09%
		2021	22,60%
		2022	-18,34%

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2022

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus 10 EUR CLO Equity-Tranchen, drei EUR CLO B Tranchen sowie zwei BB- Tranchen. Das Fondsvolumen betrug 7,5 Mio. Euro.



Die Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 9 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) blieb unverändert bei 4,9%. 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 (172bps) von 188 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15bps) und der Junior Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 138 bps.

Seit Auflegung gab es 285 Ausschüttungen von Equity/B-Tranchen im Portfolio (Stand Dezember 2022). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 17,1% p.a. auf das investierte Nominal und betrug in 2022 9,5%. Im Berichtszeitraum konnten ca. 358 Tsd. EUR Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden. Die Kassenposition beträgt nach Ausschüttung des Kupons von 12% auf das Nominal ca. 2,5%.

Ausblick und Positionierung

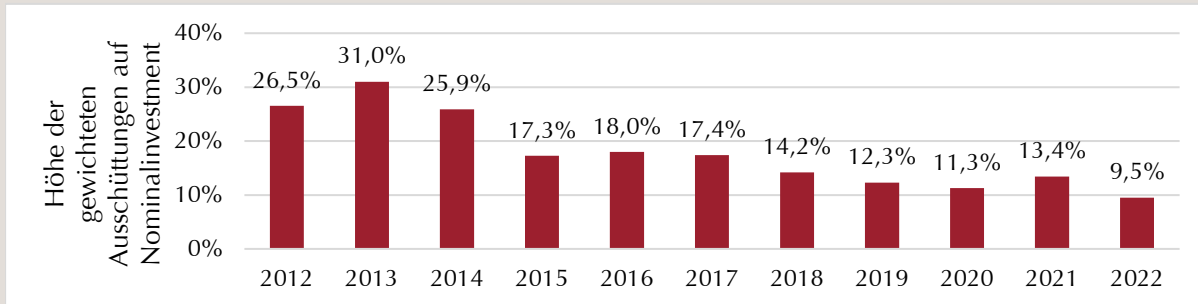
Sicherlich wird die FED noch an der Zinsschraube drehen, doch die Dynamik wird deutlich zurückgehen. Die Rohstoff- und Energiepreise erreichen langsam wieder das Niveau wie vor dem Kriegsausbruch. Daher erwarten wir, dass das Zinshoch bald erreicht sein könnte. Sicherlich wird das allgemeine Zinsniveau deutlich über dem des Jahres 2021 liegen, d.h. die Wertaufholung für Durationsprodukte wird nur moderat sein können. Bei bester Bonität wird der Investor über den Pull-to-Par-Effekt zwar wieder zu 100% am Fälligkeitstermin sein Cash erhalten. Ob dies jedoch zu einem bilanziellen Gewinn oder Verlust führen wird, ist vom Einstiegszeitpunkt und dem Kaufkurs abhängig (bei über Par sind die Kursverluste unausweichlich und können nur durch den laufenden Kupon, der jedoch in der Vergangenheit sehr gering war, gemildert oder ausgeglichen werden). Sollte die Rezession in Europa milde verlaufen, so kann man von einem moderaten Anstieg der CCC- und Defaultquote ausgehen.

Der Markt wird im Jahr 2023 sicherlich nicht unmittelbar von Risk off auf Risk on springen. Dafür sind die Risiken zu groß. Als größte Unwägbarkeiten könnten sich herausstellen:

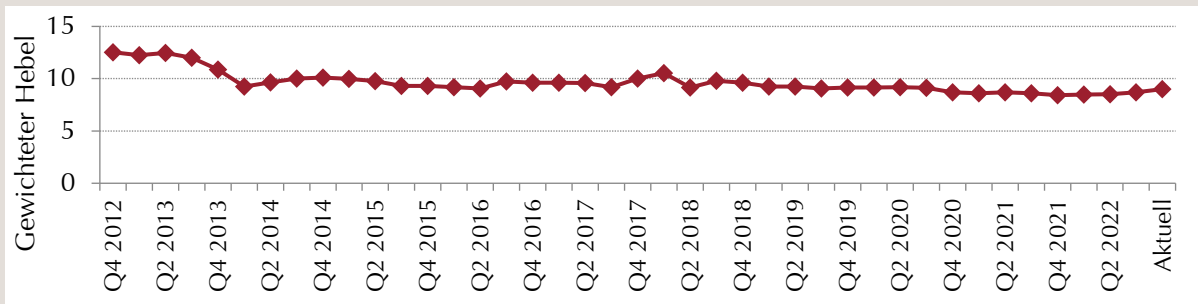
- a) Die Geopolitik. Glaubt man den Militärexperten, so scheint der Krieg in der Ukraine an einem kritischen Scheideweg zu stehen. Russland führt eine Vielzahl von jungen Soldaten an die Front und kompensiert daher die Verluste sehr rasch. Analog dem militärischen Equipment von Panzer und Raketen setzt man dort auf Quantität. Man nimmt daher sehr hohe Verluste in Kauf – eine Strategie, die seit der Zarenzeit schon militärische Tradition hat. Auf der anderen Seite hat sich der Krieg „festgefahren“ und die Ukraine kann die eroberten Regionen nur mit massiver Unterstützung des Westens verteidigen. Da die Ressourcen der Ukraine sehr beschränkt sind, bleibt der Ausgang des Abnutzungskrieges ungewiss. Ein Hoffen auf eine Oktoberrevolution in Russland oder ein „Aufstand“ der Oligarchen ist eher unwahrscheinlich. Eher ist zu erwarten, dass nicht krenltreue Oligarchen weiter unter ungeklärten Umständen weltweit zu Tode kommen könnten – ob durch einen Sturz vom Krankenhaus oder von einer Yacht. Sollte es nicht zu einem Sieg – wie auch immer dieser definiert wird – kommen, könnte Europa geopolitisch für lange Zeit geschwächt hervorgehen. Dies wird nicht unbemerkt an den Kapitalmärkten bleiben – vor allem bei US- und asiatischen Investoren.
- b) Die Erholung wird sicherlich einen längeren Zeitraum in Anspruch nehmen. Es wird Phasen von Rückschlägen geben und wir erachten einen „linearen geradlinigen“ Verlauf der Spreads für unwahrscheinlich. Es sollte jedoch zu einer Entspannung kommen.
- c) Sollte es - entgegen den bisherigen Prognosen der Energieversorger – zu einer Rationierung von Gas oder zu schwerwiegenden Störungen in der Infrastruktur durch Sabotage kommen, so ist das obige Szenario einer milden Rezession obsolet. Dann dürfte das Jahr 2023 wohl deutlich schlechter verlaufen, auch mit deutlich anziehenden Ausfallraten im Kreditmarkt.
- d) China hat nun die Covid-Geisterfahrt beendet. Die Zeit der Null-Covid Politik wurde nicht genutzt, um eine Exit-Strategie zu erarbeiten. So trifft das Virus auf eine Bevölkerung mit einer niedrigen Impfquote. Dies trifft besonders für die ältere Bevölkerungsgruppe zu. Glaubt man den Virologen dann wird dies zu 1-3 Mio. Toten führen. Dies wird sicherlich auch Auswirkungen auf die Wirtschaft und dem Verhältnis zwischen dem Volk und der KP-China haben. Die Probleme im Immobiliensektor sind weitgehend noch ungelöst und die KPC spielt dort auf Zeit und versucht die Auswirkungen mit neuen Konjunktur- und Infrastrukturprogrammen zu

mildern. Die Verschuldung wird daher nochmals zunehmen und die Verschleierung der wahren Situation wirkt sicherlich nicht beruhigend auf Investoren. Diese Intransparenz und die Erfahrung der Allmacht der KP, die ganze Städte in Ruhezone verwandelt hat, wird die De-Globalisierung nochmals beschleunigen. China als Werkbank der Welt findet wohl in den nächsten Jahren langsam sein Ende. Doch welches Wirtschaftsmodell soll dem folgen?

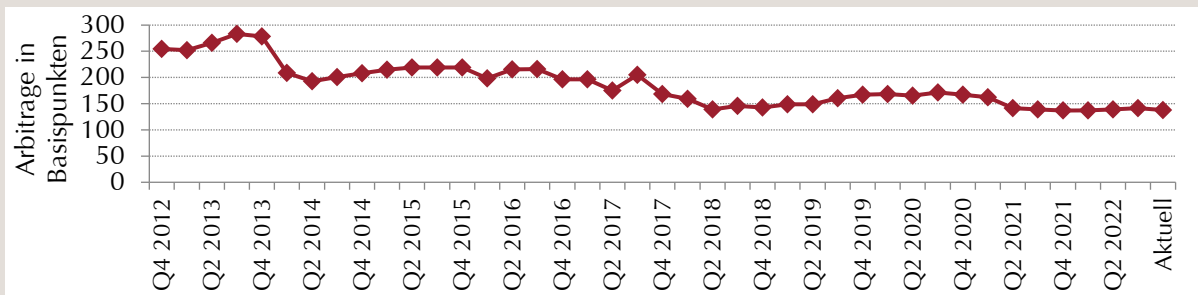
Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



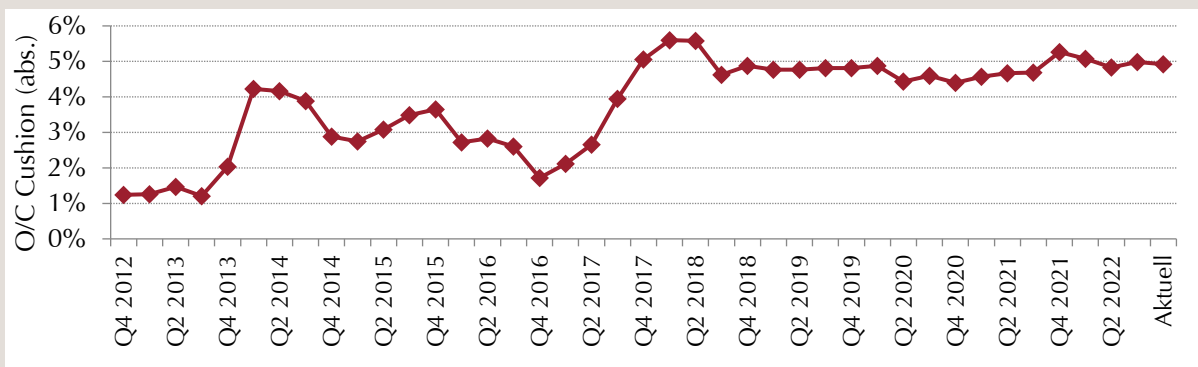
Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



Arbitrage der investierten CLOs



Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: Dezember 2022.

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. 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 oder über unsere Homepage 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.