

Quartalsreport III / 2023

Lupus alpha II CLO Opportunity Notes 2027

Produkt

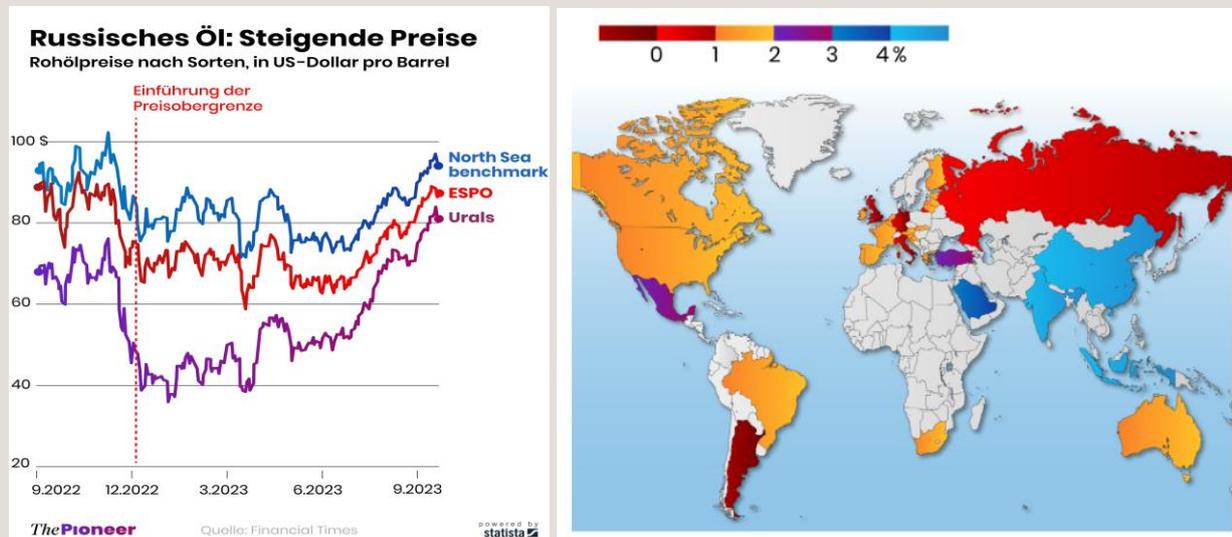
Die Note investiert schwerpunktmäßig in Eigenkapital (Equity-Tranchen) von Collateralized Loan Obligations (CLOs). CLOs sind in ein diversifiziertes Portfolio von hochverzinslichen Unternehmenskrediten (Loans) investiert. Der Mehrertrag der Zinseinkünfte des Loan-Portfolios über die Finanzierungskosten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

Dauerthema in 2023 – Die Leitzinsentwicklung der FED

Mit 11 Zinsschritten seit 2022 hat die FED sicherlich die Erwartungen vieler Marktakteure übertroffen. Trotz dieser massiven und zügigen Zinssteigerungen ist die Resilienz der US-Wirtschaft gegenüber der bisherigen geldpolitischen Straffung eine große Überraschung für die Marktteilnehmer. Die aktualisierten Projektionen lassen erwarten, dass weitere Leitzinserhöhung bis Ende dieses Jahres anstehen könnten. Die deutlichen Revisionen bei den Projektionen für das Bruttoinlandsprodukt (höher) und der Arbeitslosenquote (niedriger) legen nahe, dass sich die Entscheidungsträger der FED von einem „Soft Landing“-Szenario zu einem „No Landing“-Szenario bewegt haben. Dies sorgt allerdings auch für eine höhere Inflationsprognose im Jahr 2025 und damit für weniger geldpolitische Lockerung in den kommenden beiden Jahren. Statt bislang neun Leitzinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte erwartet man nun nur noch sieben Senkungen bis Ende 2025.

Im Gegensatz zu den USA hat sich das Wirtschaftsvertrauen im Euroraum weiter verschlechtert. Darauf weist das Economic Sentiment der Europäischen Kommission hin. Mit 93,3 Punkten lag es im September 0,3 Punkte tiefer als im Vormonat. Vom Konjunktur- und Zinszyklus eilen die USA Europa voraus.

Ölpreise nach Sorten in US-\$ (linke Grafik) und weltweites BIP-Wachstum (rechte Grafik)

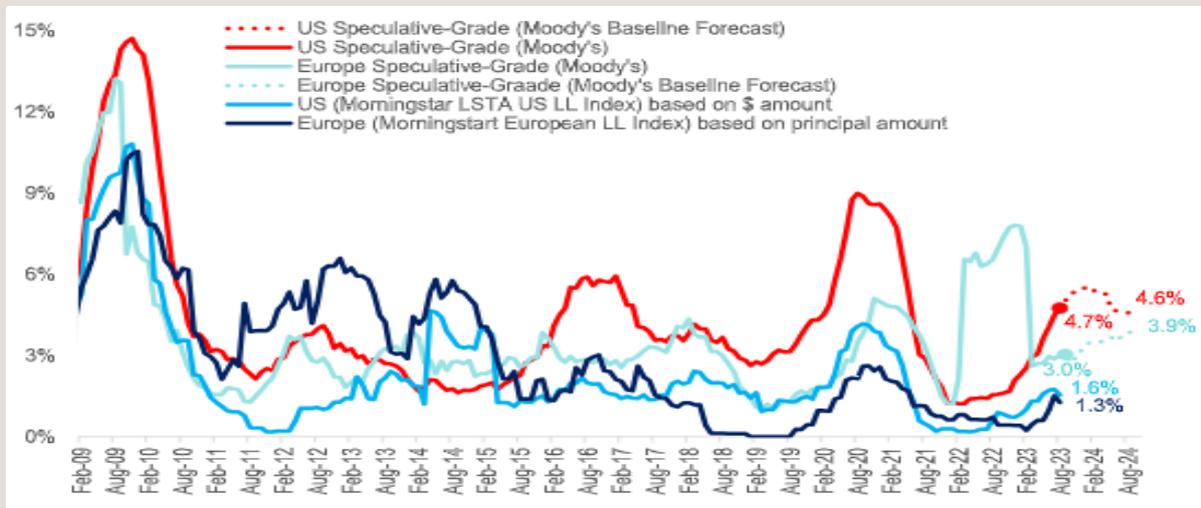


Die Inflation dürfte auch aufgrund des angestiegenen Ölpreises hartnäckig bleiben. Der Preisdeckel von 60 US-\$ für russisches Öl bewirkte ein Absacken des Preises für Ural-Öl, was sich in der Folge auch auf ESPO (Eastern Siberia Pacific Ocean), Nordsee- und US-Brent auswirkte. Seit August steigt der Preis von Ural wieder über die Marke von 60 Dollar an, wobei aktuell der Gleichlauf der Preisentwicklung sehr deutlich zugenommen hat. Daher ist eine Entlastung von Seiten des Ölpreises auf die Inflation nicht zu erwarten – nur eine deutliche Erhöhung der Fördermenge und eine Verzögerung der konjunkturellen Erholung (u. a. in China) könnte dem entgegenwirken. Davon ist jedoch aktuell nicht auszugehen. Der Vizepräsidenten der EZB, Luis de Guindos, bezeichnete die Diskussion über Zinssenkungen als "verfrüht" und warnte, dass die "letzte Meile" beim Rückgang der Inflation auf zwei Prozent die schwerste werden könnte.

CLOs können weiterhin im Umfeld steigender Zinsen profitieren – Trend weiter intakt

Der schnelle und sehr deutliche Anstieg der kurzfristigen Geldmarktsätze im Euroraum hat sowohl in der Höhe als auch in seiner Geschwindigkeit viele Investoren überrascht. Der Anstieg der Zinskurve verursachte bei Durationsprodukten hohe Verluste und bei jeder Überraschung in den Inflationszahlen reagiert der Zinsmarkt empfindlich. Daher verharren die Kurse von Staats- und Unternehmensanleihen in einer Seitwärtsphase. Ob mit der letzten Zinserhöhung der FED auch das Ende des Zinserhöhungszyklus eingeleitet ist, muss sich noch herausstellen. Namhafte Investmentbanken von der Wallstreet halten 7% am kurzen Ende der Kurve in den USA für möglich. Somit bleibt die Unsicherheit bezüglich der Zinshöhe und des Zeitpunkts der Drehung von einer inversen zu einer normalen Zinsstrukturkurve ungewiss. Wir gehen von einer Erholung aus, die allerdings mit einer erhöhten Volatilität verbunden sein wird. CLOs bieten hierbei einen gewissen „Inflationsschutz“, da diese an den Euribor gebunden sind. Bei einem Zinsanstieg wird der Kupon somit quartalsweise angehoben, ohne dass dies mit nennenswerten Kursverlusten verbunden ist. Die Kurse von CLOs werden damit im Wesentlichen durch Kreditrisiken und/oder dem Marktsentiment beeinflusst.

Ausfallraten von US und europäischen Loans

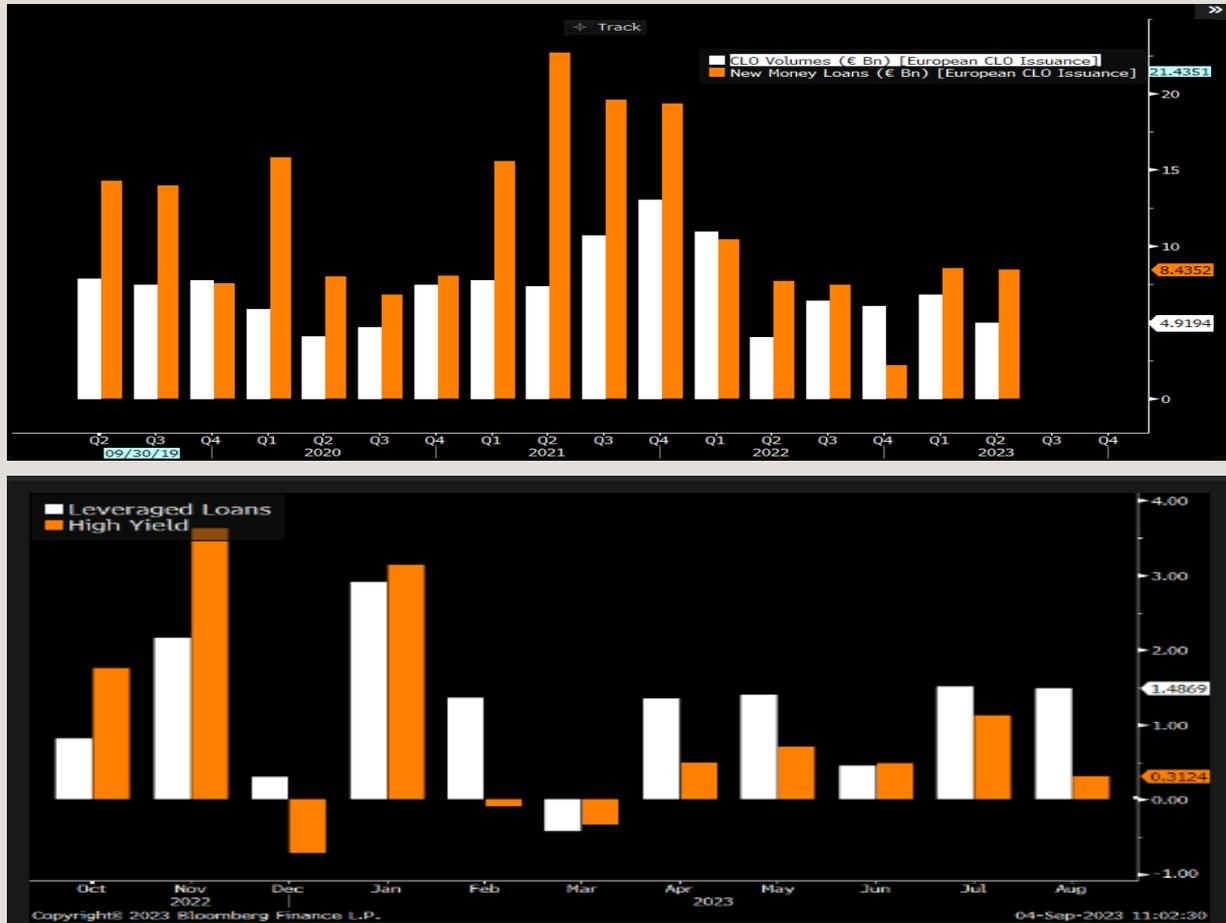


Quelle: City Global CLO Markets Q4/23 Outlook

Nach den Auswertungen der Credit Suisse sind die Ausfallraten in der Spitze auf 2,9% angestiegen und liegen aktuell bei 2,7%. Die Zahlen von Morningstar liegen mit 1,3% deutlich niedriger. Für den spekulativen Bereich erwartet Moody's bis August 2024 einen Anstieg von 3% auf 3,9%. Betrachtet man die 12-Monats Ausfallraten eines zugrundeliegenden Loanportfolios eines CLO-Portfolios, so sind diese ebenfalls gesunken und liegen unter denen eines Loanindex. Der Unterschied zwischen dem Index und dem zugrundeliegenden Portfolio liegt darin begründet, dass einige Loans im Index nicht den Bedingungen für CLOs entsprechen und das aktive Management der CLOs in der Regel Defaults vermeidet. Die CCC-Quote ist zwar im historischen Vergleich mit 4,7% hoch, doch seit einigen Monaten steigt diese nicht weiter an.

CLOs hatten einen wesentlichen Einfluss auf den Kreditmarkt - auch im schwierigen Jahr 2022. Während sie in 2022 fast das gesamte Nettokreditangebot (94%) abdeckten, änderte sich dies im laufenden Jahr. Die Neugelder (Bruttokreditangebot abzüglich Refinanzierungen und Repricings) beliefen sich im ersten Halbjahr auf 17 Mrd. EUR (Bloomberg), aber die CLO-Emissionen sind auf 11,6 Mrd. EUR bzw. nur 68% des Nettokreditangebots zurückgegangen. Doch trotz der sinkenden CLO-Nachfrage stieg das Nettokreditangebot und somit der Gesamtmarkt. Der Durchschnittspreis der größten Loans bei CLO-Neuemissionen lag bei 98,8€. Dies sind 1,8 €-Punkte mehr als der gewichtete durchschnittliche Loanpreis aller EUR-CLOs und 2,2 €-Punkte mehr als der Loanpreis-Index von ELLI. Dies ist u. a. darauf zurückzuführen, dass das Loanportfolio bei CLO-Neuaufgabe keine CCC-Quote aufweist und damit im Durchschnitt teurer ist als ein Portfolio eines bestehenden CLOs.

Europäische CLOs und Neuemissionen im Loanmarkt (obere Grafik) und Performance von europäischen Loans und HY (untere Grafik)



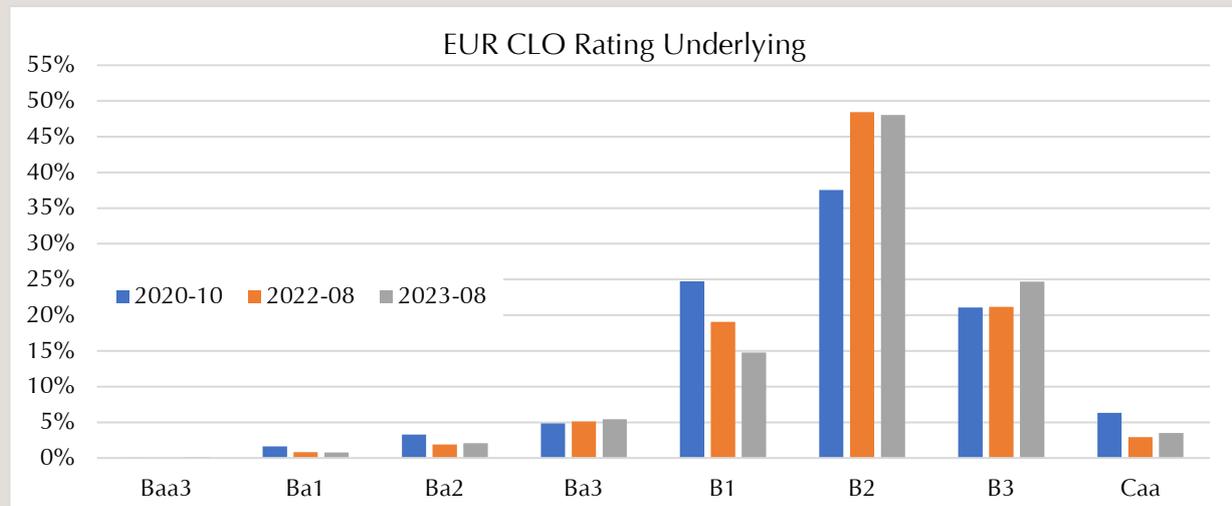
Quelle: Bloomberg, Stand: September 2023.

Ein Euribor von 3,8%, der immer neue Rekorde aufstellt, und eine Erholung der Sekundärmarktsreads verhalfen dem Loanmarkt im August zu einem Plus von 1,5%. Damit übertraf der Loanmarkt den High Yield-Markt (0,3%) den fünften Monat in Folge. In Anbetracht des Durchschnittspreises von 96% für europäische Loans und der steigenden Nervosität an den Märkten gehen wir weiterhin davon aus, dass die Preisentwicklung hin zu Par noch Zeit benötigen wird.

Vor diesem Hintergrund wird die Entwicklung der Bundesanleihen mit kürzeren Laufzeiten und des Euribor darüber entscheiden, ob die Renditen für Loans weiterhin höher ausfallen werden als die von High Yield Bonds. Die Entwicklung der Note wird aus drei Quellen gespeist:

- Pull-to-Par bei den Kupontranchen (zurzeit schwächer ausgeprägt)
- Wertaufholung der Kurse der Equity-Tranchen, da diese bisher von der Kurserholung der Loans kaum profitierten.
- Steigende kurzfristige Zinssätze, die zu einer quartalsweisen Anhebung der Kupons bei Loans bzw. CLOs führen, ohne dass dabei Kursverluste entstehen.

Ratingverteilung des Underlyings



Quelle: Moody's, Stand: September 2023.

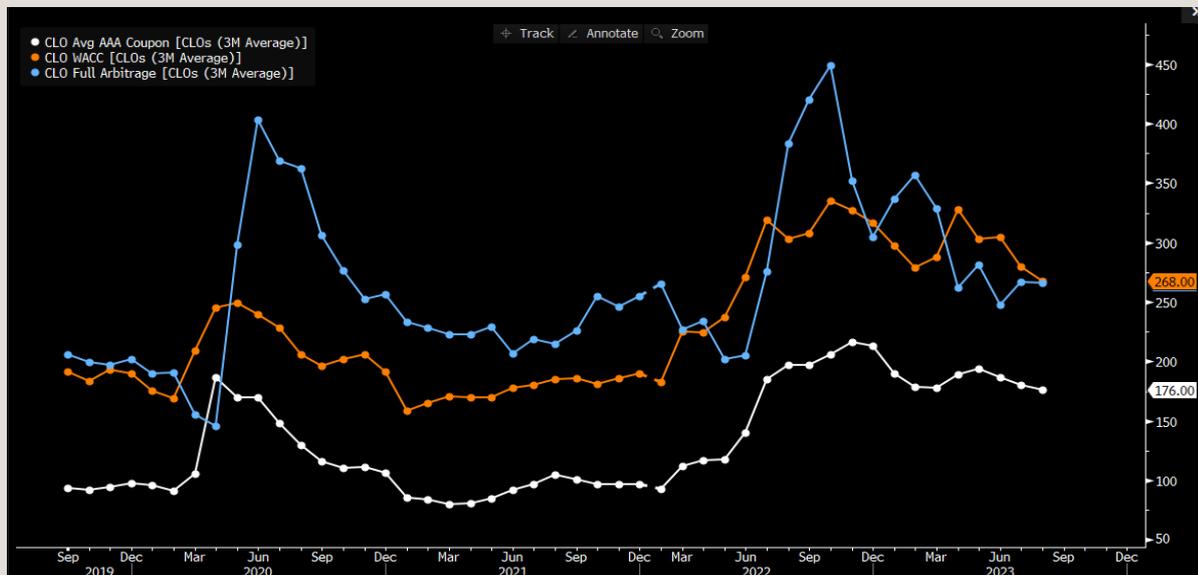
Betrachtet man die Ratingverteilung während der Coronakrise sowie im Jahr 2022 mit der von heute, so ist der Anteil von Caa deutlich höher als im letzten Jahr, aber niedriger als in der Coronakrise (Grafik oben von Moody's). Der überwiegende Anteil der Loan-Ratings liegt im Bereich B1 bis B3. In 2022 war das Rating im Durchschnitt etwas besser als heute; doch die Veränderungen sind überschaubar.

Arbitrage- und Kuponentwicklung für CLO-Tranchen

Die Spreads auf der Refinanzierungsseite der CLOs sind vom vergangenen Hoch nach dem starken Rückgang im Juli auch im August weiter gesunken und haben die 300 Basispunkte-Marke unterschritten. Die gesamten CLO-WACC (gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten aller Tranchen) sanken um 12 Basispunkte auf 268 Basispunkte. Die Kosten für AAA-Tranchen sanken im August um 4 Basispunkte auf 176 Basispunkte. Da der Rückgang der CLO-WACC durch einen ähnlichen Anstieg der Spreads für Neuemissionen von Loans ausgeglichen wurde, blieb die CLO-Arbitrage mit 266 Basispunkten bzw. 183 Basispunkten Kuponarbitrage (notierte Marge für Neuemissionen minus CLO-WACC) unverändert (siehe Grafik unten).

Die Arbitrage, d. h. die Differenz zwischen neuen Krediten und den Gesamtkosten von CLOs, ist in den letzten Monaten stetig gesunken und bei weitem nicht mehr so hoch wie im Oktober 2022 (450 Basispunkte). Wir gehen jedoch davon aus, dass die Emission von Krediten im September anziehen wird und die Differenz entsprechend steigen wird.

Arbitrage von CLOs (WACC) und durchschnittlicher Spread für AAA-Tranchen.



Quelle: Bloomberg, Stand: September 2023.

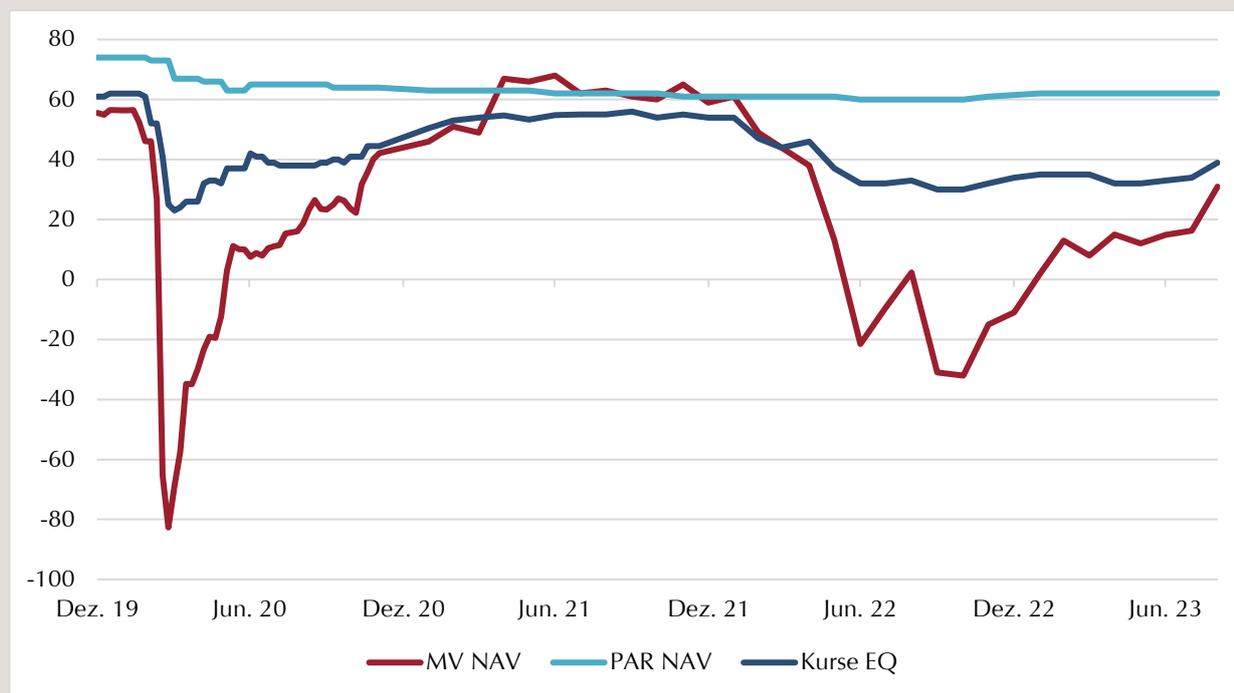
Die global tätigen Manager dominieren mit 82% die europäischen Neuemissionen in 2023. Mit Canyon, M&G, Pemberton und Signal haben vier Manager in Europa ihr Debüt gegeben. Weitere sieben Manager planen ihre ersten EUR CLOs, darunter AB CarVal, Arini, Fortress, Muzinich, Nuveen, PIMCO und Sona.

In den vergangenen Monaten haben die Equity-Kurse nicht die Entwicklung am Loanmarkt nachvollzogen. Der Kurs des europäischen Loanspreisindex ist von 94,5 (Stand Ende Juni) auf 96,6 gestiegen. Ein Preisanstieg von gut 2 Punkten. Bei einem Kredithebel von 9 hätten die EQ-Tranchen um ca. 18 Punkten steigen müssen. Die Durchschnittskurse sind jedoch nur von 33 auf 39 gestiegen, d.h. die EQ-Tranchen haben kaum an innerem Wert aufbauen können. Dies hat einige Ursachen:

- Die Arbitrage ist stetig gesunken und darunter waren die EQ-Tranchen in der gesamten Struktur am meisten betroffen.
- Die vom Markt antizipierten steigenden Defaultraten werden zunächst von den EQ-Tranchen aufgefangen werden müssen, darunter leidet die Nachfrage.
- Durch die unterschiedlichen Laufzeiten der Euribor-Sätze (3 zu 6 Monate-Euribor) entwickelten sich diese unterschiedlich. Damit gab es bei unterschiedlichen Referenzgrößen zwischen Loans und CLO-Debt-Tranchen ein Mismatch. Dies ging zu Lasten der EQ-Tranchen. Am aktuellen Rand hat dies jedoch an Bedeutung verloren.

In Summe hat sich der MV NAV (Marktwert des Net Asset Value) lange Zeit kaum verändert. Erst am aktuellen Rand steigt dieser. Mit diesem Anstieg geht auch eine weitere Steigerung der EQ-Preise einher. Daher dürfte sich dieser weiter positiv entwickeln unter der Voraussetzung, dass es im Markt keine größeren Verwerfung gibt, die diesen in den Risk Off Modus versetzen.

Marktwert (MV NAV) und Kurse der Equity Tranchen



Quelle: Moody Analytics und eigene Berechnungen Stand: September 2023.

Wertentwicklung und Kennzahlen

Aufgrund der Markterholung seit Jahresanfang hat sich der Wert der Note nun auf 832 Euro pro Anteilsschein ausgebaut. Die hohen Ausschüttungen fanden ihren Niederschlag in einer höheren Kassequote von 9%. Bei Rückschlägen an den Märkten kann diese zur Allokation von B oder EQ-Tranchen verwendet werden. Die Mezzanine Tranchen konnten dank des steigenden Euribor profitieren. Für die Debt-Tranchen stieg der mittlere Kurs leicht auf 84% an. Über das gesamte Jahr lag die Kurserholung der Kupontranchen bei 10% (Kurs von 76% zu Jahresanfang). Die Ausschüttungen der Equity-Tranchen waren unverändert hoch. Aufgrund der Unsicherheit und der erwarteten Ausfallraten haben sich die Equity-Tranchen weitgehend unverändert gezeigt. Die Allokation blieb gegenüber dem letzten Quartal unverändert. Performancetreiber waren daher die Ausschüttungen bei den Equity- sowie die hohen Kuponerträge bei den BB- und B-Tranchen. Aufgrund des Anstieges des Euribors ist der laufende Kupon der Mezzanin-Tranchen deutlich angestiegen. Da in diesem und im letzten Jahr nur Debt-Tranchen für das Portfolio erworben wurden, hat sich der Anteil von EQ-Tranchen deutlich verringert. Dies hat den Vorteil, dass das Portfolio defensiver ausgerichtet wurde und der sich nun abzeichnende Anstieg der Defaultraten für B- und BB-Tranchen sich nicht unmittelbar auswirken wird.

Lupus alpha II CLO Opportunity Notes 2027 – Performance



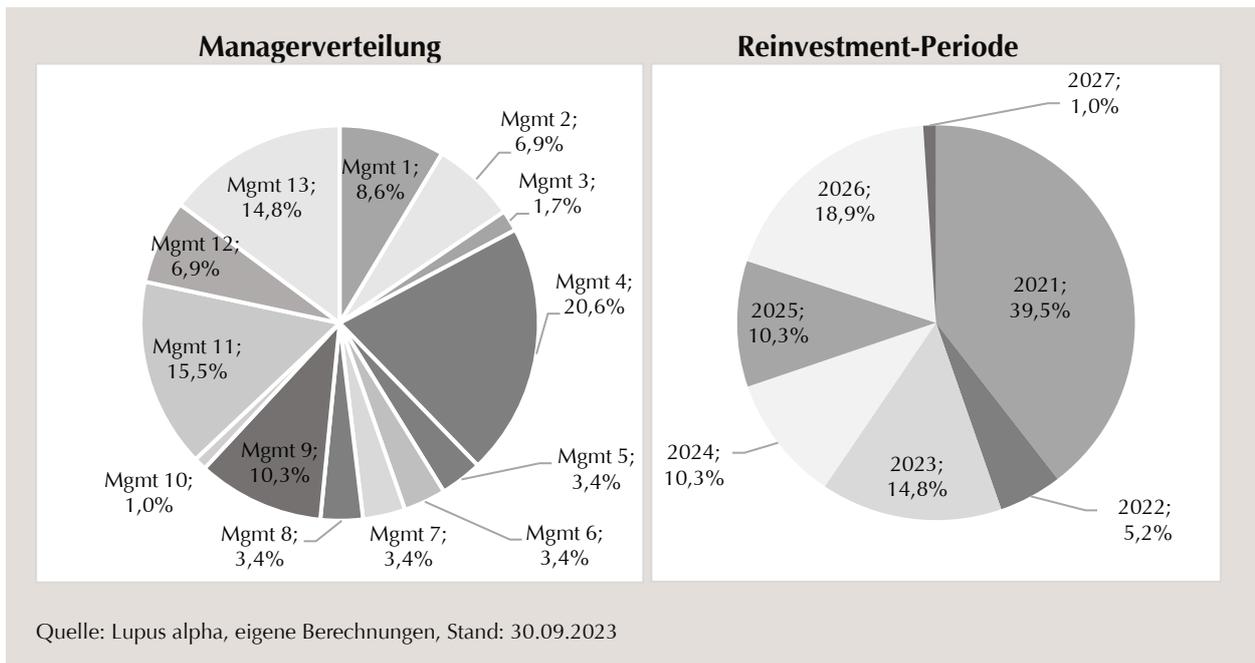
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 30.09.2023

Das Marktumfeld bleibt weiterhin schwierig, da viele Einflussfaktoren einen politischen Ursprung haben. Wir sehen das Portfolio jedoch auch für mögliche Krisen robust aufgestellt.

| Kennzahlen | | Wertentwicklung | |
|--------------------|--------------|-----------------|---------|
| ISIN | XS0963406052 | 2014 | -0,13% |
| Kurs (30.09.2023): | 832 | 2015 | 11,5% |
| | | 2016 | 12,5% |
| | | 2017 | 9,6% |
| | | 2018 | 1,6% |
| | | 2019 | 4,1% |
| | | 2020 | 0,12% |
| | | 2021 | 36,41% |
| | | 2022 | -17,25% |
| | | 2023 | 25,59% |

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 30.09.2023

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus 16 EUR CLO Equity-Tranchen, zwei EUR CLO BB Tranchen und vier B-Tranchen von insgesamt 13 Managern. Das Volumen betrug knapp 14,1 Mio. Euro.



Die Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 8,98 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) ist leicht auf 4,57% gestiegen. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 388 Basispunkten (bps) über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (174bps) von 214 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15bps) und der Junior-Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 164 bps.

Seit Auflegung gab es 528 Ausschüttungen von Equity/BB/B-Tranchen im Portfolio (Stand September 2023). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 13,56% p.a. auf das investierte Nominal. Im Berichtszeitraum konnten ca. 769 Tsd. EUR Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden. Die Kupons und Ausschüttungen beliefen sich auf 9,82% bezogen auf das Nominal.

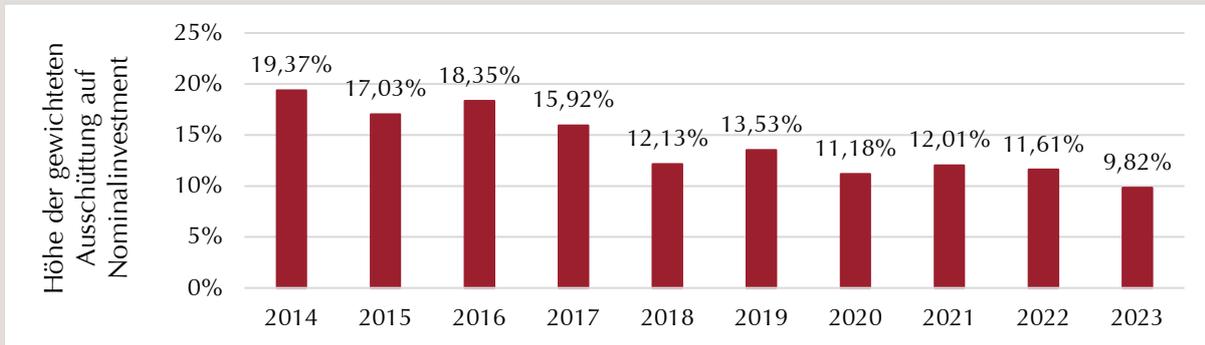
Ausblick und Positionierung

Die konjunkturelle Erholungsphase wird wohl mit einigen Hürden behaftet sein und der US-Wahlkampf steht bereits vor der Tür. Wir behalten die Erwartungen, die wir in Q2 publiziert haben, wobei die Dynamik der Erholung weiter nachgelassen hat.

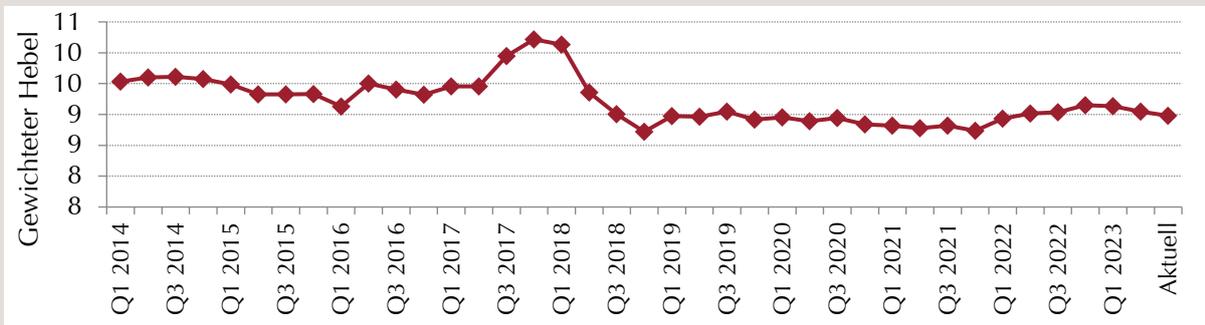
Vergleicht man die CLOs mit anderen Assetklassen, so bleiben diese sehr attraktiv gegenüber anderen Fixed Income-Investments. Dies ist jedoch nicht ohne Risiko möglich, d. h. wir werden sicherlich in den nächsten zwei Jahren temporäre Rücksetzer in der Entwicklung erleben. Der US-Wahlkampf wirft schon jetzt seine Schatten voraus und die Erholung der Konjunktur in China dürfte deutlich langwieriger ausfallen als der Markt dies noch vor einem Jahr angenommen hat. Der Krieg in der Ukraine und die abnehmende Unterstützung oder andere kriegerische Auseinandersetzungen in anderen Ländern dürfte die Risiken ansteigen lassen – besonders in Europa, falls nach der US-Wahl die militärische Unterstützung für die Ukraine signifikant gekürzt werden sollte. Wesentliche

Risikofaktoren dürften die noch ansteigenden Defaultraten im zugrundeliegenden Loanportfolio sein. Für die Equity-Tranchen dürfte die weitere Entwicklung der Defaultrate in 2024 der Performancetreiber sein. Für die BB- bzw. B- Grade-Tranchen dürfte sich dies nur durch einen langsameren Pull-to-Par-Effekt auswirken.

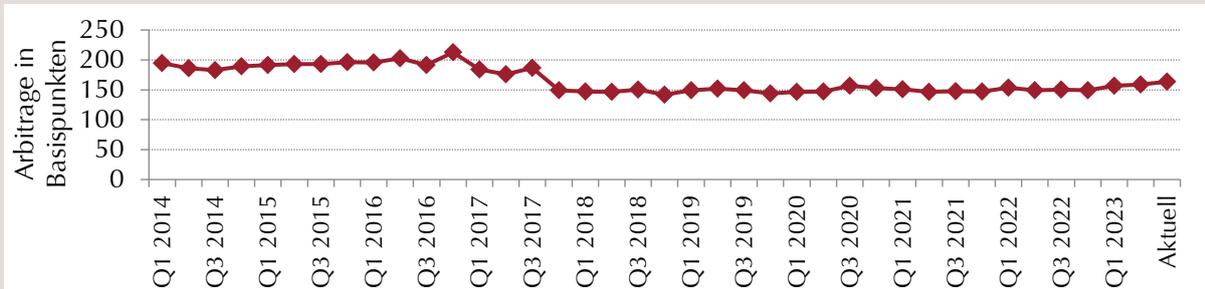
Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



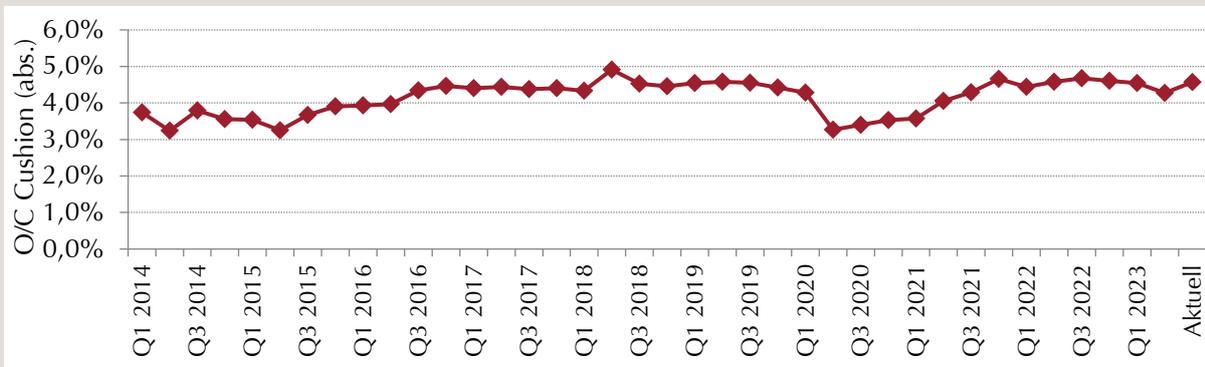
Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



Arbitrage der investierten CLOs



Most Junior Cushion O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: September 2023.

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.