

Quartalsreport II / 2024

## 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.

### Lupus alpha erhält internationalen Award für die Lupus alpha II CLO Opportunity Notes 2027

Bei den 16. Creditflux Manager Awards in London gewann das vierköpfige CLO-Team von Lupus alpha, das seit 20 Jahren erfolgreich zusammenarbeitet, nach 2018 erneut den Award als „Bester CLO-Fonds“ in der Kategorie unter 150 Mio. US-Dollar. Creditflux ist einer der weltweit größten Datenanbieter in dem Markt für CLO. Die jährlichen Awards werden vergeben nach rein quantitativen Kriterien an die besten CLOs, CLO-Manager und CLO-Fonds und gehören zu den bedeutendsten internationalen Auszeichnungen in diesem Segment.



#### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

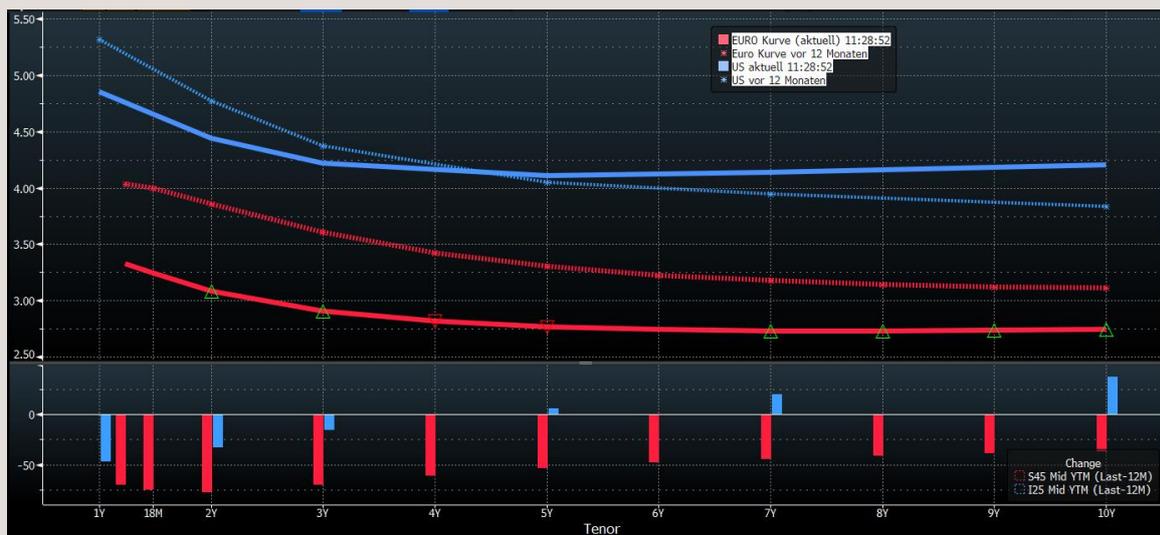
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

## 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 zeichnen 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

### Marketingmaterial

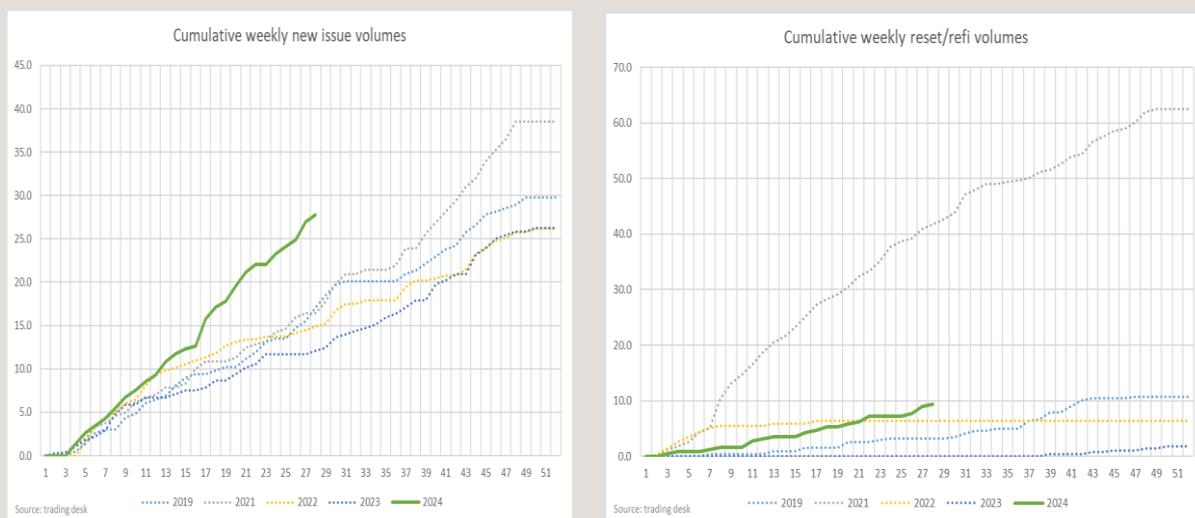
Nur für professionelle Investoren.

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

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).

## 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.

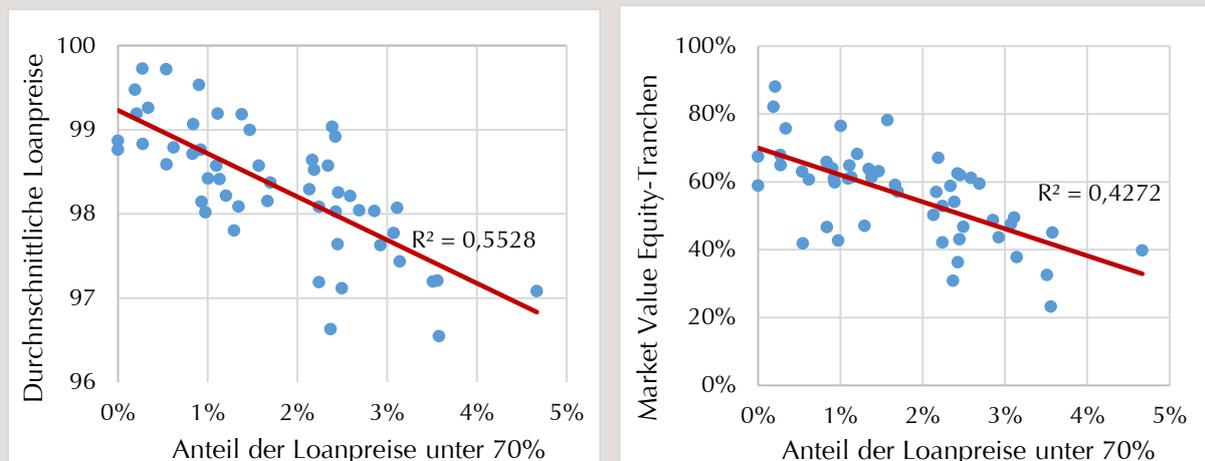
## Loan-Preisverteilung im Lupus alpha CLO High Quality Invest (links) und prozentualer Anteil der Loans für verschiedene Preisspannen (über Par, zwischen 80-90% und < 80%; rechts)



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.

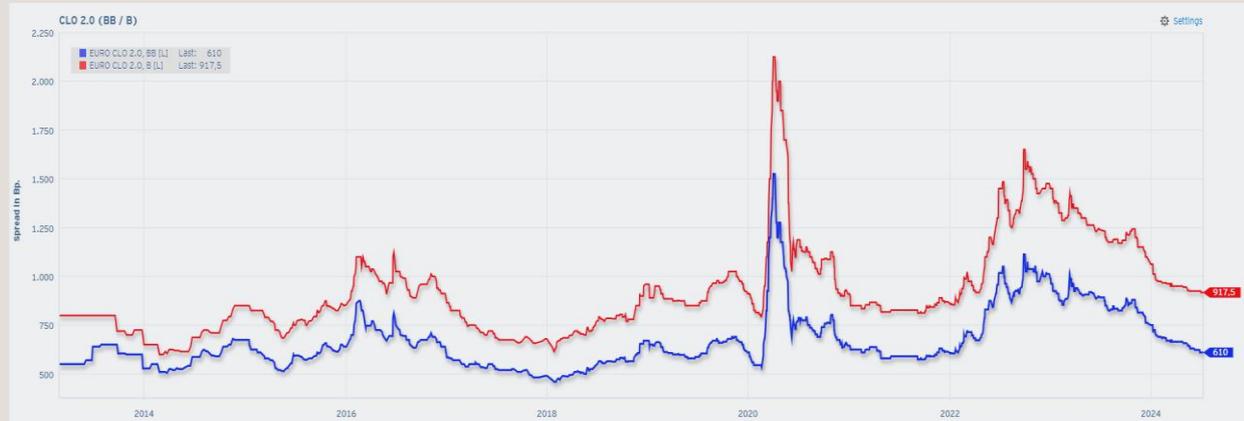
### Marketingmaterial

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 Lupus alpha Notes von 911 zu Jahresanfang auf 978 Euro pro Anteilsschein ausgebaut, wobei 50,5 Euro im Juni ausgeschüttet wurden. Die Kassequote hat sich von 7% auf 4% auch auf Grund der Ausschüttung reduziert. Für die Debt-Tranchen stieg der mittlere Kurs leicht von 84% auf 89% an. Über das gesamte Jahr konnten die Kupon-Tranchen deutliche Kursgewinne verbuchen (Kurs von 76% zu Jahresanfang). Die Ausschüttungen der Equity-Tranchen waren unverändert hoch. Das Verhältnis Debt- zu Equity-Tranchen beträgt derzeit 30% zu 70%. Die Durchschnittskurse der Equity-Tranchen notieren zu 40% und damit ebenfalls höher als zu Jahresanfang. 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 eines gestiegenen Euribors. .

### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

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

## Lupus alpha II CLO Opportunity Notes 2027 – Performance



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

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

Das Management hat die Positionierung beibehalten. Die Gesamtzahl der Positionen umfasst 21 Tranchen mit einem Volumen von 17 Mio. Euro. Das Portfolio umfasst 8 Tranchen im BB/B- Bereich, die ein Nominalvolumen von 9,2 Mio. Euro aufweisen.

Kennzahlen		Wertentwicklung	
ISIN	XS0963406052	2013	15,1%
Kurs (26.06.2024):	978	2014	-0,13%
		2015	11,5%
		2016	12,5%
		2017	9,6%
		2018	1,6%
		2019	4,1%
		2020	0,1%
		2021	36,4%
		2022	-17,3%
		2023	45,4%
		2024	13,0%

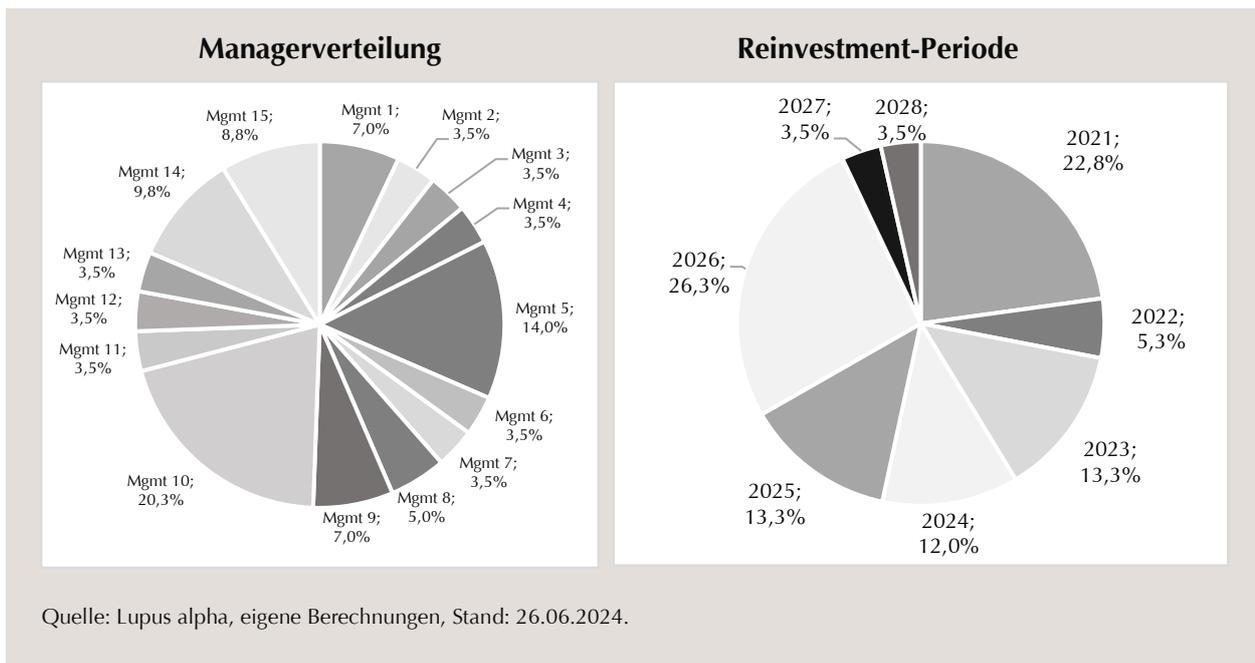
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 26.06.2024.

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.



Die Lupus alpha Note ist zurzeit in EUR CLO Equity-Tranchen mit einem durchschnittlichen Hebel von ca. 9,4 investiert. Der für die Zahlung an Equity-Tranchen maßgebliche Übersicherungstest (Most Junior O/C Cushion) ist unverändert bei 4,8%. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 403 Basispunkten (bps) über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten (193bps) von 210bps generiert. Abzüglich der Senior- (15bps) und der Junior-Fee (35bps) ergibt sich eine Arbitrage von 160bps.

Seit Auflegung gab es 591 Ausschüttungen von Equity-, BB- und B-Tranchen im Portfolio (Stand Juni 2024). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 13,55% p.a. auf das investierte Nominal. Im Berichtszeitraum konnten ca. 1.070 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. Es gab im letzten Quartal keine Umschichtungen im Portfolio.

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

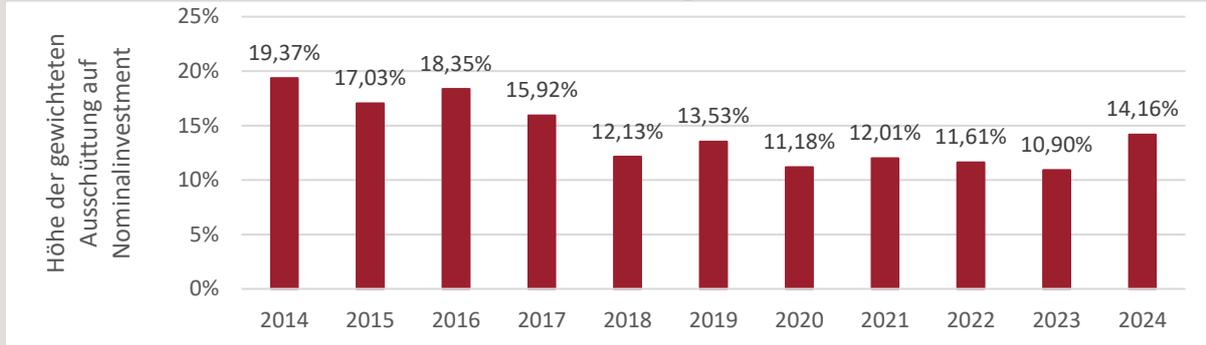
### Marketingmaterial

Nur für professionelle Investoren.

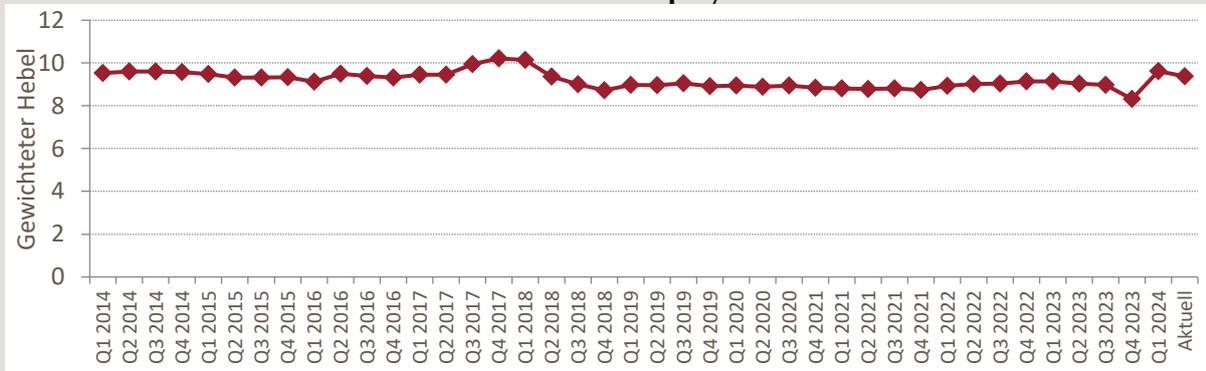
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

externe Schocks (weitere Kriege, eskalierende Handelskonflikte, Naturkatastrophen, usw.) günstige Einstiegszeitpunkte bieten. Für die Equity-Tranchen dürfte die weitere Entwicklung der Default-Rate den weiteren Verlauf der Marktpreise dominieren.

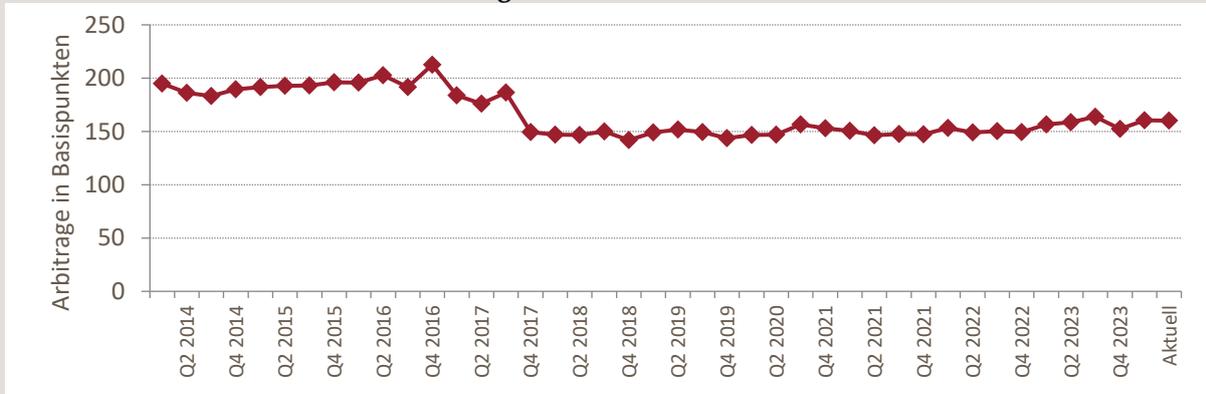
## Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



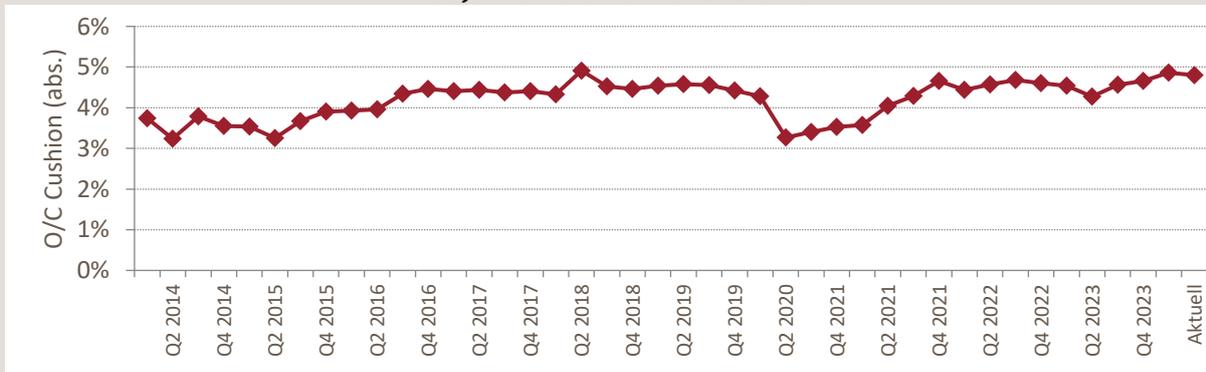
## Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



## 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.