Quartalsreport IV/2025

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.

Divergierende Geldpolitik und Spread-Veränderung

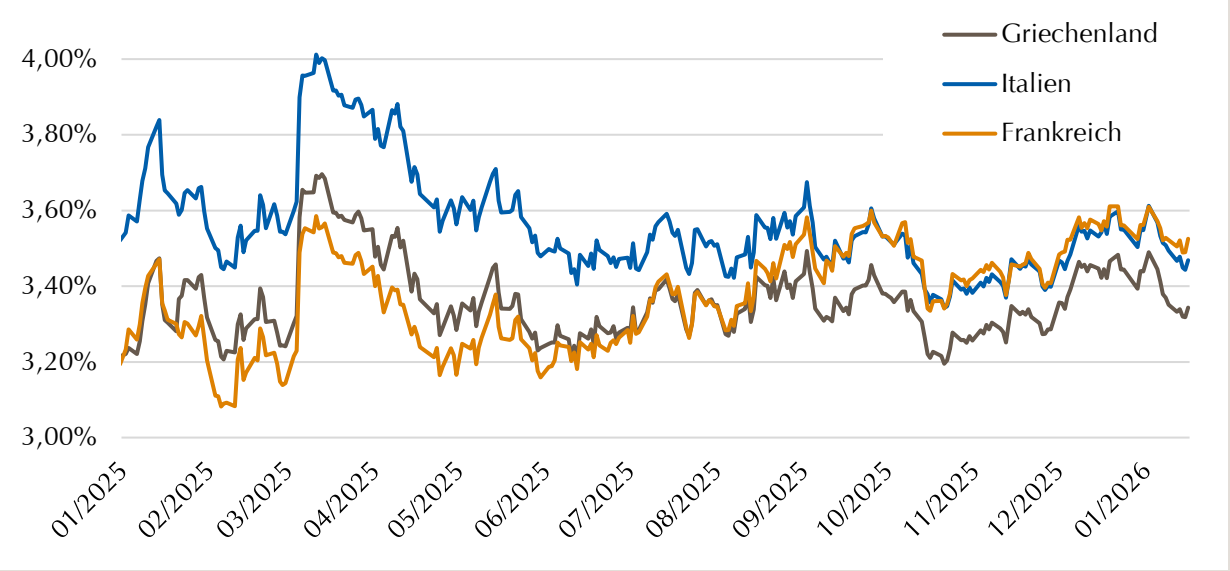
In einem ruhigen Schlussquartal an den Kapitalmärkten mit geringer Handelsaktivität und ruhigem Emissionsgeschäft dominierten ausschließlich die drei großen Notenbanken das Nachrichtengeschehen. Die Bank of Japan vollzog mit der Zinsanhebung auf den höchsten Stand (0,75%) seit drei Jahrzehnten ihre geldpolitische Wende, während sich die Divergenz zwischen der Geldpolitik in der Eurozone und der in den USA verfestigte.

Während die EZB bei ihrer neutralen Haltung bleibt, befindet sich die US-Fed weiter im Zinssenkungspfad, was sich zeitweise belastend auf den Währungsmarkt auswirkte. Der Greenback wertete zwischenzeitlich noch einmal auf den unteren Rand seines etablierten Seitwärtstrendkanals ab und gab damit als Weltleitwährung die Handelsrichtung für die meisten anderen Devisen vor. Spiegelbildlich zu dieser Bewegung wurde das Jahr mit einer historisch hohen, spekulativen Long-Position auf den (fundamental bereits ambitioniert bewerteten) Euro beendet.

Weltweit hielten sich die Befürchtungen einer steigenden Inflation hartnäckig – vor allem mit Blick auf das Neuverschuldungsniveau vieler Staaten. Dies führte im Dezember international zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen. Ebenso veränderten sich im vergangenen Jahr die Spreads gegenüber 10-jährigen, deutschen Staatsanleihen für einige Volkswirtschaften in der Eurozone. Nach politischen Ereignissen wie dem „Liberation Day“ und der Einführung neuer Zolltarife sind die Spreads für Staatsanleihen und Unternehmensanleihen in allen Volkswirtschaften angestiegen. Zwar fielen diese in den folgenden Monaten wieder etwas, doch zeigten sich hierbei deutliche Unterschiede – unter anderem zwischen griechischen, französischen und italienischen Staatsanleihen (siehe Grafik unten).

Griechenland weist für das Jahr 2025 mit rund 147% des BIP weiterhin die höchste Schuldenquote unter den drei Staaten auf, wenngleich ein deutlicher Rückgang von etwa 153% des BIP zu beobachten war. Diese Entwicklung reflektiert eine Kombination aus anhaltendem, nominalem Wirtschaftswachstum, moderaten Primärüberschüssen sowie einer günstigen Zinsstruktur der griechischen Staatsschuld. Letztere ist maßgeblich durch langfristige, teilweise konzessionäre Kredite geprägt, die im Zuge der europäischen Stabilitätsprogramme gewährt und teilweise vorzeitigt getilgt wurden.

Zinsentwicklung 10-jähriger Staatsanleihen von Griechenland, Italien und Frankreich



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung. Stand: 16.01.2026.

Italien hingegen befindet sich in einer strukturell angespannten fiskalischen Lage. Die Schuldenquote lag 2024 bei rund 137% des BIP und stieg 2025 weiter an. Diese Entwicklung ist insbesondere vor dem Hintergrund eines niedrigen Potenzialwachstums, hoher Refinanzierungsbedarfe und einer vergleichsweise kurzen durchschnittlichen Laufzeit der Staatsschuld zu interpretieren. Der Zinsanstieg im Euroraum wirkt sich daher überproportional auf den italienischen Haushalt aus. Zudem begrenzen politische Unsicherheiten und eine fragmentierte Haushaltsstruktur die Fähigkeit, nachhaltig Primärüberschüsse zu erzielen, was die Stabilisierung der Schuldenquote erschwert.

Frankreich weist im Vergleich zu Italien und Griechenland eine niedrigere, wenngleich ansteigende Schuldenquote auf. Im Jahr 2024 lag die Verschuldung des Landes bei etwa 113% des BIP und dürfte nach aktuellen Prognosen 2025 auf über 115% steigen. Dieser kontinuierliche Anstieg deutet auf eine fortgesetzte fiskalische Expansion hin. Die Ursachen für diese Entwicklung sind weniger in akuten Refinanzierungsproblemen zu suchen. Vielmehr sind persistente Primärdefizite sowie eine expansive Sozial- und Investitionspolitik als Haupttreiber zu nennen. Auch die verzögerte fiskalische Konsolidierung (u. a. Verschiebung der Rentenreform) trägt dazu bei, dass Frankreich seine Staatsverschuldung bislang nicht nachhaltig senken konnte. Anders als in Italien wird die Schuldentragfähigkeit Frankreichs bislang durch eine hohe Marktliquidität französischer Staatsanleihen und eine stabile institutionelle Reputation gestützt.

Für das Jahr 2026 ist davon auszugehen, dass die fiskalische Lage in einigen hochverschuldeten Ländern des Euroraums angespannt bleiben wird. Italien und in noch stärkerem Maße Frankreich dürften aufgrund der Kombination aus schwachem Wachstum, steigenden strukturellen Ausgaben und politischer Unsicherheit weiterhin unter erheblichem Konsolidierungsdruck stehen. Dies dürfte die Sensitivität beider Länder gegenüber Zinsänderungen und Risikoaufschlägen an den Kapitalmärkten weiter erhöhen.

Insbesondere in Frankreich kommt ein struktureller Anstieg der Ausgaben für Verteidigung, die innere Sicherheit und den Schutz kritischer Infrastruktur hinzu. Belastend wirkt dabei neben dem schwachen Wirtschaftswachstum zudem eine steigende Arbeitslosigkeit, die sich vor allem unter jungen

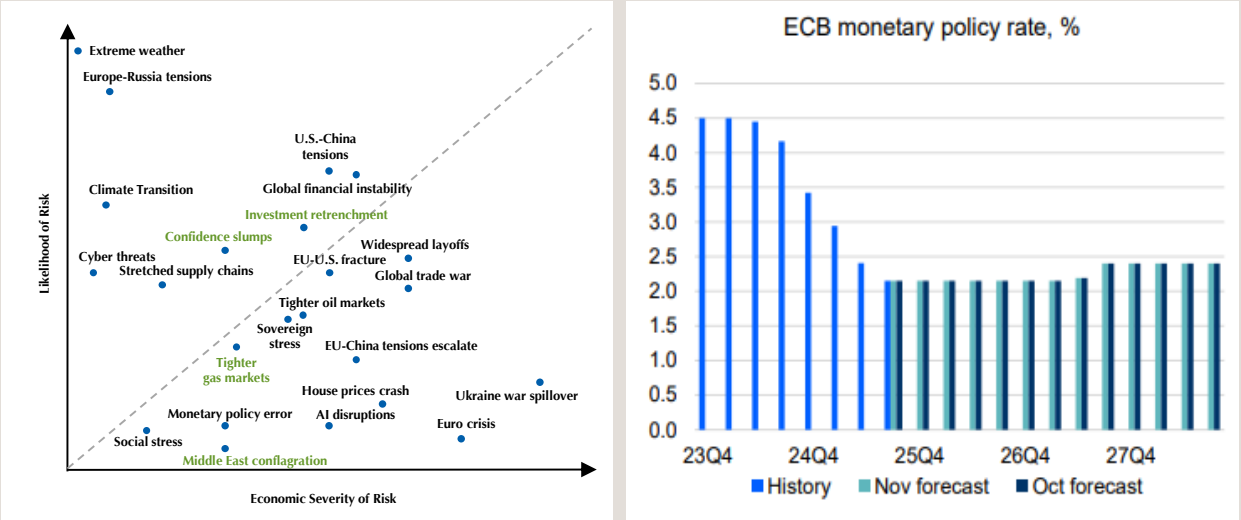
Erwerbspersonen manifestiert. Nach den jüngsten verfügbaren Daten von Eurostat betrug die Jugendarbeitslosenquote (für 15- bis 24-Jährige) in Frankreich Ende 2025 etwa 18,9% und wird auch für das Jahr 2026 in einer ähnlichen Größenordnung von ca. 18-19% prognostiziert. Damit liegt diese Quote deutlich über dem EU-Durchschnitt von zuletzt rund 14-15% und zeigt, dass junge Erwerbsfähige in Frankreich weiterhin vergleichsweise stark vom Arbeitsmarkt benachteiligt sind. Daraus könnten 2026 ggf. Protestbewegungen entstehen. Stabilisierend dürfte hingegen wirken, dass in diesem Jahr keine entscheidenden Wahlen anstehen.

Risikofaktoren & Zinserwartungen für 2026

Die Ratingagenturen veröffentlichen zum Jahresende regelmäßig makroökonomische Risikoprognosen. Besonders interessant sind in diesem Zusammenhang die Analysen von Moody's. Dort werden die globalen Risiken systematisch erfasst und nach Eintrittswahrscheinlichkeit sowie ökonomischer Tragweite bewertet. Das von Moody's veröffentlichte Risikodiagramm (siehe unten links) ordnet dazu globale Schockszenarien entlang zweier Dimensionen ein. Auf der horizontalen Achse wird die ökonomische Schwere des Risikos (economic severity of risk) abgetragen, die den potenziellen makroökonomischen Schaden eines Ereignisses widerspiegelt. Die vertikale Achse schätzt die Eintrittswahrscheinlichkeit des Risikos (likelihood of risk) aus heutiger Sicht.

Inhaltlich zeigt das Diagramm, dass Risiken wie extreme Wetterereignisse, europäische bzw. regionale geopolitische Spannungen (z. B. mit Russland) und Cyberattacken eine vergleichsweise hohe Eintrittswahrscheinlichkeit aufweisen, jedoch tendenziell eine begrenzte ökonomische Schadenswirkung entfalten sollten. Demgegenüber sind Szenarien wie eine globale Finanzinstabilität, ein breit angelegter Handelskrieg oder eine ausgeprägte Fragmentierung der Weltwirtschaft durch eine hohe ökonomische Schwere gekennzeichnet, auch wenn ihre Eintrittswahrscheinlichkeit geringer eingeschätzt wird. Besonders hervorzuheben ist, dass im Diagramm grün markierte Risikofaktoren – etwa Investitionszurückhaltung oder Vertrauensverluste – explizit als Risiken mit abnehmender Eintrittswahrscheinlichkeit gekennzeichnet sind. Insgesamt verdeutlicht die Analyse, dass das globale Risikoumfeld durch eine Vielzahl heterogener Schocks geprägt ist, deren Eintrittswahrscheinlichkeit und ökonomische Schwere stark variieren.

Risikofaktoren nach Moody's (links) und Zinsentwicklung der EZB (rechts)



Quelle: Moody's, Euro Zone Baseline Outlook. Stand: Ende November 2025.

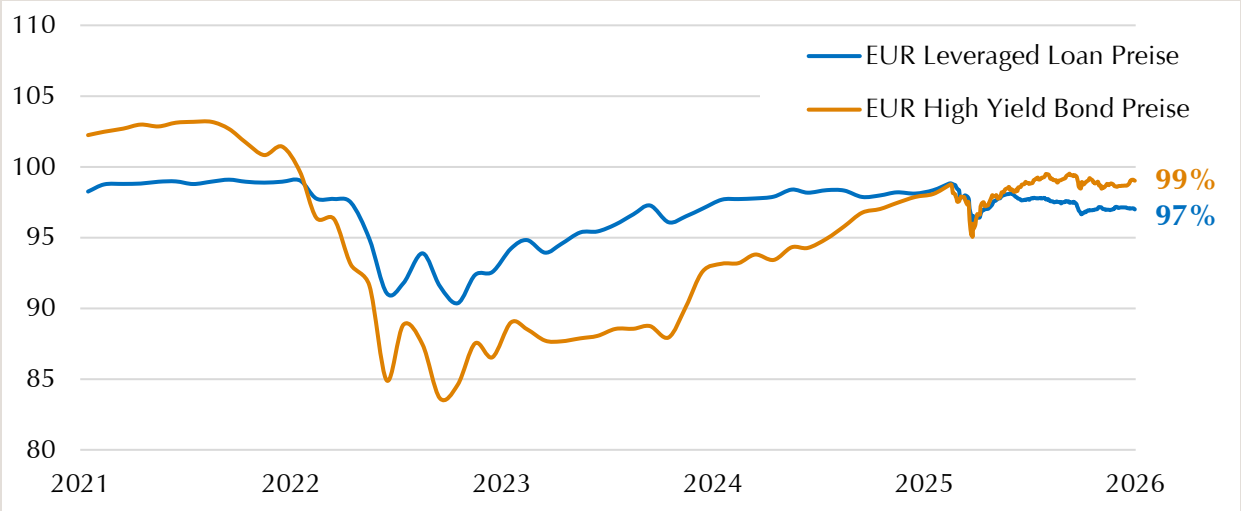
Von Seiten des Leitzinses erwartet Moody‘s kaum Veränderungen. Die rechte Seite der Grafik zeigt den Rückgang des EZB-Leitzinses bis Ende 2025. In den Prognosen für 2026 und 2027 wird ein weitgehend stabiles, leicht ansteigendes Zinsniveau erwartet. Dies deckt sich mit den impliziten Markterwartungen (Forward Rates). Für den Loan- und CLO-Markt bedeutet dies, dass die variable Komponente des Kupons (Euribor) in 2026 weitgehend stabil verlaufen könnte. Damit würde sich der fallende Trend des Euribors aus dem vergangenen Jahr in 2026 nicht fortsetzten. Unter diesem Szenario, und bei gleichbleibenden Spreads, bliebe der vereinnahmte Kupon dementsprechend weitestgehend konstant – eine gute Nachricht für variabel verzinsliche Papiere.

Loan- und Spread-Entwicklung

Die CLO-Spreads lagen im Sommer auf einem sehr niedrigen Niveau. Insbesondere im unteren Ratingsegment waren die Risikoprämien sehr gering, sodass Kreditrisiken im CLO-Markt nicht adäquat entlohnt wurden. Die Preise stiegen im CLO-Markt für geratete Tranchen auf Par oder leicht darüber, während sie sich im Loan-Markt zwar ebenfalls erholten, jedoch mit rund 97% deutlich unter Par blieben. Die deutlich unterschiedliche Entwicklung zwischen Loan- und CLO-Markt deutet auf eine unterschiedliche Nachfragesituation hin. Der Loan-Markt hat eine zunehmende Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung eingepreist, während CLOs im Investment Grade-Bereich von einer anhaltend hohen Nachfrage profitierten. Ebenso wurden steigende Unsicherheiten im Loan-Markt früh reflektiert, wohingegen CLOs erst nach dem Default von First Brands in den USA reagierten.

Die Preise von Euro Leveraged Loans verzeichneten im Oktober infolge von Zahlungsausfällen privater US-Kreditnehmer einen temporären Rückgang unter die Marke von 97, bevor sie sich wieder auf ein Niveau oberhalb dieser Marke erholten (siehe Grafik). Demgegenüber notieren Hochzinsanleihen aktuell knapp unter 99 und haben ihren relativen Bewertungsvorsprung gegenüber den Euro Leveraged Loans deutlich ausgeweitet: Während im Jahr 2024 noch ein Bewertungsdefizit von rund 24 Basispunkten (bps) bestand, beläuft sich der Vorsprung inzwischen auf etwa 154 bps. Treiber dieser Entwicklung waren insbesondere die Zinssenkungen der EZB in der ersten Jahreshälfte, welche die Anleihebewertungen aufgrund deren höherer Duration (Laufzeit) stützten, während die Carry-Erträge bei Krediten durch den sinkenden Euribor relativ an Attraktivität verloren.

Preisentwicklung von europäischen Leveraged Loans und Hochzinsanleihen



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung. Indizes: I39506EU Index (Leveraged Loans), I02501 Index (HY Anleihen). Stand: 16.01.2026. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Für das Jahr 2026 erscheint dieses relative Aufwärtspotenzial von Hochzinsanleihen jedoch weitgehend ausgeschöpft, sodass ihre Gesamterträge nach vorne hin primär durch den laufenden Kuponerträge getragen werden. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass die Preise von Loans im weiteren Verlauf aufholen.

Dies setzt jedoch voraus, dass Zahlungsausfälle sowohl im Kredit- als auch im Hochzinsanleihesegment in 2026 insgesamt auf einem begrenzten Niveau verbleiben. Die mögliche Preiserholung im Loan-Markt dürfte vor allem der Performance von CLO Equity-Tranchen (EQ) zugutekommen, da eine Veränderung von einem Preispunkt mit einem Hebel von 9-10 zu einer deutlichen Preisveränderung in dem nicht gerateten Segment führt. Der Rückgang der Loanpreise in diesem Jahr und die steigenden Ausfallraten belasteten die Preise der EQ-Tranchen. Dabei war die Variabilität zwischen den einzelnen EQ-Tranchen sehr groß. Titel mit höheren Defaultraten und höheren Quoten in First Brand waren mit 20% an der unteren Preisspanne. EQ-Tranchen mit guten Teststatistiken lagen im Preis bei etwas über 50%. Bei einer Abkühlung der Wirtschaft müsste man mit erneuten Zahlungsausfälle im zu Grunde liegenden Loan-Portfolio rechnen. Dies würden die schwachen EQ-Tranchen überproportional belasten. Trotz der Preisrückgänge schütten die Tranchen weiterhin stabil aus. Im Januar betrugen die Q4-Ausschüttungen für die EQ-Tranchen im Durchschnitt bei rund 3% auf das Nominal.

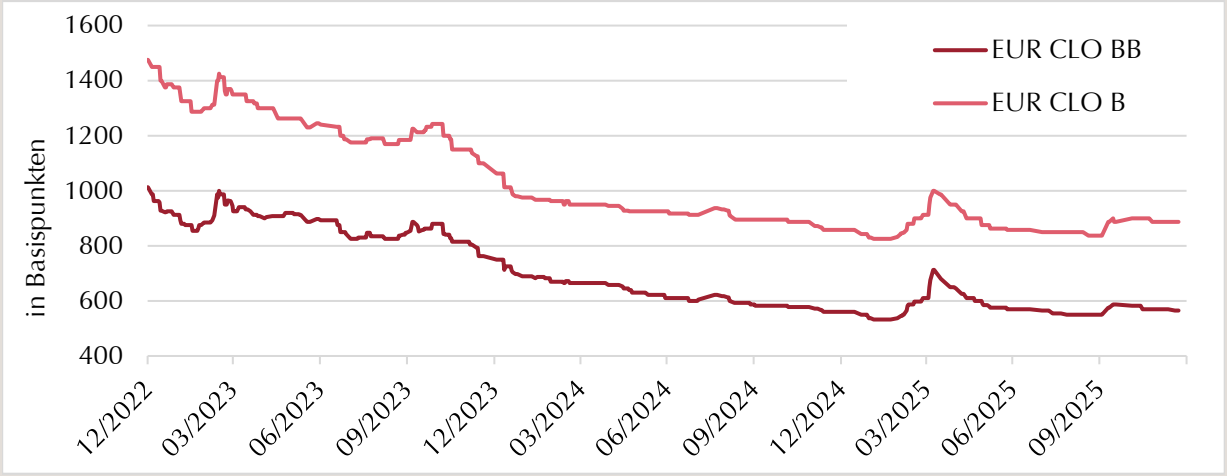
Spread-Verlauf von CLO-Tranchen und High Yield-Anleihen

Im Verlauf des vierten Quartals blieben die Spreads von CLO High Yield-Tranchen weitgehend unverändert. Lediglich Tranchen mit einem Rating von Single B stiegen leicht an. Ende Dezember betragen die Spreads für CLO BB-Tranchen ca. 565 Basispunkte, für CLO B-Tranchen rund 890 bps. Spreads von High Yield-Unternehmensanleihen blieben im Berichtszeitraum ebenfalls weitgehend unverändert und handeln somit weiterhin nahe ihrer Mehrjahrestiefs. Die Spreads im Loanmarkt (gemessen am J.P. Morgan European Loan Index) blieben bei 500 bps ebenfalls unverändert.

Rating	Spread in bps.	YTD Spread-Veränderung
BB	485 – 620	-7
B	775 – 975	+17

Quelle: Citi Velocity, Stand: Dezember 2025.

Durchschnittlicher Spread für CLO-High Yield-Tranchen (3-Jahres-Sicht)



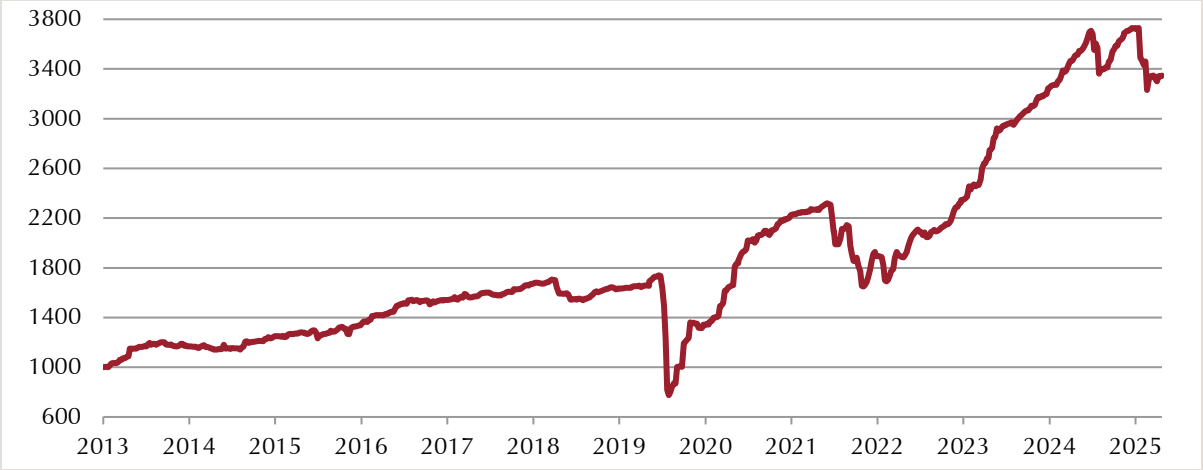
Quelle: Citi Velocity. Stand: 31.12.2025.

Die Kreditausfälle hatten keinerlei Auswirkungen auf die von uns gehaltenen CLO Debt-Tranchen (Rating von BB bzw. B), da Verluste zunächst von den Haltern der Equity-Tranchen („First-Loss-Investoren“) getragen werden.

Wertentwicklung und Kennzahlen

Im vergangenen Quartal fiel der Wert der Lupus alpha Notes von 1069 auf 909 Euro pro Anteilsschein. Verantwortlich dafür waren vor allem die steigenden Loan-Ausfallraten, die sich negativ auf die Kurse der EQ-Tranchen auswirkten. Die vereinnahmten Ausschüttungen aus den EQ-Tranchen sowie die hohen Kuponerträge aus den BB- und B-Tranchen konnten die Preisabschläge bei den EQ-Tranchen nicht kompensieren.

Lupus alpha II CLO Opportunity Notes 2027 – Performance



Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnung, Stand: 31.12.2025. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Der mittlere Kurs der Debt-Tranchen liegt per Mitte Oktober bei etwas mehr als 97%. Die Durchschnittskurse der Equity-Tranchen im Portfolio notieren zu 29% und damit tiefer als Ende des Vorquartals. Die Kassequote liegt aktuell bei 16%. Das Verhältnis Debt- zu Equity-Tranchen bezogen auf den Marktwert beträgt ca. 56/44%.

Das Portfolio bestand zum Stichtag aus 13 EUR CLO Equity-Tranchen, vier EUR CLO Tranchen mit Rating BB- und vier Tranchen mit einem Rating von B-. Im Berichtszeitraum wurden eine B- Tranche gekauft sowie eine EQ-Tranche aufgestockt. Das Volumen der Note liegt per Ende Juni bei 16,7 Mio. Euro.

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) hat sich auf 2,3% reduziert. Der durchschnittliche Ertrag des Portfolios liegt bei 378 bps über dem entsprechenden variablen Zinssatz. Es wird somit in den CLOs ein Mehrertrag des Portfolios über den Finanzierungskosten von 198 bps generiert. Abzüglich der Senior- (15 bps) und der Junior-Fee (35 bps) ergibt sich eine Arbitrage von 148 bps.

Kennzahlen	
ISIN	XS0963406052
Kurs (31.12.2025):	909

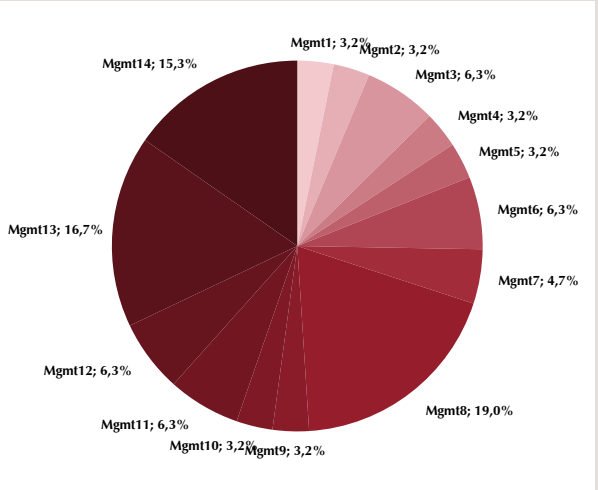
Wertentwicklung	
2013	15,1%
2014	-0,1%
2015	11,5%
2016	12,5%
2017	9,6%
2018	1,6%
2019	4,1%
2020	0,1%
2021	36,4%
2022	-17,3%
2023	45,4%
2024	27,8%
2025	-4,6%

Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: 31.12.2025.
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

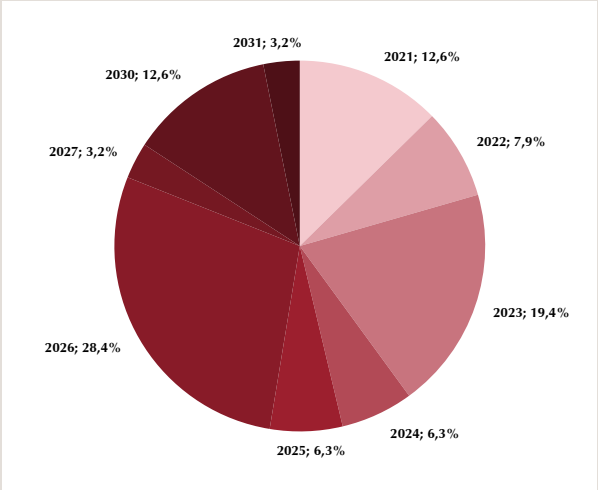
Seit Auflegung gab es 709 Ausschüttungen von Equity-, BB- und B-Tranchen im Portfolio (Stand: 31.12.2025). Der gewichtete Durchschnitt der Ausschüttungen seit Auflage beträgt 13,7% p. a. auf das investierte Nominal. Entsprechend ergibt sich bezogen auf den Marktwert der Tranchen eine deutlich höhere Rendite. Im Berichtszeitraum konnten rund 890 Tsd. Euro an Ausschüttungen und Kupons vereinnahmt werden.

Die CCC-Quote der Loans in den CLO-Tranchen liegt weiterhin auf einem Niveau von 9%.

Managerverteilung



Reinvestment-Periode



Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen, Stand: Dezember 2025.

Ausblick und Positionierung

Die EUR CLO-Spreads dürften sich bis Ende 2026 sowohl im Primär- als auch im Sekundärmarkt leicht ausweiten. Trotz weiterhin starker Nachfrage von CLOs rechnen wir damit, dass sich einige der spätzyklischen makroökonomischen Faktoren, die in 2025 Bestand hatten, auch in diesem Jahr weiterhin bestehen bleiben. Einer der Faktoren dürfte der US-Arbeitsmarkt sein. Dieser könnte sich schwächer als erwartet entwickeln und den traditionell starken US-Konsum belasten.

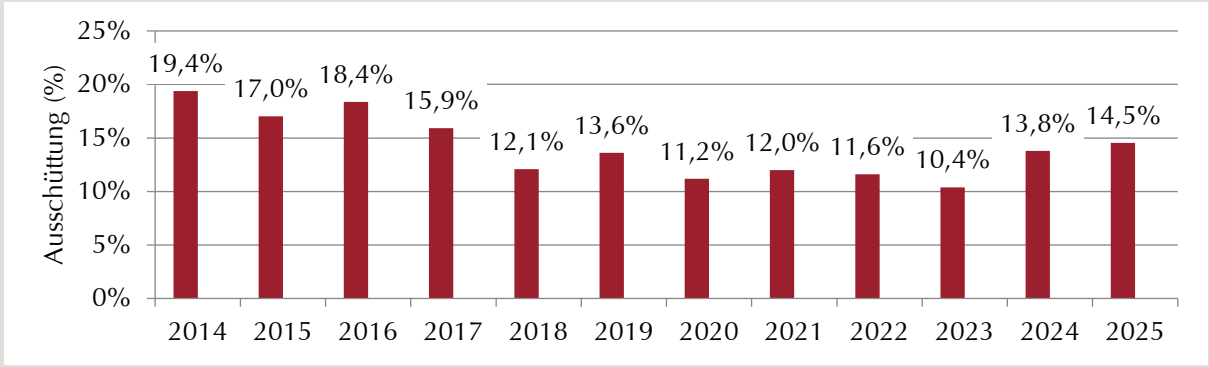
Ein erneutes Aufflammen makroökonomisch bedingter politischer Unsicherheit stellt zudem ein erhebliches Risiko für die Finanzmärkte dar. Sollten Handelskonflikte erneut eskalieren und möglicherweise zu breit angelegten Zollerhöhungen führen, wären die Folgewirkungen beträchtlich. Dies hätte sicherlich auch Folgen für die Kreditmärkte. Der Konflikt zwischen US-Politik und der Fed gewinnt mit Blick auf die Neubesetzung des Fed-Vorsitzes am 15. Mai 2026 an Bedeutung. Politischer Druck auf die Geldpolitik birgt das Risiko, die Glaubwürdigkeit der institutionellen Unabhängigkeit der Fed zu hinterfragen. Zweifel daran könnten das Vertrauen der Investoren schwächen und zu einer Abwertung des US-Dollars führen.

Trotz dieser Risiken aus Übersee sowie der weiterhin unklaren handelspolitischen Lage (Stichwort: Seltene Erden) bleiben die Credit Spreads am europäischen CLO- und Corporate Bond-Markt weiterhin erstaunlich eng. Bei einer schnelleren und stärkeren wirtschaftlichen Erholung könnten die Kurse der Loans langsam wieder zu Par tendieren. Dies würde auch zu einer deutlichen Erholung der Kurse von EQ-Tranchen führen. Die Ausschüttungen der EQ-Tranchen sind weiterhin hoch.

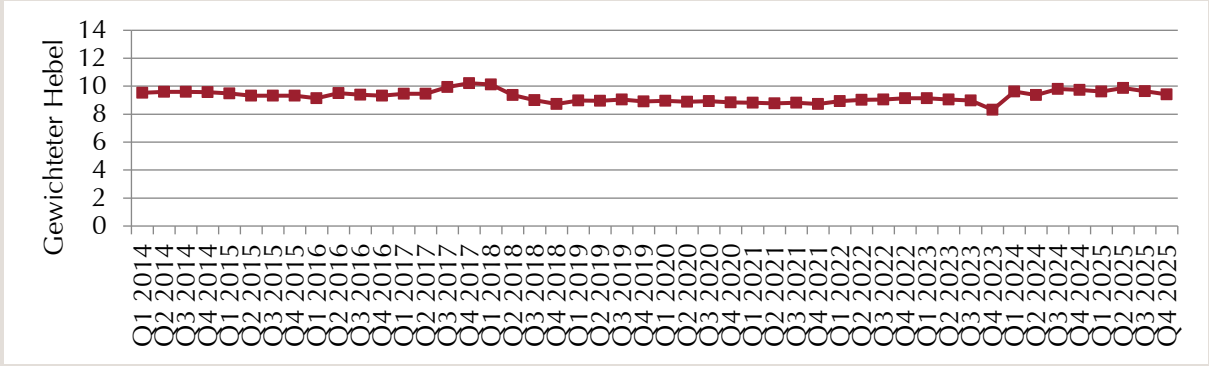
Sollte die wirtschaftliche Erholung hingegen erst verspätet eintreten oder gar ausbleiben, ist mit einem Anstieg der Ausfallraten im Loan-Segment zu rechnen. Die Preise würde dann nochmals nachgeben und schwache Tranchen mit geringem Puffer könnten ggf. die Ausschüttung für ein Quartal einstellen.

In Summe befinden wir uns daher in einem starken Spannungsfeld zwischen einer Erholung der EQ-Tranchen versus Schwäche bei holpriger Konjunktur. Vor diesem Hintergrund halten wir weiterhin an einer vergleichsweise defensiven Positionierung mit hohem Anteil an B-Tranchen fest.

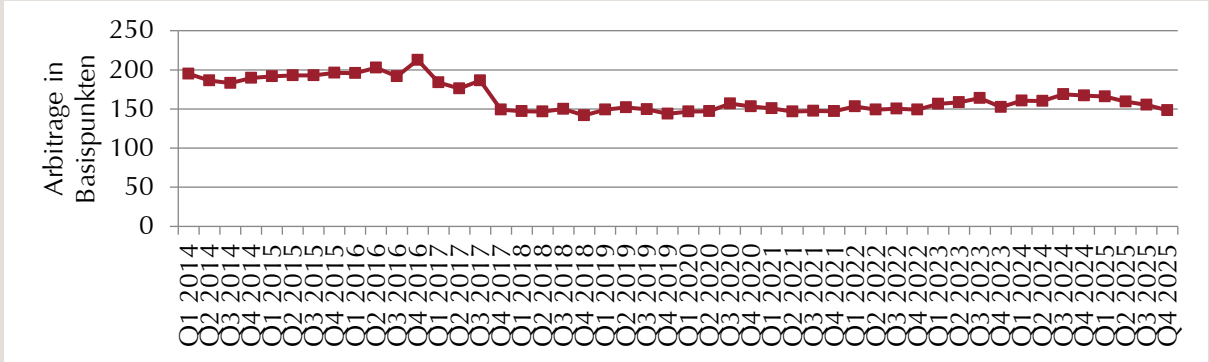
Durchschnittliche Ausschüttung in % des Nominal



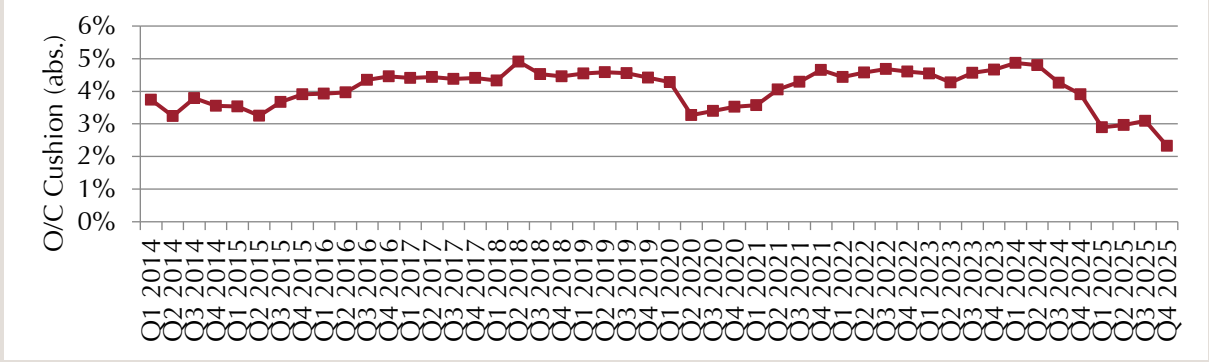
Inhärenter Hebel der Equity-Tranchen



Arbitrage der investierten CLOs



Most Junior O/C Cushion



Quelle: Eigene Berechnungen, Stand: Dezember 2025.

PORTFOLIO MANAGEMENT

Norbert Adam	norbert.adam@lupusalpha.de
Stamatia Hagenstein	stamatia.hagenstein@lupusalpha.de
Michael Hombach	michael.hombach@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 Meinungsaussagen 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, vervielfältig 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.