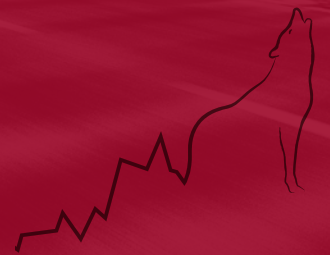


Lupus alpha



AlphaDossier 017
CLOs: High-Yield-Renditen,
Investment-Grade-Bonität

Lupus alpha. Mehrwert vom Multi-Spezialisten

Voneinander unabhängige Ertragsquellen erschließen – so schaffen wir Investmentlösungen, mit denen wir Investoren helfen, Portfolios erfolgreicher zu diversifizieren. Das aktive Management unserer erfahrenen Teams und unser klarer Fokus auf spezialisierte Strategien machen uns zum Multi-Spezialisten, an den Sie höchste Ansprüche stellen können.

Mit unseren innovativen Investmentlösungen, mit überdurchschnittlicher Performance und mit herausragendem Service, der perfekt auf Ihre Anforderungen abgestimmt ist, stellen wir echten Mehrwert für Sie und Ihre Portfolios bereit. Dieser Anspruch und die hohe Professionalität unserer Teams machen Lupus alpha seit mehr als 20 Jahren zu einem führenden Anbieter in unseren Spezialsegmenten. Entdecken Sie alle Möglichkeiten unseres „alpha way to invest“ unter www.lupusalpha.de



Management-Summary

Mit der Rückkehr der Zinsen eröffnen sich im **Fixed-Income-Portfolio** für Investoren wieder mehr Möglichkeiten. Auch **nennenswerte Renditen** lassen sich wieder erzielen – zumindest nominal.

Denn die Inflation könnte vom akuten Schreckmoment zur chronischen Begleiterin werden und **real positive Renditen** im Anleihebereich weiterhin zu einer Herausforderung machen. Ein blindes Investieren in Anleihen dürfte daher auch zukünftig gemessen an den berechtigten Erwartungen von Investoren kaum zielführend sein.

CLOs bieten als **Diversifikationselement im Rentensegment** in dieser Situation **entscheidende Vorteile für Investoren**: Sie schaffen **Zugang zu Kreditinvestments** in einer deutlich größeren Bandbreite von Unternehmen. Gerade nichtbörsennotierte Unternehmen, die den Aufwand der Anleiheemission scheuen, werden für Fremdkapitalanleger investierbar.

CLOs verbrieften vorrangig **besicherte Unternehmenskredite** (Loans) und bieten die Möglichkeit, in **Tranchen unterschiedlicher Bonität** zu investieren. Und das mit einer „Komplexitätsprämie“: **Die Renditen von CLO-Tranchen liegen zum Teil deutlich über denen von Unternehmensanleihen vergleichbarer Bonität** – und das, obwohl es in Investment-Grade-Tranchen von EURO-CLOs selbst in Krisen kaum zu Verlusten kam.

Das **langjährig erfahrene CLO-Team von Lupus alpha** macht diese äußerst interessante Anlageklasse mithilfe individueller **Mandate** und **Fondslösungen** zugänglich.

Inhalt

Funktionsweise von CLOs und ihre Rolle in der SAA	5
Marktumfeld und Attraktivität gegenüber traditionellen Anleihen	11
Unser Ansatz: Investmentprozess und CLO-Team	16
CLOs: Wie Sie mit Lupus alpha investieren können	22
Ansprechpartner für alle weiteren Fragen	26



Funktionsweise von CLOs und ihre Rolle in der SAA

CLOs sind verbrieftes Portfolios von breit gestreuten Unternehmenskrediten. Als Teil des Rentenportfolios können sie zu dessen Diversifikation beitragen. Verschiedene Tranchen eröffnen jeweils attraktive Renditeaussichten im Vergleich zu Unternehmensanleihen vergleichbarer Bonität.“

Stamatia Hagenstein, Portfolio Management CLO

Wesentliche Merkmale von CLOs

CLOs gehören in den Bereich der strukturierten Produkte. Sie verbiefen im Wesentlichen erstrangig besicherte Unternehmenskredite mit einem Rating unterhalb von Investment-Grade. 120 bis 150 Kredite werden in einer Zweckgesellschaft – einem Special Purpose Vehicle (SPV) – gebündelt und von einem CLO-Manager verwaltet. Dieses SPV hält auf der Aktivseite die Unternehmenskredite und refinanziert sich auf der Passivseite über Fremd- und Eigenkapital. Die Passivseite wird in mehrere Fremdkapitaltranchen (Debt-Tranchen) mit unterschiedlichen Ratings und eine Eigenkapitaltranche (Equity-Tranche) unterteilt. Die am höchsten geratete Tranche (AAA) wird auch als „Senior“-Tranche bezeichnet, die BB bis B gerateten Debt-Tranchen als „Mezza-

nine“ und die Equity-Tranche als „Junior“. So können die unterschiedlichen Risikoneigungen von Investoren bedient werden.

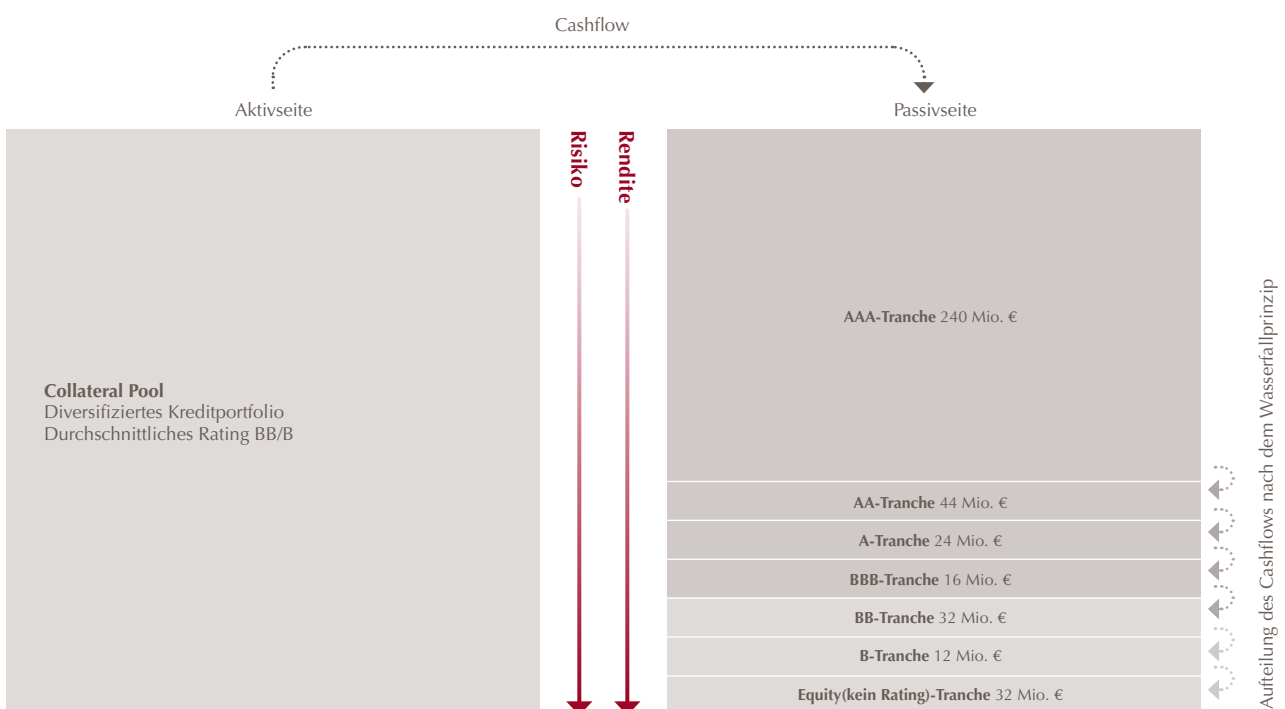
Das Zusammenspiel von Aktiv- und Passivseite des CLO wird in seinem Verkaufsprospekt detailliert beschrieben. Darüber hinaus wird der Handlungsspielraum des Managers geregelt. Es werden also zum Beispiel die Qualitätsanforderungen an das zugrunde liegende Kreditportfolio (Collateral) definiert sowie eine Reihe unterschiedlicher Risiko-/Sicherheitstests, denen der CLO bei Auflage und während der gesamten Laufzeit genügen muss. Ein Treuhänder und Ratingagenturen überwachen die Einhaltung dieser Kriterien.

Allen Verbriefungen gemeinsam ist die Einteilung der Verbindlichkeiten in Tranchen unterschiedlicher Ratings sowie eine strukturelle Besicherung durch das sogenannte **Wasserfallprinzip**. Dieser Sicherungsmechanismus bewirkt, dass Tranchen mit einem höheren Rating vorrangig bedient werden. Kommt es also zu Ausfällen im zugrunde liegenden







Für eine ausführliche Beschreibung von CLOs und deren Funktionsweise siehe AlphaDossier 004 „Stabilität und Rendite für Anleiheportfolios in anspruchsvollen Zinsumfeldern“.

1. Struktur eines CLO: „Wasserfallprinzip“



Eigene Darstellung, beispielhafte Struktur eines CLO mit einem Volumen von 400 Mio. Euro

2. Merkmale unterschiedlicher Asset Backed Securities

Asset Backed Securities (ABS)			
CLO 	MBS* 	Konsum 	CBO** 
<ul style="list-style-type: none"> – Unternehmenskredite – Volumen > 400 Mio. € – Erstrangig besichert 	<ul style="list-style-type: none"> – Hypotheken/ Immobilienkredite – Commercial (CMBS) – Residential (RMBS) 	<ul style="list-style-type: none"> – Autofinanzierungen – Kreditkarten – Konsumkredite – Studentenkredite 	<ul style="list-style-type: none"> – Nachrangig besicherte Anleihen

*MBS = Mortgage Backed Securities (verbriefte Immobilienkredite). **CBO = Collateralized Bond Obligation (besicherte Anleihe). Eigene Darstellung, nur zur Illustration

Kreditportfolio, werden ähnlich wie bei einem Wasserfall weiterhin die Zins- und Tilgungsansprüche der höher gerateten CLO-Tranchen bedient, bevor die Tranchen mit einem niedrigeren Rating die fälligen Zinszahlungen erhalten.

Abgrenzung zu anderen ABS

Als Bündelung verbriefter Unternehmenskredite gehören CLOs zur Kategorie der ABS (Asset Backed Securities, zu Deutsch: forderungsbesicherte Wertpapiere). ABS stellen einen Überbegriff für verschiedenste Arten von strukturierten, verbrieften Krediten dar. Deshalb ist eine differenzierte Betrachtung erforderlich.

„ABS“ umfasst als Überbegriff eine Vielzahl von Produkten, deren Inhalt sich fundamental voneinander unterscheidet. Bei CLOs bilden Unternehmenskredite bekannter Firmen, wie zum Beispiel des Arzneimittelherstellers Stada oder der Parfümeriekette Douglas, die Grundlage. Bei anderen ABS können die unterschiedlichsten Kredite den Verbriefungen zugrunde liegen. Dies reicht von Konsumkrediten wie etwa zur Autofinanzierung über Kreditkartenschulden bis hin zu den in der Finanzkrise prominent gewordenen Hypothekendarlehen. Bei CLOs hingegen ist die Basis sehr klar definiert und vor allem transparent: **Erstrangig besicherte Unternehmenskredite** mit einem Volumen von jeweils mehr als 400 Mio. Euro bilden die Grundlage.

CLOs haftet manchmal der Ruf eines undurchsichtigen, risikoreichen Finanzprodukts an, weil sie oft nicht hinreichend von anderen Arten der ABS unterschieden werden – völlig zu Unrecht. Das lässt sich auch anhand der Vergangenheit eindrucksvoll belegen: Während in der Finanzkrise reihenweise US-Immobilienbesitzer ihre Hypotheken nicht bedienen konnten und dies in der Folge auch den Markt für verbrieft Hypothekenkredite (Mortgage Backed Securities, kurz: MBS) erfasste, verzeichneten **Investment-Grade-CLOs in Europa in Folge der Finanzkrise** nahezu keine Ausfälle. Zwar gerieten zwischenzeitlich auch die Kurse von CLOs unter Druck, allerdings war dies eher Ausdruck einer allgemeinen Panik, bei der Investoren alle auch nur vermeintlich ähnlichen Produkte abzustoßen versuchten. Fundamental gab es für die Entwicklung keinerlei Begründung **und Investoren, die ihre Investment-Grade-CLO-Positionen beibehielten, konnten entsprechende Renditen vereinnahmen.**

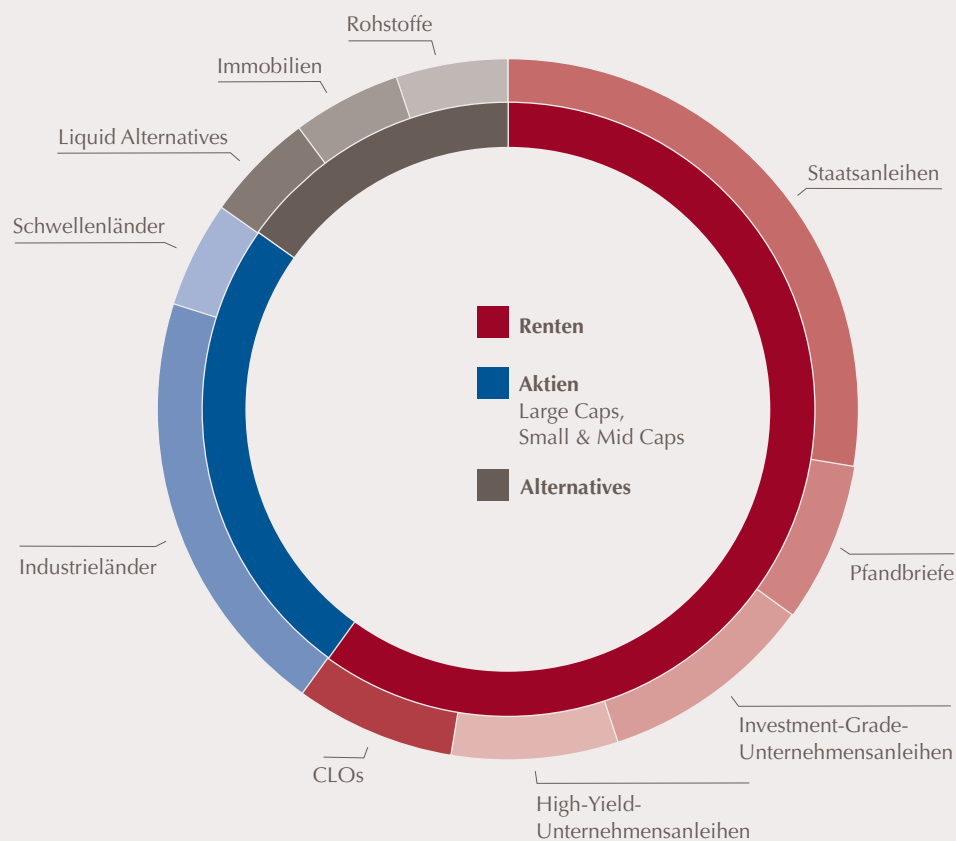
Heute gelten aufgrund der damaligen Verwerfungen neue Regeln sowohl für CLOs als auch für ABS im Allgemeinen. Die neuen Regularien zielen insbesondere auf eine verbesserte Transparenz (bezüglich der den Verbriefungen zugrunde liegenden Kredite), eine höhere Übersicherung sowie einen nennenswerten **Eigenanteil der CLO-Manager** an deren CLOs („skin in the game“). Außerdem verfügen CLOs heute über einen größeren Pool an zugrunde liegenden Loans und Ratingagenturen verlangen für diesen zudem einen höheren durchschnittlichen Spread.

Exkurs:**Wie passen CLOs in die Strategische Asset Allocation?**

Aufgrund ihrer besonderen Eigenschaften können CLOs einen wertvollen Beitrag zur Strategischen Asset Allocation (SAA) liefern – sowohl unter Rendite- als auch Risikogesichtspunkten. Da es sich bei ihnen um einen Pool aus erstrangig besicherten Unternehmenskrediten handelt, sind sie fundamental dem **Rentenanteil der SAA** zuzuordnen. Inwiefern

können sie den Rentenanteil eines Portfolios flankieren oder ergänzen?

Bezogen auf das zugrunde liegende Portfolio bieten CLOs Zugang zu einer weiteren Sub-Assetklasse im Rentenbereich, die sich ansonsten nur schwer über börsengehandelte Vehikel abbilden lässt: besicherte

3. CLOs: Einordnung in die Strategische Asset Allocation (SAA)

Unternehmenskredite. Diese werden traditionell nicht wie Anleihen an der Börse gehandelt.

Sie bieten darüber hinaus die Möglichkeit, ein deutlich breiteres Feld an Unternehmen abzubilden: In der Regel haben Unternehmen, die mit öffentlichen Anleihen am Kapitalmarkt aktiv sind, auch nicht-öffentliche Kredite – umgekehrt sind nicht alle Unternehmen mit Kreditfinanzierungen am Anleihe- markt vertreten. Mit CLOs lässt sich somit im An- lagesegment „**Corporate Debt**“ eine deutlich **breitere Diversifizierung** im Rahmen der SAA herstellen.

Im Unterschied zu traditionellen Anleihen mit fixem Kupon sind CLOs aufgrund der variabel verzinsten Loans, die ihnen zugrunde liegen, ebenfalls variabel verzinst und bieten somit auch die Möglichkeit einer geringeren Zinsduration innerhalb des Renten- bereichs.

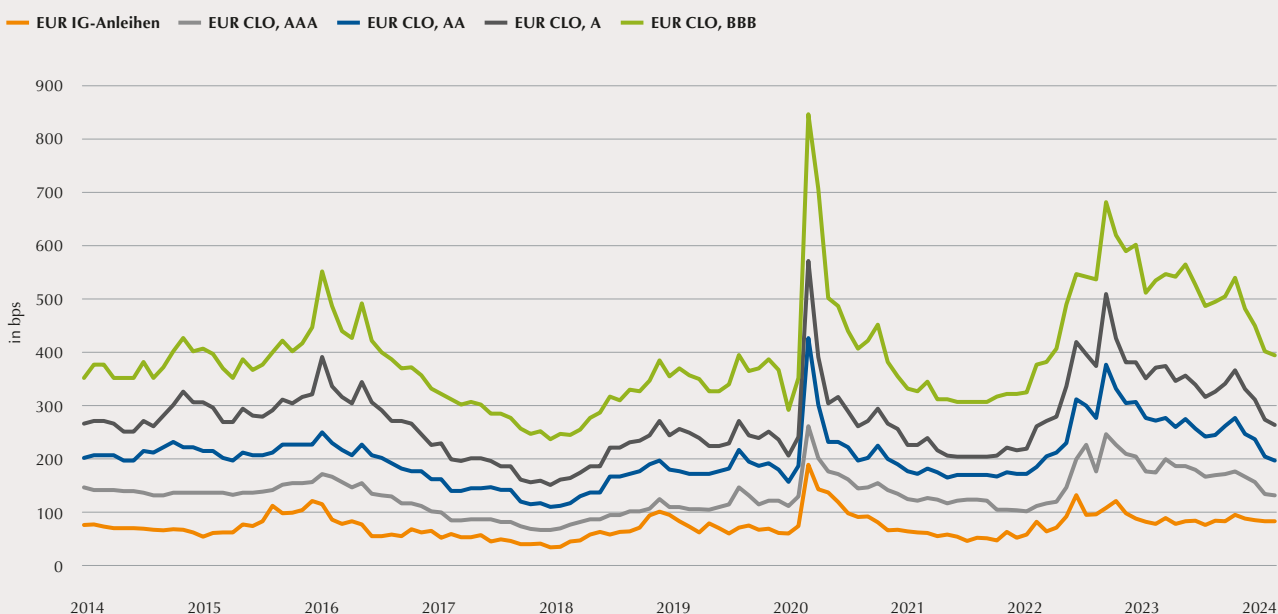
Außerdem fungieren CLOs als echter „**Renditebooster**“ innerhalb des Rentenbausteins, da sie aufgrund ihrer Komplexität und etwas geringeren Liquidität

einen deutlich höheren Spread, das heißt Aufschlag auf den risikofreien Zins (wie zum Beispiel den EURIBOR), im Vergleich zu klassischen Unterneh- mensanleihen aufweisen. Im historischen Mittel be- trägt der Spread-Unterschied zu diesen Anleihen (je nach Marktphase und Bonitätsklasse) knapp 200 Basispunkte im Investment-Grade-Segment (AAA bis BBB) und 300 bis 400 Basispunkte im Bereich BB.¹ Entsprechend können bei CLOs auch höhere Ren- diten vereinnahmt werden.

Dass diese nicht mit erhöhten Verlusten einherge- hen müssen, zeigen die historischen Daten über die letzten zehn Jahre. Bei den seit der Finanzkrise re- formierten CLOs 2.0 waren im Gegensatz zum Pen- dant klassischer Unternehmensanleihen **keinerlei Verluste** zu verzeichnen.²

Des Weiteren weisen CLOs dank ihrer variablen Verzinsung eine sehr **geringe Duration** auf, was **Zinsänderungsrisiken vernachlässigbar** gering hält. Anleger, die Wert darauf legen, dass ihre SAA in allen Zinszyklen funktioniert, finden somit in CLOs einen passenden Baustein.

4. Spreads von CLOs und Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich

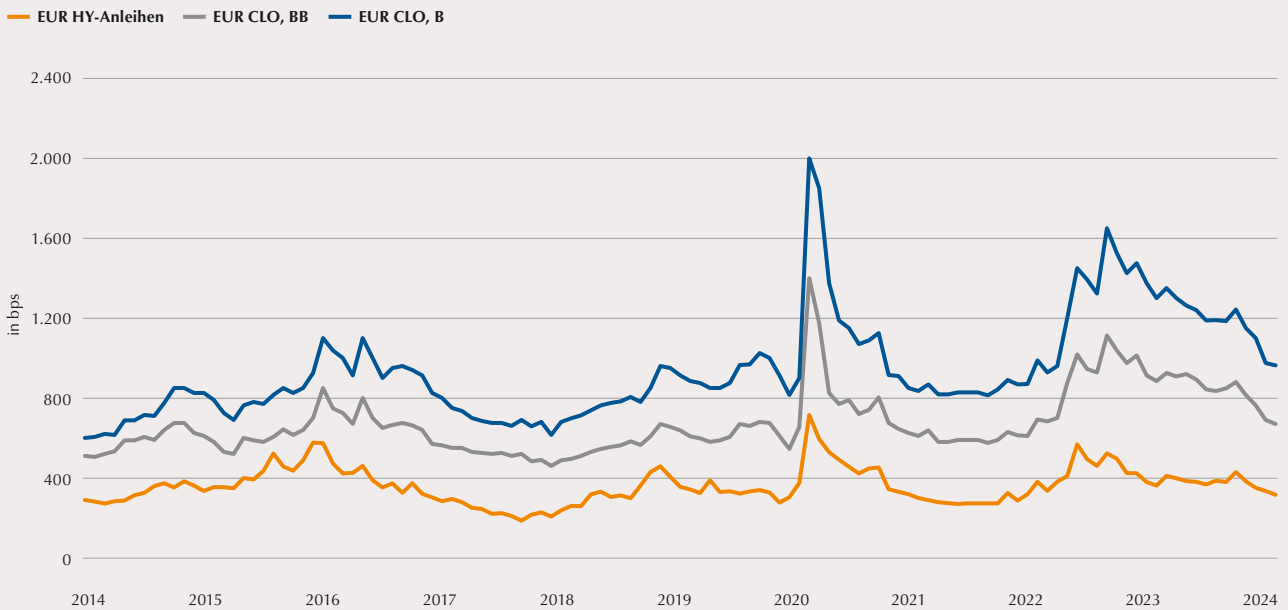


Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: ICE BofA, Bloomberg, Citi Velocity; Stand: 29.02.2024

¹Bezogen auf den Zeitraum 28.02.2014 bis 29.02.2024. ²CLOs 2.0 werden seit 2010 aufgelegt. Quelle: S&P Global Ratings; Stand: 31.08.2023.

Exkurs:

Wie passen CLOs in die Strategische Asset Allocation?

5. Spreads von CLOs und Unternehmensanleihen im Sub-Investment-Grade-Bereich

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: ICE BofA, Bloomberg, Citi Velocity; Stand: 29.02.2024

Neben all den Vorteilen einer Aufnahme von CLOs sei an dieser Stelle jedoch auch auf die Limitierungen der Assetklasse hingewiesen: Zwar können sie ein attraktives Substitut für Unternehmensanleihen darstellen, weisen allerdings eine etwas **geringere Liquidität** auf, was gerade in Stressphasen zu höheren Drawdowns führen kann. Wer also darauf angewiesen ist, in Krisenphasen schnell Werte veräußern zu können, läuft hier Gefahr, dies nur zu schlechten Konditionen tun zu können. Die Liquidität hängt dabei jedoch auch von der Seniorität der jeweiligen CLO-Tranche ab. Bei Tranchen mit sehr hohem Rating sind die Liquiditätseinbußen sehr überschaubar.

Darüber hinaus gibt es gerade in Europa Unterschiede in der regulatorischen Behandlung der CLOs im Vergleich zu klassischen Rentenpapieren, die insbesondere VAG-regulierte Investoren bei der Entscheidung mit einbeziehen sollten. Zu beachten sind eine Beschränkung auf Investment-Grade-CLOs (also mit einem Mindestrating von BBB-) sowie die

ABS-Quote von 7,5 Prozent gemäß der Anlageverordnung, auf die CLOs anzurechnen sind. Sie sind somit kein Teil der sogenannten Risikokapitalquote. Außerdem spielen vor allem für Banken auch die regulatorischen Risikogewichte, die den Asset- und Ratingklassen zuzuordnen sind, eine wichtige Rolle. Berücksichtigt man das, dürften für diese Finanzinstitute vorrangig CLOs mit AAA-Rating von Interesse sein.

Erfreulicherweise ist **die Anpassung an die individuelle (oder auch regulatorisch vorgegebene) Risikoneigung mit CLOs kein Problem**, da sich von High-Grade- über Mezzanine- bis hin zu Equity-Tranchen alle Rendite-Risiko-Profile eines Anlegers abbilden lassen.



Marktumfeld und Attraktivität gegenüber traditionellen Anleihen

Bei EURO-CLOs gab es während der Corona-Krise im Investment-Grade erneut keinerlei Verluste. Die geringe Duration ließ sie beim Leitzinsanstieg 2022 kaum unter Druck geraten – und heute bieten sie verglichen mit bonitätsgleichen Unternehmensanleihen bessere Aussichten im inflationären Umfeld.“

Norbert Adam, Portfolio Management CLO

Neben den im ersten Kapitel beschriebenen Unterschieden im fundamentalen Aufbau von CLOs und anderen ABS weisen CLOs einige Eigenschaften auf, die sie in Bezug auf Renditeerwartung, Risiko und Liquidität deutlich von traditionellen Fixed-Income-Produkten unterscheiden. Infolgedessen unterscheidet sich auch das Verhalten von CLOs in verschiedenen Marktphasen teilweise sehr deutlich von dem klassischer (Unternehmens-)Anleihen.

Strukturelle Unterschiede

Aufgrund der beschriebenen Wasserfallstruktur (siehe auch Abbildung 1 im vorangegangenen Kapitel) und der damit einhergehenden Übersicherung weisen bonitätsstarke CLOs ein hohes Maß an Sicherheit auf, das sich auch an den **historisch niedrigen Verlustraten** zeigt. Diese liegen nicht nur absolut niedrig, sondern auch im Vergleich mit klassischen Unternehmensanleihen im gleichen Ratingsegment.

Bei EURO-CLOs 2.0³ waren in den letzten zehn Jahren sogar **keinerlei Verluste durch Ausfälle im Investment-Grade-Bereich** (von AAA bis BBB) zu beobachten. Interessanterweise lässt sich dieser Unterschied zwischen CLOs und Unternehmensanleihen jedoch nicht nur im Investment-Grade-Segment beobachten, sondern insbesondere auch im Sub-Investment-Grade-Bereich: In vergangenen Krisen kam es bei Unternehmensanleihen regelmäßig zu Ausfällen und

damit Verlusten, während CLOs im Mezzanine-Bereich (Rating BB bis B) kaum Verluste zu verbuchen hatten. Das Verlustrisiko bei CLOs ist dabei aufgrund ihrer fundamentalen Zusammensetzung per Definition geringer: Kommt es bei Emittenten von Unternehmensanleihen zu Zahlungsausfällen, geht dies mit Verlusten für die Gläubiger einher. Ausfälle bei Loans (Unternehmenskrediten) hingegen gehen für CLO-Anleger in Tranchen oberhalb der Equity-Tranche nicht automatisch mit Verlusten einher. Sie bleiben zunächst verschont, da auftretende Verluste zuerst von der „Junior“-Tranche (= Equity-Tranche) zu tragen sind.

Darüber hinaus liegt die Recovery-Rate (Verwertung der Sicherheiten) europäischer Loans bei ca. 66 Prozent, während sie bei Hochzinsanleihen lediglich rund 35 Prozent des Nennwerts beträgt. Kommt es also zu Ausfällen, ist die tatsächliche Verlustrate bei Loans deutlich geringer:

$$\text{Verlustrate} = \text{Ausfallrate} \cdot (1 - \text{Recovery-Rate})$$

Dies wirkt sich selbstredend auf die zu erwartende Rendite der Anleger aus. Verdient ein Anleger mit High-Yield-Anleihen eine Bruttorendite von 6,6 Prozent p. a. bei einem Rating von B und hält diese über drei Jahre, entspricht dies einer tatsächlichen Nettorendite (abzüglich von Verlusten durch Ausfälle) von 5,7 Prozent p. a.⁴ Die Nettorenditen von vergleichbaren Mezzanine CLOs hingegen liegen unter Berücksichtigung der historischen Verlustraten bei rund neun Prozent p. a.

Neben den geringeren Verlustraten kommt dieses Ergebnis auch durch die höheren Bruttorenditen von CLOs zustande. Diese sind Folge der **signifikanten Spread-Differenz** (siehe auch Abbildungen 4 und 5 im vorangegangenen Kapitel). Sie zeigt, dass CLOs im Vergleich zu Anleihen ähnlicher Bonität stets mit einem Spread-Aufschlag (und damit einer höheren Rendite) gehandelt werden, den CLO-Investoren vereinnahmen können.

³EURO-CLOs 2.0 werden seit 2010 aufgelegt.

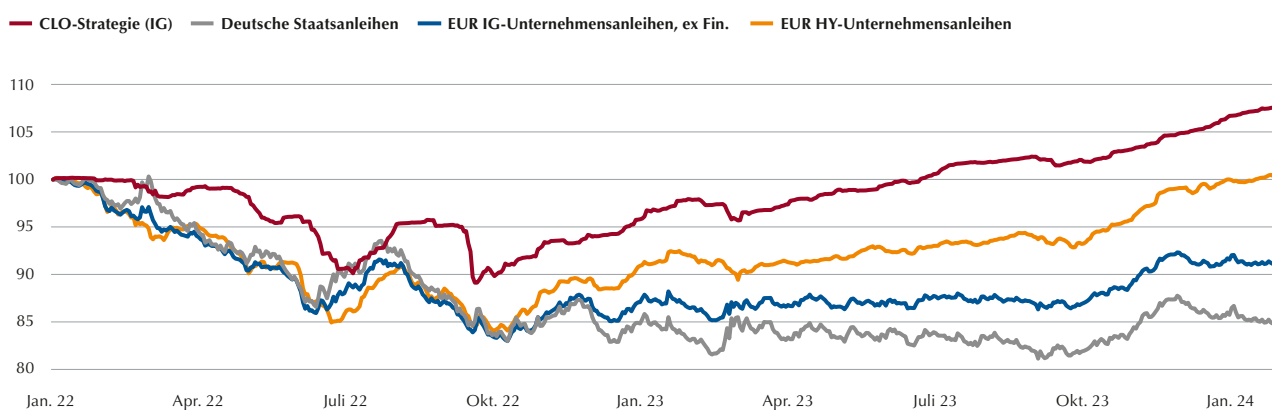
⁴Die annualisierte Rendite entspricht einer kumulierten Bruttorendite von ca. 37,5 Prozent über drei Jahre. Die kumulative Verlustrate, basierend auf den historischen kumulativen Default-Raten über drei Jahre sowie einer Recovery-Rate von ca. 35 Prozent, entspräche dabei rund 5,4 Prozent.

6. Kumulative Ausfallraten

Ratingklasse	Europäische CLOs, 2.0	Europäische Unternehmensanleihen
AAA	0,00 %	0,00 %
AA	0,00 %	0,29 %
A	0,00 %	0,42 %
BBB	0,00 %	1,41 %
BB	0,00 %	6,08 %
B	0,00 %	17,39 %

CLO-Ausfallraten per 31.08.2023. Ausfallraten der Unternehmensanleihen: Ø kumulative Zehn-Jahres-Ausfallraten von 1981 bis 2021. Quelle: Standard & Poor's.

7. Wertentwicklung verschiedener Fixed-Income-Segmente im Zuge der massiven Zinsanhebungen



Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg, Lupus alpha; Stand: 29.02.2024

Den Renditeaufschlag erhalten Anleger gewissermaßen in Form einer Komplexitäts- sowie einer Liquiditätsprämie, da die Analyse von CLOs besondere Expertise erfordert und die Handelbarkeit von CLOs im Vergleich zu traditionellen Anleihen etwas geringer ausfällt.

Marktrückblick

Während viele Anleger nach den turbulenten Corona-Jahren 2020/2021 auf eine Normalisierung an den Märkten hofften, sorgten steigende Inflationsraten, massiv steigende Zinsen sowie geopolitische Krisen (allen voran der Ukraine-Krieg) für weitere Unruhe an den Märkten. Neben den Kursverlusten an den Aktienmärkten kamen insbesondere auch die Kurse am Anleihemarkt deutlich unter Druck, wobei sowohl Staats- als auch Unternehmensanleihen zeitweise zweistellige Verluste hinnehmen mussten.

Während der Markt für Staats- und Unternehmensanleihen stark nachgab, wiesen CLOs nur vergleichsweise moderate, temporäre Verluste auf und konnten sich zudem anschließend rasch erholen. Weshalb fielen die Kursverluste bei CLOs geringer aus? Und weshalb konnten sich CLOs deutlich schneller erholen? Die Zinserhöhungen zu Beginn des Jahres 2022 hatten zunächst kaum Auswirkungen auf CLOs. Denn von dem zugrunde liegenden Durationseffekt waren CLOs im Gegensatz zu Anleihen letztlich fast

nicht betroffen. Das liegt in einer ihrer Grundeigenschaften begründet: Durch ihre variable Verzinsung passen sich Kupon und Rendite zügig an das neue Zinsniveau an, die Zinsduration ist sehr gering. Die geldpolitische Kehrtwende von Federal Reserve (FED) und Europäischer Zentralbank (EZB) hatte daher auf CLOs eine gänzlich andere Wirkung als auf traditionelle Anleiheklassen mit fixem Kupon.

Erst als im Zuge geopolitischer Krisen die Credit-Spreads – als Ausdruck erhöhter Risikoaversion – stiegen, wirkte sich dies auch auf CLOs negativ aus. Deren Preise gerieten dann sukzessive – wenn auch moderater – ebenfalls unter Druck. Doch als die Credit-Spreads wieder zu fallen begannen, konnten sich auch CLOs erholen und vom gestiegenen Marktzins in Form höherer Kupons profitieren (siehe auch Abbildung 7).

CLOs haben damit einmal mehr bewiesen, dass sie eine renditestarke Anlageform darstellen, die auch in Zeiten von Zins- und Konjunkturängsten einen wichtigen Performance-Beitrag in der Asset Allocation liefert.

Aktuelle Opportunitäten

CLOs bieten Investoren Zugang zu einem besicherten, strukturell attraktiven Subuniversum des Anleihemarktes, das durch die gestiegenen kurzfristigen

Zinsen weiter an Attraktivität gewinnen konnte. Während klassische festverzinsliche Papiere wie Staatsanleihen auch heute weiterhin kaum eine reale Rendite nach Abzug der Inflation aufweisen, liegt das Renditepotenzial von CLOs im Investment-Grade-Bereich aktuell bei rund sieben Prozent (siehe auch Abbildung 8). Dies ist einerseits in den strukturell höheren Spreads gegenüber klassischen Anleihen begründet (siehe Abbildungen 4 und 5) und andererseits in dem gestiegenen Referenzzinssatz EURIBOR, der den Kupons von CLOs zugrunde liegt. Die Kombination beider Faktoren eröffnet insbesondere Anlegern mit dem Wunsch nach hohen laufenden Ertragsströmen neue Möglichkeiten.

Zwar bieten auch Anleihen mit schlechterer Bonität (High Yield) seit der Zinswende nennenswerte Nominalzinsen, doch laufen Investoren hierbei Gefahr, einen substanziellen Kapitalverlust durch Ausfälle zu erleiden. Die hohen Kupons dürften daher im Falle einer konjunkturellen Abkühlung nur ein schwacher Trost sein. Investment-Grade-CLOs hingegen weisen über mehrere Konjunkturzyklen und Krisen hinweg sehr niedrige Ausfallraten auf. Durch ihre „Wasserfallstruktur“ sowie die Besicherungsmechanismen (für eine genauere Erläuterung siehe unser AlphaDossier 004 „Stabilität und Rendite für Anleiheportfolios in anspruchsvollen Zinsumfeldern“) bleibt die Werthaltigkeit von CLOs im Investment-Grade-Segment von realwirtschaftlichen Schwächephase nahezu unberührt.

Strategische Überlegungen

Regelmäßig bestimmen die Erwartungen bezüglich der weiteren Zinspolitik der großen Zentralbanken das kurzfristige Geschehen an den Finanzmärkten. Dies mag für Investoren mit mittel- bis langfristigen Anlagehorizonten vielleicht eine untergeordnete Rolle spielen, allerdings haben die vergangenen Jahre auch gezeigt, dass eine deutliche Zinswende massive, anhaltende Effekte auf die Kurse – insbesondere festverzinslicher Papiere – bewirkt. Wie in der Analyse der Marktphase ab 2022 bereits erwähnt, litten sowohl Anleihen mit höherer als auch niedrigerer

Bonität enorm unter den steigenden Zinsen: Die niedrigen Kupons aus Zeiten der ultralockeren Geldpolitik mussten durch fallende Kurse (Preise der Anleihen) ausgeglichen werden, um den Marktteilnehmern Renditen auf dem neuen Zinsniveau zu bieten. Dieses Zinsänderungsrisiko von Anleihen (Durationeffekt) ist umso ausgeprägter, je länger die Restlaufzeit und je niedriger der Kupon ist. Weist eine Anleihe lediglich eine Restlaufzeit von einem Jahr auf, reicht ein vergleichsweise geringer Kursrückgang aus, um die annualisierte Rendite auf das angemessene (neue) Niveau zu bringen. Beträgt die Restlaufzeit dagegen mehrere Jahre, muss der Preis der Anleihe sehr deutlich sinken, um diesen Effekt zu erreichen.

Die variabel verzinsten CLOs bleiben von diesem Effekt nahezu unberührt, da ihr Kupon (neben einem bei Ausgabe festgelegten Spread) auf dem 3-Monats-EURIBOR beruht. Die Kupons und mit ihnen die Renditen passen sich somit automatisch alle drei Monate an, sodass keine starken Veränderungen der Kurse notwendig sind. CLOs sind somit eine Anlageform, mit der sich Anleger vor zinsinduzierten Verlusten schützen können. Wer also auf relativ zinsunabhängige Preise seiner Assets im Portfolio angewiesen ist, findet in CLOs einen passenden Baustein, sich **vom weiteren geldpolitischen Weg der Notenbanken unabhängiger** zu machen.

Anders sieht es bei den **zukünftigen Ertragsströmen** aus: Diese werden naturgemäß sehr stark von der Zinsentwicklung am kurzen Ende beeinflusst. Steigen die kurzfristigen Zinsen, wie in den Jahren 2022/2023 gesehen, deutlich an, erhöhen sich auch die Kuponzahlungen aus den CLOs. Gleichwohl wirken sich fallende Zinssätze in Form geringerer Kuponzahlungen aus, was jedoch bei den Unternehmen die Zinslast verringert und damit tendenziell senkend auf die Kreditausfallraten wirkt und damit in den CLO-Tranchen mit geringerer Bonität ertragsstabilisierend wirkt.

Die aktuellen Zinserwartungen der Märkte und die daraus folgenden mittelfristigen Erwartungen für

8. Mittelfristige Renditeerwartungen (3–5 Jahre) verschiedener Fixed-Income-Instrumente

Anlagesegment	Erw. Rendite p. a.	Kupon	Spread in bps
CLO-Neuemissionen (AAA)	4,67%	5,17%	177
Deutsche Staatsanleihen (AAA)	2,43%	1,40%	-29
Pfandbriefe (AAA)	3,24%	1,35%	28
CLO-IG-Strategie (im Durchschnitt A)	6,26%	7,04%	346
EURO-IG-Unternehmensanleihen (BBB)	3,72%	2,00%	80
EURO-HY-Unternehmensanleihen (BB)	5,98%	4,21%	304

Quellen: ICE BofA, Bloomberg, Lupus alpha, eigene Berechnungen; Stand: 29.02.2024

Renditen und Kupons verschiedener Fixed-Income-Klassen reflektieren die günstige Ausgangssituation für CLOs (siehe Abbildung 8).

Aus den Daten von ICE BofA lässt sich ablesen, dass klassische Anleihen nach Jahren der Nullzinspolitik wieder positive Nominalzinsen bieten, sich allerdings aufgrund der hohen Inflationsraten mit Staatsanleihen und Pfandbriefen kaum nennenswerte reale Renditen erwirtschaften lassen. Bei Inflationsraten von 3,5 Prozent p. a. in den vergangenen fünf Jahren lieferten Staatsanleihen keine positiven, realen Renditen. Wenn man die Markterwartungen von weiterhin über zwei Prozent p. a. Inflation für die kommenden fünf Jahre zugrunde legt, bietet dieses Segment auch mittelfristig keine nennenswerte reale Rendite und somit kaum Potenzial für den Vermögensaufbau.

Um also im Anleihesegment reale Erträge zu generieren, müssen Anleger in risikoreichere Unternehmens- und High-Yield-Anleihen investieren, was für viele Investoren gerade in Zeiten konjunktureller Unsicherheit keine echte Alternative darstellt. **CLOs hingegen bieten attraktive, reale Renditen bei überschaubaren Risiken auch in wirtschaftlich herausforderndem Umfeld.**

Dass CLOs im Vergleich attraktiv erscheinen, liegt nicht nur an den höheren Referenzzinssätzen oder

den strukturell höheren Credit Spreads: Aktuell zeichnen sie sich gegenüber anderen Anleihetypen auch dadurch aus, dass die Spread-Differenz tatsächlich außergewöhnlich hoch ist. Höhere Spreads reflektieren allgemein eine stärkere Unsicherheit der Investoren, z. B. in Anbetracht eines (befürchteten) makroökonomischen Abschwungs oder geopolitischer Risiken. Folgerichtig sind in den vergangenen zwei Jahren bei klassischen Anleihen auch vor allem die Spreads für High-Yield-Anleihen gestiegen, während sie im Investment-Grade-Segment nahe am historischen Mittel liegen.

Ein Anstieg der Spread-Differenz zwischen High-Yield-Anleihen und CLOs entsprechender Bonität (Mezzanine) erscheint aufgrund makroökonomischer Risiken jedoch nicht gerechtfertigt. Während die Credit Spreads von High-Yield-Anleihen mittlerweile wieder leicht unter ihrem langfristigen Durchschnitt vor Ausbruch des Ukraine-Krieges handeln, liegen sie bei CLOs mit BB- bzw. B-Rating weiterhin darüber. **Informierte Investoren können dies zu ihrem Vorteil nutzen – denn sie erhalten bei vergleichbarem Risiko eine höhere erwartete Rendite.**



Unser Ansatz: Investmentprozess und CLO-Team

„Als Team managen wir seit 20 Jahren CLO-Strategien. Diese Erfahrung und unser über viele Jahre bewährter Investmentprozess ermöglichen es uns, die Alpha-Potenziale von CLOs zu heben.“

Dr. Klaus Ripper, Portfolio Management CLO

Der Investmentprozess des CLO-Teams von Lupus alpha

Der Investmentansatz des Teams hat sich langfristig bewährt und wurde dabei über die Jahre immer wieder leicht modifiziert, um insbesondere die jeweils veränderten regulatorischen Anforderungen sowie technologischen Entwicklungen zu berücksichtigen. **Der eingesetzte mehrstufige Prozess zielt auf die Auswahl der besten CLO-Tranchen.** Die Auswahl stützt sich auf quantitative und qualitative Auswahlkriterien.

Vor dem Screening des CLO-Universums auf potenziell geeignete CLOs bzw. CLO-Tranchen wird die aktuelle Lage am Gesamtmarkt für CLOs eingeschätzt. Dabei wird zunächst eine Einschätzung bezüglich des Chance-Risiko-Verhältnisses von CLOs und Leveraged Loans in Anbetracht der aktuellen Marktpreise und des wirtschaftlichen Umfelds vorgenommen. Ebenso werden die relative Bewertung/Attraktivität der Risikoprämien im historischen Vergleich sowie potenzielle Ausfall- und Migrationsrisiken der verschiedenen Ratingklassen betrachtet.

1. Screening

Die am Primär- und Sekundärmarkt verfügbaren CLO-Transaktionen bzw. -Tranchen werden gescreent. Mittels erster Manager-, Portfolio- und Strukturanalysen werden geeignete Investments identifiziert.

2. Manageranalyse

Die Selektion eines CLO-Managers ist zunächst quantitativ orientiert. Es werden neben der aktuellen Transaktion alle noch ausstehenden CLOs des Managers untersucht. Folgende Kriterien bilden dabei den Schwerpunkt:

- Default-Historie (jährliche und kumulierte Ausfälle, „Distressed Sales“)
- Ratingqualität (Ratingfaktor) und -migration innerhalb der Portfolios sowie Verwaltung des CCC-Anteils
- Ausschüttungen der Equity-Tranchen

9. Die sieben Stufen des CLO-Investmentprozesses von Lupus alpha



Schematische Darstellung, nur zur Illustration. Quelle: Lupus alpha

Auf diese quantitativen Selektionskriterien folgt die qualitative Beurteilung. Hierzu finden persönliche Gespräche mit den CLO-Managern statt. In den „One on one“-Gesprächen werden das Set-up, der Investmentprozess, operative Themen sowie die handelnden Personen einer eingehenden Prüfung unterzogen. Insbesondere geht es darum, die Erfahrung des Teams, seine Leistungsfähigkeit und -bereitschaft einzuschätzen. Als Ergebnis der Manageranalyse entsteht eine Shortlist. Diese Liste umfasst alle CLO-Manager, in deren „Deals“ das CLO-Team von Lupus alpha grundsätzlich investieren würde. Für neue Emissionen integrieren wir ESG-Kriterien, einschließlich ESG-Fragebögen (Due Diligence Questionnaire), UN-PRI(Principles for Responsible Investment)-Konformität und Erwägungen zum Klimawandel auf Managerebene.

*ESG-Exkurs:***Förderung von Nachhaltigkeitsansätzen trotz schwieriger Datenlage**

Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien spielt für unsere CLO-Strategien bei Lupus alpha eine wichtige Rolle. Im Unterschied zu anderen Strategien ist die Umsetzung bei CLOs aufgrund der deutlich schlechteren ESG-Datenlage jedoch nicht trivial. Die den CLOs zugrunde liegenden Kredite werden häufig von Unternehmen begeben, die nicht an der Börse gelistet sind und somit deutlich geringeren Offenlegungspflichten unterliegen. Dies führt in der Konsequenz zu einer weniger umfassenden Datenlage, die aber elementar für die Einbeziehung von Nachhaltigkeitskriterien ist. Das gilt sowohl für Daten, die das Unternehmen selbst zur Verfügung stellt (z. B. CO₂-Emissionen), als auch für Einschätzungen von ESG-Ratingagenturen oder vergleichbaren Datenanbietern (z. B. ESG-Scores).

Bei Lupus alpha bemühen wir uns dennoch um die Einbeziehung von ESG-Kriterien im CLO-Investmentprozess, indem wir sie bei der Auswahl der

CLO-Manager sowie bei der Analyse der CLO-Prospekte und der Kreditportfolios berücksichtigen (siehe auch Investmentprozess, insbesondere Schritte 2. bis 4.).

Unsere Bemühungen um die Integration von ESG-Kriterien sind dabei ein wesentlicher Bestandteil unserer Anlagephilosophie und unseres Engagements für langfristigen Mehrwert für unsere Investoren. Darüber hinaus sind wir Unterzeichner der UN Principles for Responsible Investing (UN PRI) sowie Mitglied im Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) und tragen über die Unterstützung solcher Initiativen aktiv dazu bei, dem Thema Nachhaltigkeit nicht nur in der Finanzbranche allgemein, sondern auch bei CLO-Managern im Besonderen eine größere Bedeutung zu geben. Wir beobachten die Entwicklungen in diesem Bereich sehr genau und entwickeln unsere ESG-Methodik entsprechend fortlaufend weiter.

3. Analyse des CLO-Portfolios (Assets/Aktivseite)

Parallel dazu erfolgt die Analyse des zugrunde liegenden Loan-Portfolios eines CLO. Sie konzentriert sich auf die Einschätzung der folgenden Punkte:

- Seniorität der zugrunde liegenden Darlehen (Senior, Second Lien) und Qualität der Besicherung. Diese Faktoren spielen die entscheidende Rolle für die erwartete Recovery-Rate im Falle eines Ausfalls
- Ratingverteilung der Assets (Anteil von CCC-gerateten Assets, Defaults)
- Diversifikationsgrad der Assets (Gewichtung von Einzelemitenten, Branchengewichtung, Länderverteilung)
- Evaluierung von ESG-Scores bezüglich Nachhaltigkeitszielen (sofern vorhanden)

4. Strukturanalyse und Analyse der Dokumentation

Im nächsten Schritt wird die Struktur des gesamten Deals und seiner einzelnen Tranchen betrachtet. Hier wird die Kapitalstruktur des CLO unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten sowie unter Beachtung der Anlagerichtlinien untersucht. Auch die relative Attraktivität der einzelnen Tranchen wird im Hinblick auf Rating, Spread und Restlaufzeit analysiert. Im Rahmen dieser Strukturanalyse wird dabei auf folgende Kriterien geachtet:

- Wasserfallstruktur – also die Regeln zur Verteilung der Zahlungsströme auf die verschiedenen Tranchen
- Ausgestaltung der Besicherungsmechanismen („Credit Enhancement“)
- Rendite bzw. Marktpreis, Markttechnik
- Cashflow-Simulationen (Base Case/Stressszenarien)

Alle quantitativen Auswertungen einschließlich der Stresstests und Simulationen unterschiedlicher (Cash-flow-)Szenarien werden mithilfe von Moody's Analytics und einer proprietären Datenbank durchgeführt, die beide auf Daten der quartalsweise veröffentlichten Treuhänderberichte basieren.

Bei Neuemissionen achten wir zudem auf die Einhaltung diverser ESG-Kriterien wie z. B. die Vereinbarkeit mit den Pariser Klimazielen (Paris-aligned Benchmark Exclusion List) oder auch die Erfüllung von Reportinganforderungen durch die SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation).

5. Analyse des CLO-Portfolios (Passivseite)

Die Analyse umfasst Qualitätsprüfungen wie z. B. das Ausmaß der Übersicherung („Credit Enhancement“) sowie Par-Build-Bewertungen, um die Robustheit der finanziellen Struktur des CLO sicherzustellen. Grundsätzlich werden dabei alle Tests und Kennzahlen berücksichtigt, die dazu im Treuhänderbericht aufgeführt sind.

6. Implementierung

Gelangt das CLO-Team von Lupus alpha auf Basis der zuvor durchlaufenen Analyseschritte zu einer positiven Beurteilung, wird der CLO bzw. die CLO-Tranche unter Berücksichtigung der individuellen Anlagebedingungen in das Portfolio aufgenommen. Bei der Portfolio-Konstruktion konzentrieren wir uns u. a. auf die Diversifikation (sowohl bezüglich des Pools der zugrunde liegenden Kredite als auch bezüglich der CLO-Manager) sowie auf kundenspezifische Anlagebeschränkungen. Für einen effizienten Handel im „Over the Counter“-Markt (OTC-Markt) pflegen wir zudem gute Kontakte zu allen relevanten Handelspartnern und Investmentbanken.

7. Monitoring

Der gesamte Investmentprozess ist nicht einmalig auf den Kaufzeitpunkt beschränkt, sondern wird regelmäßig im Rahmen des Monitorings sowie bei Auffälligkeiten (z. B. bei erhöhten Ausfällen) wiederholt. Zu diesem Monitoring gehören u. a.:

- Kontinuierliche Beobachtung des Marktumfelds und der Werttreiber
- Beobachtung der Wertentwicklung der CLOs
- Prüfung der monatlichen Treuhänderberichte
- Regelmäßige Gespräche mit den CLO-Managern
- Regelmäßige Szenario-Analysen einzelner Transaktionen und der Gesamtportfolios

Im Rahmen des kontinuierlichen quantitativen und qualitativen Monitorings werden Transaktionen mit Auffälligkeiten beobachtet. Kommt es nicht zu einer Verbesserung, wird die betreffende Position veräußert. Mithilfe des Monitorings können negative Entwicklungen frühzeitig erkannt werden. Gelangt das Team bei seiner Analyse eines einzelnen CLO zu einer negativen Beurteilung des Engagements, so entscheidet es auf Basis des aktuellen Marktpreises über den Verkauf von Positionen.

Ein solch aktives Management eines CLO-Portfolios mit einem konsequent umgesetzten Investmentprozess ist Voraussetzung für einen nachhaltigen Unterschied bei der Erzielung attraktiver Renditen und eines positiven Alpha.

CLO-Investments – Alpha-Potenzial auf zwei Ebenen

CLOs sind zwar keine „Trading-Vehikel“, aber sie werden aktiv vom CLO-Manager verwaltet. Dieser wählt die einzelnen Darlehen aus und nimmt im Zeitablauf unter Beachtung der Anlagebedingungen Reinvestments und Verkäufe vor. Seine Leistung besteht darin, Defaults und Herabstufungen in den Portfolios so weit wie möglich zu vermeiden und alle von den Ratingagenturen vorgeschriebenen Tests einzuhalten (Ebene 1 für ein mögliches Alpha). Das CLO-Team von Lupus alpha wiederum selektiert die erfolgversprechendsten dieser Manager. Darüber hinaus werden die CLO-Tranchen für die Portfolios der Investoren ausgewählt, die das beste Rendite-Risiko-Profil versprechen (Ebene 2 für ein mögliches Alpha). So kann auf mehreren Ebenen Alpha-Potenzial realisiert werden.

10. Selektionsebenen und Alpha-Potenziale



Schematische Darstellung, nur zur Illustration. Quelle: Lupus alpha; Stand: März 2024

Der Erfolg des Investmentprozesses und der Managerselektion von Lupus alpha zeigt sich unter anderem anhand der Ausfallraten der Loans, die den sorgfältig ausgewählten CLOs zugrunde liegen (siehe Abbildung 11). Geringere Default-Raten schlagen sich unmittelbar in den Erträgen der Equity-Tranchen eines CLO nieder. Die Ausfallrate der Loans im Pool der Unternehmenskredite ist aber auch für Investoren in den anderen Tranchen von Bedeutung: Sie beeinflusst die Preis- bzw. Spread-Entwicklung aller Tranchen. Ein Anstieg der Default-Raten innerhalb des CLO kann zu einer Abwertung aller Tranchen führen, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, wobei die höher gerateten Tranchen generell kaum betroffen sind.

Die kontinuierliche quantitative und qualitative Analyse der ausgewählten CLOs durch das Team hat über die vergangenen Jahre konsistent zu einer Outperformance, also geringeren Default-Raten, gegenüber dem Markt geführt.

11. Alpha-Potenzial: Geringere Ausfallraten selektierter CLOs

Jahr	Ausfallraten europäischer Loans	Loan-Ausfallraten der von Lupus alpha ausgewählten CLOs	Default-„Alpha“ des Lupus alpha Teams
2008	1,86 %	0,81 %	1,05 %
2009	10,54 %	5,53 %	5,01 %
2010	3,08 %	1,40 %	1,68 %
2011	4,09 %	0,57 %	3,52 %
2012	6,60 %	3,86 %	2,74 %
2013	2,90 %	1,01 %	1,89 %
2014	4,88 %	1,41 %	3,49 %
2015	2,12 %	1,40 %	0,72 %
2016	2,40 %	1,10 %	1,30 %
2017	1,11 %	1,18 %	-0,02 %
2018	1,42 %	0,50 %	0,92 %
2019	0,00 %	0,03 %	-0,03 %
2020	1,32 %	1,81 %	-0,49 %
2021	0,20 %	0,14 %	0,06 %
2022	1,90 %	0,52 %	1,38 %
2023	1,53 %	0,83 %	0,70 %
Ø	2,87 %	1,38 %	1,50 %

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Standard & Poor's, Moody's Analytics, eigene Berechnungen; Stand: 29.12.2023

Unsere Fixed-Income-Credit-Experten

Das CLO-Team von Lupus alpha verfügt über eine umfassende Expertise und arbeitet als Team bereits seit rund 20 Jahren erfolgreich zusammen. Es setzt sich aus international ausgebildeten Experten zusammen, die langjährige Erfahrung im Asset Management gesammelt haben – unter anderem bei Versicherungen und Großbanken.

Professionelle Prozessstrukturen

Ein wichtiger **Erfolgsfaktor** für das Team ist der gute Zugang zu den **Anbietern**, den Investmentbanken. Denn CLOs können nicht direkt über die Börse erworben werden, sondern der Handel erfolgt mittels „Over the Counter“-Geschäften (OTC-Geschäften), also Direktgeschäfte mit einem Broker. Somit spielen gute Marktkontakte und routiniertes Verhandlungsgeschick bei Kauf und Verkauf von CLOs eine wichtige Rolle. Wir arbeiten mit mehr als 15 Banken und ca. 50 CLO-Managern zusammen.

Das Team der CLO-Experten wird unterstützt durch **das Risikomanagement und das hochprofessionelle Trading-Team von Lupus alpha**. Das Risikomanagement trägt bei der Überwachung und Simulation den besonderen Anforderungen der Assetklasse CLO Rechnung.

Die Summe dieser Kompetenzen versetzt Lupus alpha in die Lage, mehr zu sein als der Manager eines Investmentprodukts. **Bei der Erarbeitung komplexer Lösungen, bei denen die individuellen Bedürfnisse der Investoren berücksichtigt werden, wirken alle genannten Bereiche zusammen.** Das Ziel ist es, die jeweils optimale Kundenlösung mit Blick auf die ökonomische Anlageentscheidung und die regulatorischen Anforderungen zu entwickeln und darüber hinaus das passende Vehikel zu finden, sei es in Form eines Spezial-AIFs, UCITS-Produkts oder Schuldscheins.

12. Das CLO-Team von Lupus alpha



Norbert Adam,
Senior Portfolio Manager

Bevor Norbert Adam zu Lupus alpha kam, war er zwei Jahre für das Fixed-Income-Credit-Team bei MainFirst Asset Management verantwortlich. Zuvor war er zwölf Jahre lang bei der Postbank Financial Services in Frankfurt tätig und leitete dort ebenfalls das Fixed-Income-Credit-Team. Herr Adam verfügt über 30 Jahre Erfahrung im Fixed-Income-Bereich, wozu auch langjährige Tätigkeiten für den Gerling-Konzern und die Colonia gehören.



Stamatia Hagenstein,
Senior Portfolio Managerin

Stamatia Hagenstein ist seit Januar 2015 im Portfolio Management von Lupus alpha tätig. Zuvor war sie als Portfolio-Managerin im CLO-Team bei MainFirst Asset Management tätig, wo ihr Schwerpunkt auf der Bonitätsanalyse von Emittenten aus den Sektoren Industrie und Dienstleistungen lag. Frau Hagenstein sammelte acht Jahre lang Erfahrung in ähnlicher Funktion bei der Postbank Financial Services sowie als ABS-Portfolio-Managerin bei Delta Lloyd. Sie verfügt über 21 Jahre Kapitalmarkterfahrung.



Michael Hombach,
Senior Portfolio Manager

Michael Hombach kam im Januar 2015 zu Lupus alpha. Zuvor war er als Portfolio-Manager im CLO-Team bei MainFirst Asset Management tätig, wo sein Schwerpunkt u. a. auf Struktur- und Cashflow-Analysen lag. Von 2004 bis 2012 war er als Portfolio-Manager bei der Postbank Financial Services für US- und EURO-CLO-Portfolios verantwortlich. Er verfügt über einen mehr als 15-jährigen Track-Record im Management von CLO-Portfolios.



Dr. Klaus Ripper,
Senior Portfolio Manager

Seit Januar 2015 ist Dr. Klaus Ripper bei Lupus alpha tätig. Zuvor war er als Leiter Produktentwicklung Fixed-Income-Credit bei MainFirst Asset Management und als Leiter Produktentwicklung und Garantieprodukte bei der Postbank Financial Services tätig. Herr Dr. Ripper hat mehr als 28 Jahre Erfahrung im Kapitalmarkt, die er u. a. bei der Commerzbank Asset Management, FRANKFURT-TRUST und der Allianz Lebensversicherung gesammelt hat. Er promovierte an der Universität Siegen im Bereich Elektrotechnik und ist Dozent für Finanzproduktentwicklung an den Universitäten Ulm und Mainz.



CLOs: Wie Sie mit Lupus alpha investieren können

Wir managen individuell auf die Investorenanforderungen abgestimmte Mandate und Fonds. Dabei nutzen wir das gesamte Ratingspektrum von CLOs – von Investment-Grade über Mezzanine bis Equity.“

Michael Hombach, Portfolio Management CLO

CLOs bieten Investoren eine Reihe von grundsätzlichen Vorteilen: Sie generieren mit hoher Konfidenz regelmäßige Erträge in Form nennenswerter Kupons, sie bieten innerhalb des Kredituniversums „Relative Value“ mit besseren Renditeaussichten in vergleichbaren Bonitätsstufen und unterliegen praktisch keinem Zinsänderungsrisiko. Hinzu kommt der strukturelle Schutz der Debt-Tranchen durch das Wasserfallprinzip – Stichwort „Credit Enhancement“. Dem gegenüber stehen Marktpreisrisiken. Bei CLOs sind dies im Wesentlichen Preisschwankungen der CLO-Tranchen sowie Ausfallrisiken innerhalb der Darlehenspools und deren Effekte auf die unterschiedlichen Tranchen. Weiterhin besteht ein im Vergleich zu anderen Anleihen potenziell erhöhtes Liquiditätsrisiko (Mangel an Handelbarkeit).

Strategien für verschiedene Rendite-Risiko-Profile

Aufgrund der Möglichkeit, die gewünschten Tranchen innerhalb der Kapitalstruktur auszuwählen, bieten CLOs jedem Investor die Möglichkeit, sich gemäß seinem individuellen Rendite-Risiko-Profil unter Berücksichtigung seines bestehenden Portfolios und potenzieller Restriktionen zu positionieren.

1. Investment-Grade-CLO

Diese Strategien eignen sich für defensive Investoren, die ein langfristiges Investment mit einer geringen Volatilität suchen. Durch die Fokussierung auf Anlagen mit einem Rating von AAA bis BBB spielen Ausfallrisiken nahezu keine Rolle. Mit dieser Strategie haben Investoren die Möglichkeit, ein konservatives Fixed-Income-Investment zu tätigen und ohne Durationsrisiko eine Rendite deutlich oberhalb einer Anlage in Unternehmensanleihen ähnlicher Güte zu erzielen.

Je nach Ertragserwartung, Risikobereitschaft und Anforderungen der Regulatorik können Anleger auch innerhalb dieses Segments passgenaue Lösungen finden: Während für Finanzinstitute, die Eigen-

kapitalvorschriften unterliegen, insbesondere CLO-Tranchen im Ratingbereich AAA interessant sein dürften, bieten sich für VAG-regulierte Investoren Anlagen in das gesamte Investment-Grade-Segment (AAA bis BBB) an.

2. Mezzanine (Sub-Investment-Grade)

Anlagen in CLO-Tranchen mit einer Bonität unterhalb des Investment-Grade-Bereichs (BB und B) richten sich an Investoren mit deutlich höheren Renditeerwartungen. Sie bieten analog zu High-Yield-Anleihen im traditionellen Fixed-Income-Markt eine höhere erwartete Rendite (bei etwas höheren Risiken) innerhalb des CLO-Marktes. Im Unterschied zu klassischen High-Yield-Anleihen sind jedoch die Spreads noch ein Stück höher bei gleichzeitig historisch deutlich geringeren Verlustraten. Die Renditeerwartungen liegen in diesem Segment langfristig im hohen einstelligen, kurzfristig sogar im zweistelligen Prozentbereich.

3. Equity-Investments und opportunistische Strategien

Bei Anlagen in CLO Equity handelt es sich trotz ihres Anleihecharakters eher um aktienähnliche Investments. Diese Strategien richten sich an Anleger mit deutlich höheren Renditeerwartungen. So können durch ein Investment in Equity-Tranchen eines CLO zweistellige Renditen erwirtschaftet werden. Ein Vorteil eines solchen Investments besteht darin, dass ein bestehendes Portfolio alternativer Anlagen (weiter) diversifiziert werden kann.

Abhängig von den individuellen Anlagepräferenzen und regulatorischen Vorgaben steht CLO-Investoren selbstverständlich auch eine Mischung aus den oben genannten Teilbereichen zur Verfügung. Je nach Risikoneigung kann die Gewichtung von Investment-Grade, Mezzanine und Equity gewählt werden – und nach Wunsch auch opportunistisch angepasst werden.

13. Verfügbare Umsetzungsformen (Übersicht)

Vehikel	Investment-Grade	Mezzanine	Equity
Publikumsfonds und öffentliche Schuldscheine	Lupus alpha CLO High Quality Invest	Lupus alpha CLO II Opportunity Notes 2027	
Spezialfonds/ Outsourcing-Mandate	Alle Ratingsegmente und Kombinationen dieser nach individuellem Kundenbedarf		
Eigenschaften	<ul style="list-style-type: none"> – Ø-Tranchen-Rating: A – Langfristige Ertragsersparung: Geldmarkt + 3 % p. a. 	<ul style="list-style-type: none"> – Ø-Tranchen-Rating: BB – Langfristige Ertragsersparung: Geldmarkt + 6 % p. a. 	<ul style="list-style-type: none"> – Kein Rating – Langfristige Ertragsersparung: ca. 10 % p. a.

← Risiko/Rendite →

Schematische Darstellung, nur zur Illustration. Quelle: Lupus alpha; Stand: März 2024

Umsetzungswege bei Lupus alpha

Alle beschriebenen Strategien lassen sich in Form individueller Mandate (zum Beispiel in Form von Spezial-AIFs) umsetzen, bei denen detaillierte Kundenanforderungen hinsichtlich des Investmentuniversums, der Ratinganforderungen usw. berücksichtigt werden können. Neben individuellen Lösungen für Investoren bietet Lupus alpha zurzeit zwei Produkttypen mit unterschiedlichem Rendite-Risiko-Profil an:

1. Der Lupus alpha CLO High Quality Invest ist ein deutscher UCITS-Fonds, der schwerpunktmäßig in europäische CLO-Investment-Grade-Tranchen in-

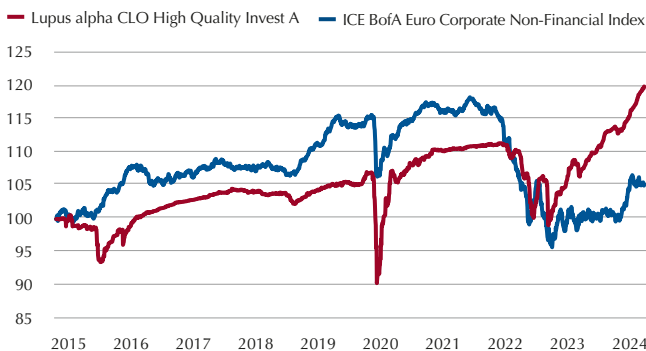
vestiert. Der Fonds entspricht dem Bedürfnis vieler Investoren nach stabilen, attraktiven Renditen zu vertretbaren Risiken. Das Ertragsziel des Fonds liegt bei Geldmarkt + 3 Prozent p. a. bei einer Volatilität im einstelligen Bereich.

Der Publikumsfonds ist speziell auf die Bedürfnisse regulierter institutioneller Anleger wie Pensionskassen und Versorgungswerke zugeschnitten, ist aber auch für andere Investoren eine attraktive Anlage.

Aktuelle Informationen zum Produkt finden Sie hier:



14. Wertentwicklung (seit Auflage): Lupus alpha CLO High Quality Invest A vs. Investment-Grade-Unternehmensanleihen



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg, Lupus alpha; Stand: 29.02.2024

15. Performance: Lupus alpha CLO High Quality Invest A

seit Auflage (01.07.2015)	19,96 %
seit Auflage p. a.	2,12 %
Volatilität p. a.	4,06 %
Sharpe Ratio	0,50
5 Jahre p. a.	3,03 %
3 Jahre p. a.	2,80 %

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg, Lupus alpha; Stand: 29.02.2024

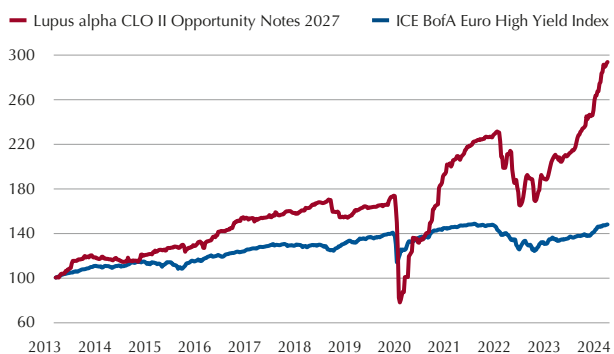
Eine zweite Möglichkeit, mit Lupus alpha in CLOs zu investieren, bieten Laufzeitprodukte.

2. Die Inhaberschuldverschreibung Lupus alpha

CLO II Opportunity Notes 2027 bietet Zugang zu einer Anlage in Mezzanine- und Equity-Tranchen

von CLOs und strebt zweistellige jährliche Erträge sowie halbjährliche Ausschüttungen in Höhe von 5 Prozent an. Sie richtet sich an Investoren mit erhöhten Renditezielen, die auch höhere Schwankungen tolerieren können (wie z. B. Vermögensverwalter und Dachfondsmanager).

16. Wertentwicklung: Lupus alpha CLO II Opportunity Notes 2027 vs. High-Yield-Anleihen



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg, Lupus alpha; Stand: 29.02.2024

17. Performance: Lupus alpha CLO II Opportunity Notes 2027

seit Auflage (14.08.2013)	194,63 %
seit Auflage p.a.	10,87 %
Volatilität p.a.	17,49 %
Sharpe Ratio	0,62
5 Jahre p.a.	13,75 %
3 Jahre p.a.	14,99 %

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Quellen: Bloomberg, Lupus alpha; Stand: 29.02.2024

Weitere Informationen erhalten Sie von Ihren persönlichen Ansprechpartnern:



Ralf Lochmüller
Managing Partner, CEO
ralf.lochmueller@lupusalpha.de



Dr. Markus Zuber
Partner, CSO
markus.zuber@lupusalpha.de



Dejan Saravanja
Senior Relationship Manager
Institutionelle Investoren
dejan.saravanja@lupusalpha.de



Benjamin Wendel
Senior Relationship Manager
Institutionelle Investoren
benjamin.wendel@lupusalpha.de



Laurin Regel
Relationship Manager
Institutionelle Investoren
laurin.regel@lupusalpha.de



Oliver Böttger
Partner, Senior Relationship Manager,
Leiter Vertrieb Wholesale
oliver.boettger@lupusalpha.de



Matthias Schneider
Senior Relationship Manager
Wholesale
matthias.schneider@lupusalpha.de



Sabrina Landsknecht
Client Service Institutional
sabrina.landsknecht@lupusalpha.de



Anke Floeth
Client Service Wholesale
anke.floeth@lupusalpha.de

Ihr Clients & Markets-Team
bei Lupus alpha erreichen
Sie telefonisch unter

+49 69 365058-7000.



Das für dieses Druckprodukt verwendete Recyclingpapier ist mit dem Blauen Engel ausgezeichnet.

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. dem Basisinformationsblatt, 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 das Basisinformationsblatt, die in deutscher Sprache verfasst sind. Diese erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Investment GmbH, Postfach 11 12 62, D-60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per E-Mail unter info@lupusalpha.de oder über unsere Homepage www.lupusalpha.de.

Für Fonds mit Vertriebszulassung in Österreich erhalten Sie den aktuellen Verkaufsprospekt sowie das Basisinformationsblatt 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 Fondsinformation noch ihr Inhalt noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Investment GmbH 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.

Sofern nicht anders angegeben, entsprechen alle dargestellten Wertentwicklungen der Bruttowertentwicklung (BVI-Methode): Die Bruttowertentwicklung berücksichtigt bereits alle auf Fondsebene anfallenden Kosten (z. B. Verwaltungsvergütung) und geht von einer Wiederanlage eventueller Ausschüttungen aus. Die auf Kundenebene anfallenden Kosten wie Ausgabeaufschlag und Depotkosten sind nicht berücksichtigt. Bitte beachten Sie: Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Stand: April 2024.

Lupus alpha Investment GmbH
 Speicherstraße 49–51
 D-60327 Frankfurt am Main
 Telefon: +49 69 365058-7000
 Fax: +49 69 365058-8000
 E-Mail: info@lupusalpha.de

www.lupusalpha.de

THE ALPHA WAY TO INVEST

Lupus alpha