

Investorengespräch: Interview mit Ottmar Wolf

Welche Erfahrung haben Sie und Ihre Kunden mit dem Engagement in CLOs gesammelt?

Ottmar Wolf: Aus unserer Sicht handelt es sich bei CLOs um eine interessante, eigenständige Asset-Klasse. Theoretisch zwar „artverwandt“ mit Hochzinsunternehmensanleihen, aber de facto ist doch in vielen Marktphasen eine sehr unterschiedliche Entwicklung zu beobachten. Und genau dies macht CLOs für einen Multi-Asset-Ansatz, für den unser Haus steht, so spannend. Wenn es dazu noch gelingt, das Timing halbwegs richtig hinzubekommen, dann ist die Beimischung von CLOs eine hochrentierliche Angelegenheit. 2013 hat dies unseren Multi-Asset-Portfolios eine außergewöhnlich gute Wertentwicklung beschert.

Seit wann sind Sie in CLOs engagiert und für welche Ihrer Kunden kommt das Produkt infrage?

Ottmar Wolf: Seit dem Sommer 2012 sind wir in verbrieften Unternehmenskrediten investiert. Seinerzeit haben wir das Seed Money für die Lupus alpha CLO Opportunity Notes 2025 bereitgestellt. Dass daraus dann ein Produkt mit einer herausragenden Wertentwicklung entstanden ist, macht uns auch ein klein wenig stolz. Wir haben diese CLO Notes innerhalb unserer Mandatschaft ziemlich flächendeckend eingesetzt. Das erforderte auch eine gewisse Portion Mut. Denn bei den meisten unserer Kunden waren CLOs zuvor noch unbekanntes Terrain.

CLOs sind strukturierte Kreditprodukte. Aus der Erfahrung der Finanzmarktkrise werden CLOs oft mit CDOs, ABS und Immobilienverbriefungen in Bezug gesetzt. Ist die „Aufklärungsarbeit“ gegenüber Ihren Kunden daher schwieriger als bei anderen Produkten?

Ottmar Wolf: Definitiv. In unseren Quartalsberichten haben wir des Öfteren die Funktionsweise von CLOs erläutert. Und auch die Abgrenzung zu den berühmterberichtigten „Subprime-Produkten“ haben wir erklärt: gleiche Verpackung, aber ganz anderer Inhalt. Innerhalb unserer Mandatschaft gibt es ganz unterschiedliche Interessenlagen. Nicht jeder Kunde legt Wert darauf, sämtliche Börsenthemen bis ins Detail zu verstehen. Viele möchten dieses notwendige Produktverständnis ganz bewusst an uns delegieren. Als Vermögensverwalter ist das auch eine unserer zentralen Aufgaben.

Wie sehen Sie CLOs im Vergleich zu anderen Asset-Klassen, beispielsweise Hochzins- oder Unternehmensanleihen allgemein?

Ottmar Wolf: Das bereits kurz erwähnte „Eigenleben“ der CLOs ist faszinierend. Eigentlich müssten die Spreads der Mezzanine CLOs stets einen Gleichlauf mit den Spreads von Hochzinsanleihen aufweisen. Und wahrscheinlich müsste der Spread von CLOs aufgrund der (noch größeren) Illiquidität und der hohen Komplexität dabei in den Sub-Investment Grade-Ratings um rund 150–200 Basispunkte höher liegen. Oder aber zumindest parallel verlaufen. Das ist aber



Ottmar Wolf

ist Vorstand der Wallrich Wolf Asset Management AG in Frankfurt am Main.

überhaupt nicht der Fall. Der iTraxx Crossover weist derzeit einen Spread von rund 330 Basispunkten auf. Der Spread vergleichbarer Mezzanine-Tranchen von CLOs liegt dagegen bei 650–850 Basispunkten.¹¹ Das ist eigentlich unlogisch. Erklärt sich aber dadurch, dass der CLO-Markt noch ein klarer Käufermarkt ist. Für uns spricht das derzeit ganz klar für ein Investment in CLOs.

Die CLO Equity-Schuldverschreibungen weisen in Phasen hoher Marktvolatilität deutlich größere Schwankungen auf. Wie kommen Sie und Ihre Kunden damit zurecht? Wäre da ein geschlossenes Produkt vorteilhafter?

Ottmar Wolf: Depotschwankungen sind für die menschliche Psyche immer herausfordernd. Diverse Studien zeigen ganz klar auf: Je seltener ein Privatanleger auf sein Depot schaut, umso höher fällt seine Performance aus. Zu häufiges, hektisches Agieren wirkt im Depot kontraproduktiv. Klar, selbst

wir als „Profis“ sind Ängsten ausgesetzt, die durch hohe Schwankungen ausgelöst bzw. verstärkt werden können. Gerade die Equity-Tranche bei CLOs, die ja auch „First Loss Piece“ genannt wird, kann leider auch mal extrem schwanken. Aus unserer Sicht kann diese Tranche immer nur eine Depotbeimischung sein.

Für Kunden mit mehr Risikoappetit kann es bei ausreichendem Anlagehorizont durchaus reizvoll sein, in ein geschlossenes CLO-Konzept zu investieren. Hier gibt es keine Mittelbewegungen, die gerade bei semi- bzw. illiquiden Assets grundsätzlich „Geld kosten“ (Bid-Ask Spread). Und das trägt im Ergebnis bei einem geschlossenen Produkt zu einer besseren Wertentwicklung bei. Gleichzeitig ist man als Anleger automatisch diszipliniert. Falsches Timing ist nicht möglich, was auch vorteilhaft sein kann.

¹¹Quellen: Markit, Citi Velocity; Stand: 15.09.2016.