



*Dr. Thomas Umlauf*  
*Leiter Fixed Income*  
*Huber, Reuss & Kollegen*  
*Vermögensverwaltung GmbH*

## Herr Dr. Umlauf, wie definieren Sie Spezialrenten?

Spezialrenten weisen Unterbewertungen auf und ermöglichen das Erzielen von Zusatzrenditen, unter anderem in Bereichen, die nicht alle Investoren nutzen (können) – das sind zum Beispiel Anleihen mit geringem Emissionsvolumen oder aus dem Bereich zwischen Investment Grade und High Yield, aber auch ungeratete Anleihen. Das Thema ist natürlich sehr aktuell, denn von den zwar gestiegenen Zinsen bleibt weiterhin nach Abzug der Inflation ohne Zusatzrenditen nicht viel übrig.

## Was ist so spannend an dem Bereich zwischen Investment Grade und High Yield?

Im Non-Investmentgrade Bereich sind die Renditen deutlich höher und wenn ein Emittent von einer Ratingagentur in den Investment Grade Bereich heraufgestuft wird, führt dies meist zu beachtlichen Kursgewinnen. Derartige Opportunitäten nutzen wir natürlich sehr gerne für den Fonds.

## Sind die Risiken bei ungerateten Anleihen nicht sehr groß?

Viele Investoren benötigen aufgrund interner Regeln ein Rating von einer der großen Agenturen, um überhaupt in eine Anleihe investieren zu dürfen, daher kann man auch in dem Segment der ungerateten Papiere attraktive Zusatzrenditen erzielen.

Auf den ersten Blick vermutet man natürlich auch höhere Risiken. Es gibt aber oft Gründe, die das Fehlen eines Ratings erklären.

In Skandinavien zum Beispiel sind Ratings wenig üblich. Die meist inländischen Investoren kennen die Unternehmen sehr gut und daher ist ein Rating nicht erforderlich.

Auch wird bei kleineren Emissionen oft aus Kostengründen auf ein Rating verzichtet und viele familiengeführte Unternehmen legen keinen Wert auf ein Rating. Sie zahlen lieber einen Zinsaufschlag, als einen tiefen Einblick in ihre Bilanzen zu gestatten. Wir erstellen bei Anleihen ohne Rating mit eigenen Analysen ein sogenanntes Schattenrating für den jeweiligen Emittenten.

## Wie finden Sie die attraktivsten Anleihen für Ihren Fonds? Haben Sie dafür eine Art Filter oder wie behalten Sie den Überblick im Fixed Income Markt?

Ein zweigeteilter Investmentansatz hilft uns, attraktive Anleihen auszuwählen. Vorgelagert finden quantitative Screenings und Analysen statt. Auf diese Screenings folgt ein qualitativer Prozessschritt in Form einer fundamentalen Kreditanalyse – unter Einbeziehung der makroökonomischen Gegebenheiten sowie unter technischen Gesichtspunkten.

## Sie haben deutlich mehr als 100 Titel im Portfolio, das reduziert sicherlich Risiken – aber macht es das nicht auch schwerer, die gehaltenen Wertpapier genau zu analysieren und zu überwachen?

Wesentlich sind die Kennzahlen auf Unternehmens-ebene sowie die Brancheneinschätzung. Da in attraktiven Branchen in eine höhere Anzahl an Anleihen investiert wird, können wir Synergieeffekte nutzen. Aktuell halten wir beispielsweise viele Papiere aus dem Öl- und Gassektor und der Chemiebranche, die für die jeweils andere Branche einen wertvollen Cross-Read darstellen und eine ganzheitlichere Einschätzung erlauben.

## Sie setzen oftmals auf kleine Emissionen und sind zum Teil auch in Nischenmärkten aktiv. Gibt es daher eine Volumengrenze für Ihren Fonds?

Es gibt keine feste Volumengrenze, aber bei Emissionen unter EUR 100m Gegenwert werde ich nicht oft aktiv.

## Wie ist Ihr Track Record in diesen speziellen Marktsegmenten? Wieviele Ausfälle von Anleihen

**hatten Sie mit dem Fonds bisher – und vor allem: mit welchen Ausfallraten rechnen Sie in der aktuellen Marktphase?**

Wir sehen bereits heute einen deutlichen Anstieg der Insolvenzen- und zwar weltweit. Es ist davon auszugehen, dass sich dieser Trend fortsetzt und in der Tat weiter verstärkt. In 2023 werden viele Unternehmen ohne funktionierendes Geschäftsmodell verschwinden, die sich über die letzten Jahre dank sehr niedriger Zinsen aber dennoch finanzieren konnten. Der Markt ist selektiver geworden und gleichzeitig stiegen die Kreditvergabestandards der Banken über die letzten Quartale sukzessive an, wodurch sich auch die Kreditrisikoprämien erhöhten und u.E. weiter erhöhen werden.

**Wie stark ist Ihre Strategie von einer richtigen Einschätzung der künftigen Zinsentwicklung abhängig?**

Die Strategie ist wenig bis gar nicht von einer korrekten Einschätzung der zukünftigen Zinsentwicklung abhängig. Über weite Teile des Jahres 2022, das von stark steigenden Zinsen geprägt war, war der Fonds durch den Einsatz von Zinsfutures als auch variabel verzinsten Unternehmensanleihen von Zinsbewegungen isoliert. Bei direktonaler Positionierung im Zinsbereich sind wir natürlich von der richtigen Einschätzung abhängig. Eine starke

Zinsmeinung vorausgesetzt, ist es durchaus möglich, dass die Duration des Fonds sehr niedrig gehalten wird oder aber hochgefahren wird. Unseres Erachtens könnte für einen Ausbau der Zinsduration nun eine gute Gelegenheit gekommen sein. Die Notenbanken sind voraussichtlich am Ende des Zinsanhebungszyklus angekommen und volkswirtschaftliche Herausforderungen könnten zu einer schneller und heftiger als erwarteten Senkung der Leitzinsen führen.

**Sind Sie auch mit eigenem Geld in den Fonds investiert?**

Ja, ich denke, es ist sehr sinnvoll, mit den Anlegern in einem Boot zu sitzen – und da ich von dem Konzept des Fonds natürlich sehr überzeugt bin, fällt mir dieses Investment alles andere als schwer.

**Für welche Investoren bietet Ihr Fonds eine Lösung – aber gegebenenfalls welche Anleger hätten Sie gar nicht so gerne?**

Der Arbor Invest – Spezialrenten eignet sich für alle Investoren mit einem mittleren oder langfristigen Anlagehorizont. Kurzfristig orientierten Investoren ist dieser Fonds nicht zu empfehlen.

**Fonds:** Arbor Invest Spezialrenten ISIN LU1035659520

**Interviewpartner:** Dr. Thomas Umlauf  
Leiter Fixed Income  
Huber, Reuss & Kolegen Vermögensverwaltung GmbH  
[www.hrvv.de](http://www.hrvv.de)