

Wir investieren in Gewinner. Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

Hybridanleihe der Deutschen Bank

Hybridanleihen sind meist tief nachrangige Unternehmensanleihen. Weil sie einen eigenkapitalnahen Charakter besitzen, wurden sie zur Stärkung des Kernkapitals von Kreditinstituten als sogenannte Tier 1-Anleihen emittiert. Auch Industrieunternehmen deckten zunehmend ihren Kapitalbedarf mit hybriden Papieren, da Ratingagenturen das Emissionsvolumen in Höhe von bis zu 75% dem Eigenkapital zurechneten. Nach den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen IFRS ist eine Bilanzierung als Eigenkapital möglich.


Der Emittent kann die Anleihe ab einem bestimmten Zeitpunkt freiwillig kündigen. Der Investor besitzt kein Kündigungsrecht. Unter bestimmten Bedingungen können die Zinszahlungen verschoben werden oder sogar ohne Nachzahlungsanspruch ausfallen.

In der Regel kündigt der Emittent die Anleihe bei der ersten Möglichkeit (First Call) und zahlt sie zum Nennwert (100 Prozent) zurück. Aufgrund der sich am Kapitalmarkt verschärften Refinanzierungsbedingungen verzichteten einige Kreditinstitute auf die übliche Rückzahlung. Für die Investoren solcher Papiere bedeutete das einen massiven Vertrauensverlust. Noch schlimmer ereilte es Inhaber von manchen Upper-Tier-2-Anleihen. Dort können Investoren am Bilanzverlust beteiligt werden. Das heißt, dass ein Teil des Kapitals aufgezehrt ist und die Anleihe zunächst nicht mehr

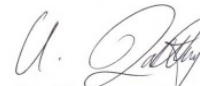
zum Nennwert, sondern nur noch mit einem Abschlag zurückbezahlt werden muss. In der Folge kollabierte der Markt für Hybridanleihen. Die Anleger wandten sich verärgert ab, Fonds für hybride Kapitalien wurden geschlossen, die Papiere rigoros abverkauft. Eine Kapitalbeschaffung über Hybridkapital ist derzeit für Kreditinstitute faktisch unmöglich. Die Verwerfungen trafen fast alle Emittenten und Anleihen, obwohl die Vertragsbedingungen und die Bonität der Schuldner erheblich variieren. Diese Panik nutzen wir jetzt.

Wir kauften unter anderem die Hybridanleihe der Deutschen Bank (WKN 906930), zu einem Kurs von 29%. Die nächste Zinszahlung in Höhe von 5,3% ist trotz des Konzernverlusts für das Jahr 2008 aufgrund der ausschüttungsfähigen Gewinne im handelsrechtlichen Abschluss gesichert. Für das Jahr 2009 strebt die Deutsche Bank auf Konzernebene wieder Gewinne an. Zwischenzeitlich ist der Anleihekurs auf 50% gestiegen. Unser Investment ist damit bereits 72% im Plus. Wir sehen die Deutsche Bank als einen Krisengewinner und erachten die Risiken für unser Investment als äußerst gering. Eine Partizipation an zukünftigen Verlusten der Deutschen Bank ist für unsere Anleihe vertraglich ausgeschlossen; und jede Form einer staatlichen oder privaten Erhöhung des Aktienkapitals, sofern sie nötig sein sollte, würde unsere Position als Anleihebesitzer zusätzlich stärken. Von einer Normalisierung der Marktverhältnisse in diesem Segment sollte unser Fonds profitieren.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky