

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.

UniCredit S.p.A. Anleihe 2009 (50)

UniCredit stellten wir bereits im Januar 2012 in unserem Investmentbericht vor. Seinerzeit konnten wir im Rahmen einer 8 Mrd. Euro schweren Sanierungskapitalerhöhung innerhalb von wenigen Tagen einen Gewinn von 36% realisieren. Gegenwärtig sind wir erneut in UniCredit investiert, allerdings nicht in die Aktie, sondern in eine Anleihe. Ihre Ausgabe ist auf eine Kapitalerhöhung zurückzuführen, die im Januar 2009 inmitten der Finanz- und Wirtschaftskrise missglückte. Damals notierte der Börsenkurs des italienischen Finanzkonzerns während der Bezugsfrist unter dem Ausgabepreis der neu zu emittierenden Aktien. Infolgedessen wurden 99,5% der Bezugsrechte nicht ausgeübt. Mediobanca, die größte italienische Investmentbank, die den Erfolg der Kapitalerhöhung garantierte, musste daraufhin 967,6 Mio. Aktien im Gegenwert von 2,983 Mrd. Euro übernehmen.

Um aus der gescheiterten Platzierung doch noch einen Erfolg zu machen, begab man im Februar 2009 über einen Treuhänder (BNY Mellon) eine CASHES-Anleihe (Convertible And Subordinated Hybrid Equity-Linked Security). Die 967,6 Mio. Aktien dienten hierfür als Sicherheit. Durch eine Aktienzusammenlegung im Verhältnis 10:1 im Zuge der späteren Sanierungskapitalerhöhung stehen heute noch 96,76 Mio. Aktien zur Verfügung. Entsprechend erhöhte sich der Wandlungspreis um den Faktor 10 auf 30,83 Euro je Aktie. Die

Anleihe ist am 15. Dezember 2050 fällig. Eine frühere Kündigung ist nicht möglich. Die Rückzahlung erfolgt durch Wandlung in 3.244 Aktien für jeden der 29.830 Anteile à 100.000 Euro. Aufgrund der langen Laufzeit ist der Barwert der nominalen Rückzahlung relativ unbedeutend. Vielmehr ist der jährliche Kupon für die Attraktivität des Zahlungsstroms entscheidend. Er entspricht dem 3M-Euribor zzgl. 450 Basispunkte. Die Auszahlung ist nicht kumulativ, sie erfolgt quartalsweise in Abhängigkeit von Jahresüberschuss und Dividendenzahlung der UniCredit. Im Februar 2016 gab UniCredit einen Gewinn von 2 Mrd. Euro und einen positiven Dividendenvorschlag für das Jahr 2015 bekannt. Das Unternehmen hat die Absicht, bis zum Jahr 2018 rund 5 Mrd. Euro bzw. 40% der Jahresüberschüsse auszuschütten. Damit wären die Kuponzahlungen für die kommenden Jahre gesichert.

Sollte die Bank in Schieflage geraten und die derzeitige „Total Capital Ratio“ (TCR) von 14% auf unter 6% fallen, so würde eine Zwangswandlung in die hinterlegten Aktien erfolgen. Dazu müsste UniCredit aber einen kaum denkbaren Verlust von 33 Mrd. Euro anhäufen und gleichzeitig außerstande sein, Maßnahmen zu ergreifen, um die strengen Mindestanforderungen nach Basel III (TCR=8% und CET1=7%) einzuhalten. Sie schützen die CASHES-Anleihe. Wir nutzten deswegen die Verkaufspanik im europäischen Bankensektor und erwarben das Papier im Februar 2016 zu einem Kurs von 38%. Die laufende jährliche Verzinsung beträgt hohe 12%.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky