

**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.

### Commerzbank AG Anleihe 2011 (19)

Die Frankfurter Commerzbank betreut mit weltweit 58.000 Mitarbeitern fast 15 Mio. Privatkunden und 1 Mio. Firmenkunden. Seit der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008 steckt die zweitgrößte Bank Deutschlands in der Krise. Verantwortlich hierfür sind Fehlentscheidungen des Managements. Durch die Übernahme des Staats- und Immobilienfinanzierers Eurohypo (2005) und die Fusion mit der Dresdner Bank (2008) verdoppelte das Institut seine Bilanzsumme auf mehr als 800 Mrd. Euro. Die Finanz- und Wirtschaftskrise, der Absturz der Immobilienpreise und der Einbruch der Staatsanleihen in der europäischen Schuldenkrise trafen das dünne Kapitalpolster der Commerzbank mit voller Wucht. Der deutsche Staat stabilisierte die Bank mit einer stillen Einlage von 16 Mrd. Euro und der Übernahme eines Anteils von 25% des Grundkapitals.

Die Maßnahmen zur Stärkung des Eigenkapitals weckten unser Interesse für eine Lower Tier 2-Anleihe. Die Schuldverschreibung wurde im Jahr 2011 im Volumen von 1,25 Mrd. Euro begeben. Die Laufzeit beträgt 8 Jahre. Der Kupon in Höhe von 6,375% p.a. darf nur im Falle der Insolvenz der Commerzbank ausgesetzt werden. Das Risiko wird entschärft durch die im Jahr 2011 vom Financial Stability Board veröffentlichte Liste von Banken, die aufgrund ihrer Stellung eine so wichtige Bedeutung haben, dass ein Zusammenbruch eine

wesentliche Gefährdung des internationalen Bankensystems bedeuten würde. Die Commerzbank gehört dieser Liste als eine von 29 Banken weltweit an. Sie unterliegt damit besonderer Auflagen hinsichtlich ihrer Kapitalausstattung. Um diese zu stärken, wurden im vergangenen Jahr 11 Mrd. Euro über Kapitalerhöhungen (8,25 Mrd.) und die Umwandlung stiller Einlagen (2,75 Mrd.) erlöst. Die stillen Einlagen des Staates konnten danach weitgehend zurückgeführt werden. Daneben hat die Commerzbank in mehreren Schritten hybride, nachrangige und andere Finanzinstrumente unter ihrem Nennwert zurückgekauft und teilweise als Sacheinlage gegen neue Aktien eingebracht. Das Grundkapital wurde durch diese Maßnahmen massiv verwässert. In den letzten beiden Jahren erhöhte sich die Anzahl ausstehender Aktien von 1,2 auf 5,6 Mrd. Während Aktionäre in diesem Zeitraum einen Kursverlust von 70% hinnehmen mussten, verbesserte sich die Position der Anleihegläubiger erheblich. Weiterhin wird die Kapitalbasis durch die drastische Rückführung von Risikoaktiva und die hohen Bruttoerträge von jährlich rund 10 Mrd. Euro gestärkt. Hierdurch gelingt es der Bank, bestehende Probleme abzarbeiten.

Wir kauften die Anleihe im Januar 2012 zu einem Kurs von 81% ihres Nennwertes. Nach dem Kursanstieg der letzten Wochen erzielen wir noch immer eine Rendite von 9% p.a. Wir sind überzeugt, mit dieser Transaktion ein langfristiges Renditepotential für den Fonds eingekauft zu haben.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky