

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.

EMMA Delta Finance plc Anleihe 2013 (17)

Die Privatisierung von Staatsunternehmen ist Teil der Gegenleistung Griechenlands für die Gewährung von Hilfspaketen durch die Europäische Union und den internationalen Währungsfonds. Die erste große Privatisierung erfolgte am 12. August 2013. Verkauft wurde der Staatsanteil von 33% am Lotterien- und Wettanbieter OPAP. Er besitzt ein starkes Vertriebsnetz und ist mit einem Anteil von 70% (1,2 Mrd. Euro) am jährlichen Bruttospieleertrag der Marktführer in Griechenland. Hierzu trugen im abgelaufenen Geschäftsjahr 3,7 Mrd. an Spieleinsätzen und 2,5 Mrd. an ausbezahlten Gewinnen bei. Die Auszahlungsquote ist mit 67% im langfristigen Vergleich stabil. Aufgrund der im Jahr 2013 eingeführten Glücksspielsteuer in Höhe von 30% der Bruttoerträge hat das ehemals hochrentable Geschäft an Profitabilität eingebüßt. Nach Steuern wurde ein Gewinn von 145 Mio. Euro erzielt. Doch der griechische Staat schützt die Ertragsbasis. Er hat OPAP das alleinige Betreiberrecht für sämtliche seiner elf Lotterien- und Sportwetten bis 2020 und 2030 verlängert.

Der Staatsanteil von 105,27 Mio. Aktien wurde für 652 Mio. Euro an das tschechisch-griechische Konsortium EMMA Delta verkauft. Hierfür brachte man 272 Mio. Euro Eigenkapital in die Transaktionsgesellschaft Emma Delta Hellenic Holdings Limited (EDHH) ein. Weitere 400 Mio. Euro wurden über zwei sehr gläubigerfreundliche Anleihen der EMMA Delta

Finance plc erlöst. Die Bedingungen der Anleihen entsprechen internationalem Recht und können nur mit 90%-Mehrheit der Gläubiger geändert werden. Bis zur Fälligkeit am 15. Oktober 2017 werden sie mit 8,5% p.a. bzw. 12,0% p.a. verzinst. Die Ausschüttungen erfolgen vierteljährlich. Sie werden vor allem aus den Dividenden des schuldenfreien Wettanbieters finanziert. Dank der Mehrheitsverhältnisse im Verwaltungsrat und Aktionariat ist eine hohe Ausschüttungsquote gewährleistet.

Unser Interesse galt der Anleihe, die mit einer Stückelung von nur 250 Anteilen à 1 Mio. Euro begeben wurde. Der Emittent hat das Recht, die Anleihe zu kündigen. Der Rückzahlungskurs beträgt in Staffelschritten, die jeweils am 15. Oktober eines Jahres beginnen, 108,5% (2013), 104,5% (2014) und 100% (2015). Eine darunter liegende Rückzahlung ist auch für den Fall des Kontrollwechsels („Change of Control“) ausgeschlossen. Die Anleihe ist vorrangig („First Lien“) mit den von EDHH gehaltenen OPAP-Aktien und den auf sie entfallenden Dividenden besichert („Senior Secured“). Falls die Beleihungsquote („Loan-to-Value“) 45%, entsprechend 5,3 Euro je Aktie, übersteigt, kann der Gläubiger die Anleihe fällig stellen. Tatsächlich kostet eine OPAP-Aktie derzeit 11,0 Euro (Beleihungsquote: 22%). Die Überbesicherung beträgt folglich 362%, d.h. unsere Sicherheitsmarge erlaubt einen Kursverlust von fast 80% auf 2,4 Euro je OPAP-Aktie. Wir erwarben die Anleihe zu einem Kurs von 104%. Bis zur Fälligkeit rentiert sie mit 7% p.a.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky