

**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.

### DZ Bank Capital Funding Trust II (III)

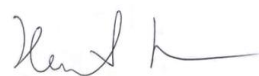
Die DZ BANK ist das zentrale Institut der Volks- und Raiffeisenbanken. Sie hat den Auftrag, die Geschäfte der eigenständigen Genossenschaftsbanken zu unterstützen. Deren gute Wettbewerbsposition ist geprägt von einem Allfinanzangebot, das unter anderem die Bausparkasse Schwäbisch Hall, DG Hyp, VR Leasing, R+V Versicherung, Union Investment und DZ Privatbank umfasst. Die Gruppe besticht durch eine hohe Refinanzierungskraft und eine solide Kapitalausstattung. Die Basis bilden 30 Mio. Kunden, von denen mehr als 60% Miteigentümer der Genossenschaftsbanken sind. Sie unterstützten in den Jahren 2009 und 2014 die Kapitalerhöhungen der DZ Bank, um die aufsichtsrechtlichen Eigenmittelanforderungen zu erfüllen.

Die Eigenmittel betragen zum 31. Dezember 2014 fast 17 Mrd. Euro. Hiervon entfallen 3 Mrd. Euro auf sieben TIER 1 Nachranganleihen, zu deren Gläubigern zahlreiche Kunden der Genossenschaftsgruppe zählen. Diese Verbindung lenkte unser Interesse im Jahr 2012 auf zwei dieser Anleihen. Eine stellten wir in unserem Investmentbericht von April 2013 (DZ Bank Capital Funding Trust II), die andere im August 2014 (DZ Bank Capital Funding Trust III) vor. Die Bedingungen beider Anleihen sind vergleichbar. In beiden Fällen ist eine Beschneidung des Nennwerts prospektrechtlich ausgeschlossen. Der Kupon entspricht dem 3M-Euribor (derzeit faktisch Null)

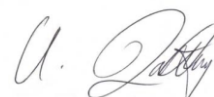
zzgl. einer Marge von 150 bzw. 160 Basispunkten. Wir erwarben seinerzeit ein Nominalvolumen von 22 Mio. Euro zu einem durchschnittlichen Einstandskurs von 44%. Unsere Erwartung einer Anpassungsreaktion ist ausgegangen. Wir veräußerten die Anleihen nun vollständig zu 93% mit einem Gewinn von 11 Mio. Euro zzgl. vereinnahmter Zinsen.

Es verbleibt zwar noch eine Restattraktivität auf den Rückzahlungswert von 100%, der mit einem Rückkauf, einer vorzeitigen Ablösung der Anleihen oder zinsbedingt realisiert werden könnte, doch darauf wollen wir nicht spekulieren. Unseres Erachtens überwiegen angesichts einer laufenden Verzinsung von 1,6% bzw. 1,7% nun wieder die Risiken eines Investments. Denn die beiden Nachranganleihen besitzen keine Endfälligkeit, die Zinszahlungen sind ertragsabhängig und müssen nicht nachgeholt werden, sofern sie ausfallen. Das heißt, die Anleihen könnten entsprechend sensibel im Kurs reagieren, sollte die Risikoaversion am Kapitalmarkt zurückkehren, wie zuletzt im Sommer 2011 oder im Herbst 2014. Insbesondere langlaufende, eigenkapitalnahe Instrumente, die nur eine geringe Marktrisikoprämie abbilden, wären hiervon betroffen. Zumal die Anleihen der DZ Bank eine nur geringe Liquidität und Markttiefe im Sekundärmarkt aufweisen. Wir schließen nicht aus, dass wir irgendwann einmal erneut in die beiden Papiere der DZ Bank investieren werden. Allerdings müssten die Risiken angemessen entgolten werden, was derzeit nicht mehr gegeben ist.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky