

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.

Dt. Pfandbriefbank Anleihe 2007 (17/unb.)

Bereits im November 2009 eröffnete uns die Hypo Real Estate Holding AG dank ihrer Restrukturierung eine attraktive Investmentgelegenheit. Damals kauften wir einen Genussschein der durch Verschmelzung untergegangenen DEPFA Dt. Pfandbriefbank AG. Heute sind wir in eine Anleihe der Rechtsnachfolgerin, Dt. Pfandbriefbank AG, investiert. Sie ist die Kernbank der mit Garantien von mehr als 100 Mrd. Euro verstaatlichten Hypo Real Estate Holding AG. Die EU machte seinerzeit eine Abspaltung der Dt. Pfandbriefbank AG für die Gewährung der Beihilfe zur Auflage. Daraufhin wurden alle toxischen Risikopositionen und nicht strategischen Geschäftsbereiche in eine „Bad Bank“ ausgelagert. Die Dt. Pfandbriefbank AG konnte so als ein führendes europäisches Unternehmen für gewerbliche Immobilien- und öffentliche Investitionsfinanzierung in einem neuen Glanz erstrahlen. Ihr Börsengang fand am 16. Juli 2015 statt. Seitdem ist die Hypo Real Estate Holding AG noch mit 20% am Grundkapital beteiligt.

Mit der Reprivatisierung und der Rückzahlung der stillen Einlagen entfielen die Auflagen der EU-Beihilfeentscheidung. Das lenkte unser Interesse auf eine Tier 1-Anleihe, die im Jahr 2007 im Volumen von 350 Mio. Euro begeben wurde. Das Kapital wird bis zum First Call am 14. Juni 2017 mit 5,864% p.a. verzinst. Anschließend beträgt der Kupon 2,13% p.a. zzgl. 3M-Euribor. Die Anleihe besitzt keine Endfälligkeit.

Die Bedingungen schließen eine anteilige Verlustteilnahme durch Buchwertbeschneidung aus. Die Zahlung des Kupons erfolgt freiwillig in Abhängigkeit eines handelsrechtlichen Bilanzgewinns der Bank. Ausgefallene Kupons werden nicht nachgeholt. Dividenden an die Aktionäre lösen jedoch eine Zahlungspflicht zugunsten der Gläubiger aus.

Befreit von Altlasten kann die Bank derzeit ihr rund 60 Mrd. Euro schweres Kreditportfolio fast ohne Nettozuführungen zur Kreditrisikovorsorge bewirtschaften und ausbauen. Aufgrund des geringen Ausfallrisikos werden regulatorisch nur 13 Mrd. Euro als risikogewichtete Aktiva klassifiziert. Gleichzeitig erfolgt die Refinanzierung von ausgereichten Krediten in hohem Maße fristenkongruent und zu einem großen Teil über den Pfandbriefmarkt. Vor diesem Hintergrund macht die Bank angesichts einer „Total Capital Ratio“ von 23% („transitional“) bzw. 20% („fully phased-in“) einen geradezu überkapitalisierten Eindruck. Wir gehen daher von einer Rückzahlung der Tier 1-Anleihe am 14. Juni 2017 aus. Einerseits verliert sie aufgrund ihrer Kuponstruktur mit dem First Call vollständig die regulatorische Anrechenbarkeit zum Kernkapital. Andererseits könnte eine Anschlussrefinanzierung deutlich günstiger dargestellt werden.

Wir erwarben die Anleihe während der Marktverwerfungen im Januar und Februar 2016 zu einem Durchschnittskurs von 94%. Auf dem aktuellen Kursniveau von 98% beträgt die Rendite bis zum First Call noch immer 7% p.a.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky