

**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.

#### Deutsche Postbank Funding Trust I, III, IV

Mit einer Bilanzsumme von 150 Mrd. Euro und 14 Mio. Kunden zählt die Postbank zu den größten Finanzdienstleistern für Privatkunden in Deutschland. Trotz Verlusten nach der Insolvenz von Lehman Brothers konnte die Postbank die Finanzkrise ohne Staatshilfe überstehen. Die Stabilität ihres Kerngeschäfts weckte im Jahr 2008 das Interesse der Deutschen Bank. Infolge eines Übernahmeangebots erwarb sie im Jahr 2010 die Mehrheit an der Postbank und erhöhte den Anteil im Jahr 2012 auf 94%. Am 30. März 2012 gaben die Institute den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bekannt. Er wurde am 11. September 2012 zwischen der Deutsche Postbank AG als abhängigem Unternehmen und der DB Finanz-Holding GmbH als herrschendem Unternehmen bestandskräftig. Seither ist die Postbank nach § 301 AktG verpflichtet, ihren Gewinn abzuführen. Umgekehrt verpflichtete sich die Deutsche Bank nach § 302 AktG zum Ausgleich sämtlicher Verluste der Postbank. Das weckte unser Interesse für eine Nachranganleihe der Postbank (Funding Trust IV, siehe Investmentbericht 09-2012), deren Zinsen nur bei Vorliegen eines handelsrechtlichen Bilanzgewinns gezahlt werden. Da die Postbank als beherrschte Gesellschaft jedoch weder Gewinne, noch Verluste, sondern nur ein Jahresergebnis von Null erzielen konnte, waren die Zinszahlungen fortan für die Dauer des Vertrags gesichert: Die Planungsrechnungen des Vertragsberichts

sahen für die Annahme einer unbeherrschten Fortführung der Bank durchgehend Jahresüberschüsse bis zum Ende der Fortschreibungsphase im Jahr 2018 vor. Wir erwarben die Anleihe, die im Jahr 2007 im Volumen von 500 Mio. Euro begeben worden war, im Sommer des Jahres 2012 und stockten sie kontinuierlich auf. Unser durchschnittlicher Kaufpreis betrug 87% des Nennwerts. Im März 2017 verkauften wir sie zu einem Preis von 99%.

Bis zum „First Call“ am 29. Juni 2017 beträgt die Verzinsung 5,983% p.a., danach erfolgt eine quartalsweise Verzinsung (3M-Euribor zzgl. 207 Basispunkte). Das Risiko eines Ausbleibens der Kündigung zum First Call, obwohl die Anleihe mit gleichem Datum die Anrechenbarkeit zum Kernkapital der Bank verliert, ist uns im aktuellen Börsenkurs nicht adäquat abgebildet. Zumal weitere Postbank-Anleihen mit ebenfalls endloser Laufzeit („Perpetual“) über den First Call hinaus weiterhin ausstehend sind. Diese verlieren ihre regulatorische Anrechenbarkeit nach Basel III ratierlich bis zum 31. Dezember 2021 und besitzen die Spezialität, dass sie als CMS-Anleihen („Constant Maturity Swap“) das jeweilige Zinsumfeld im Kupon abbilden, weswegen ihre Verzinsung derzeit minimal ist und sie deutlich unterhalb ihres Nennwerts notieren. Wir erwarben sie (Funding Trust I, III) ab dem Jahr 2015 zwischen 55 und 65%. Dank wachsender Zins- und Inflationserwartungen sind sie in den letzten Monaten stark gestiegen, so dass wir sie zu einem Kurs von 78% ebenfalls vollständig veräußerten.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky