

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.

RZB Finance (Jersey) IV Ltd.

Die Raiffeisengruppe in Österreich zeichnet sich durch eine dreistufige Struktur aus. Die erste Stufe bilden 494 Raiffeisenbanken. Sie zählen 1,7 Mio. Mitglieder und mehr als 40% der österreichischen Bevölkerung zu ihren Kunden. Die Raiffeisenbanken sind die Haupt-eigentümer der acht Raiffeisenlandesbanken. Sie stellen die zweite Stufe dar. Die Landesbanken halten wiederum rund 90 Prozent des gezeichneten Kapitals an der Raiffeisen Zentralbank AG (RZB). Die RZB bildet als dritte Stufe das Spitzeninstitut. Sie ist das zentrale Serviceorgan und die Drehscheibe zwischen der Bankengruppe und der Raiffeisen Bank International AG (RBI), die über ein Bankennetzwerk in Zentral- und Osteuropa verfügt und zu 61% in Besitz der RZB ist.

Während bei den deutschen Volks- und Raiffeisenbanken die zweite Stufe abgeschafft wurde, bewahren sich die österreichischen Landesbanken ihre Macht. Gleichwohl werden Reformen unternommen. So kaufte die RZB die Landesbanken zuletzt aus gemeinsamen Leasing- und Bausparunternehmen heraus. Angesichts eines Buchwerts von 3,3 Mrd. ist die RBI die mit Abstand größte Beteiligung der RZB und verantwortlich für den überwiegenden Teil ihres Jahresergebnisses. Das Jahr 2014 wird die RBI aufgrund von Sonderbelastungen in Ungarn und der Ukraine erstmalig mit einem Verlust abschließen. Für das Jahr 2015 ist ein Überschuss im mittleren dreistel-

ligen Mio.-Bereich geplant. Den EZB-Stresstest hat die RBI als Teil der RZB bestanden. Sowohl im Basisszenario (9,5%) als auch im ungünstigen Szenario (7,8%) übertrifft die RZB die geforderten Kapitalquoten deutlich.

Unser Interesse gilt einer der Tier 1-Anleihen der RZB, die im Jahr 2006 im Volumen von 800 Mio. Euro begeben wurden. Durch Rückkäufe sind davon nur noch 441 Mio. Euro ausstehend. Der Kupon unserer Anleihe beträgt bis zum First Call 5,169% p.a. und danach mit quartalsweiser Zahlung 1,95% p.a. zzgl. 3M-Euribor. Die Anleihe besitzt keine Endfälligkeit. Die Bedingungen schließen eine Buchwertbeschneidung und eine Nachholung ausgefallener Kupons aus. Die Zahlung des Kupons ist freiwillig. Sie erfolgt unabhängig vom Jahresergebnis unter Beachtung der Rücklagen („distributable profits“). Dividenden an die Eigner der RZB lösen allerdings eine Zahlungsverpflichtung aus. Insoweit spricht vieles dafür, dass die Anleihe auch zukünftig bedient wird. Dennoch lastet durch den RBI-Verlust eine Unsicherheit auf dem Kurs. Wir nutzten die Schwäche und erwarben jüngst eine erste Position zu 86% des Nennwerts. Ausschlaggebend ist für uns, dass die Anleihe aufgrund ihrer Kuponstruktur mit dem First Call die Anrechenbarkeit zum Kernkapital (Basel III) komplett verliert. Sie dürfte deswegen am 16. Mai 2016 zu 100% abgelöst werden. Bis dahin vereinnahmen wir unter der Annahme ausfallender Kupons eine Rendite von 8% p.a. Sollten die Kupons weiterhin bezahlt werden, erhalten wir 16% p.a.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky