

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.

Lloyds Bank plc Anleihe 2009 (29/unb.)

Die Geschichte der britischen Lloyds Banking Group reicht bis in das Jahr 1765 zurück, als John Taylor und Sampson Lloyd eine Privatbank namens Taylor & Lloyd gründeten. Durch die Jahrhunderte wuchs das Institut mit Übernahmen und Fusionen und eroberte sich einen Ruf als solide Bank und Versicherung im Massenkundengeschäft. Doch dann kaufte man im Herbst 2008 für 12 Mrd. £ die kriselnde Hypothekenbank HBOS. Wenige Monate später musste der Konzern gerettet werden. Fortan war der Staat mit 43% beteiligt. Eine Mehrheitsübernahme und eine Teilnahme am Rettungsschirm konnte durch die Ausgabe von neuen Aktien (13,5 Mrd. £) und nachrangigen Instrumenten (7,5 Mrd. £) verhindert werden.

Heute gilt Lloyds als profitable und bestkapitalisierte Bank Englands. Der Staat ist dabei, seine verbliebenen Aktien mit Gewinn zu veräußern. Der Kauf von HBOS erweist sich als Glücksfall im Unglück. Ohne die Finanzkrise hätte der Regulator dem Erwerb nicht zugestimmt und Lloyds würde auf dem Heimatmarkt nicht über ein Drittel sämtlicher Spar-/Girokonten und Hypothekengeschäfte verfügen. Per 30. September 2014 weist Lloyds 250 Mrd. £ an risikogewichteten Aktiva (RWA) aus. Dem stehen 52 Mrd. £ an Kapitalinstrumenten gegenüber. Hiervon zählt allein das Kernkapital (CET1) 30 Mrd. £. Es folgen 5 Mrd. £ Ergänzungskapital (AT1), bestehend aus CoCo-Bonds, d.h. bedingten Pflichtwandelanleihen,

die bei Unterschreiten einer CET1-Ratio von 7%, der von der britischen Regulierungsbehörde für Großinstitute festgelegten Mindestquote, in Kernkapital gewandelt werden. Folglich beträgt die ökonomische CET1-Ratio 14%.

Dieser Umstand lenkte unser Interesse auf 4 Mrd. £ an Tier 1-Kapital, das im Rang folgt. Im Besonderen auf eine nicht Basel III-fähige Anleihe (BB), die 2009 im Volumen von 700 Mio. £ begeben wurde. Der Kupon beträgt 13% p.a. Sofern keine Rückzahlung zum regulären Kündigungstermin im Jahr 2029 erfolgt, erhöht sich der Kupon um 40 Basispunkte zzgl. einer weiteren Marge. Zwei aufgeschobene Kupons aus den Jahren 2010 und 2011 werden spätestens mit Rückzahlung fällig.

Die Bedingungen schließen eine Verlustbeteiligung („contractual trigger“) aus. Folglich müsste ein Verlust von 18 Mrd. £ bzw. 7% der RWA entstehen und im Anschluss keine fortführungsfähige Maßnahme möglich sein, um unsere Anleihe zu gefährden. Eine sog. „Make-Whole“-Regelung ermöglicht es der Bank, die Anleihe jederzeit vorzeitig zu kündigen. Dafür müsste sie alle bis 2029 reichenden Kupons diskontiert zur Abgeltung bringen. Mit einem solchen Schritt rechnen wir, denn die Anleihe verliert aufgrund ihrer Kuponstruktur jährlich 10% der Kapital-Anrechenbarkeit und wird damit für Lloyds immer nutzloser und teurer. Auf dem aktuellen Kursniveau beträgt die laufende Verzinsung bis zum Kündigungstermin 7% p.a. Diese würde sich durch eine vorzeitige Kündigung zeitgewichtet erhöhen.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky