

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.

LBBW Genussschein

Die Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) ist mit einer Bilanzsumme von 448 Mrd. EUR die größte Bank im Südwesten Deutschlands. Sie verfügt über eine solide Ertragsbasis aus dem wachsenden Einlagen- und Kreditgeschäft. Im Jahr 2008 führten Bewertungsverluste von Wertpapieren und Kreditderivaten sowie Ausfälle, etwa durch die Lehman-Insolvenz, und eine erhöhte Risikovorsorge im Firmenkundengeschäft zu einem Konzernverlust nach IFRS von 2,1 Mrd. EUR.

Im HGB-Abschluss, der für die Bedienung der Genussscheine (GS) maßgeblich ist, wurde unter Auflösung von Reserven ein Überschuss von 0,1 Mrd. EUR erzielt. Damit war die Kuponzahlung gesichert. Insgesamt weist die LBBW neun GS im Nennwert von 2,5 Mrd. EUR aus (der tatsächliche Umlauf ist niedriger und reduziert sich sukzessive). Der GS mit der WKN 297865 (eh. Sachsen LB) sah zum 30.06. eine Ausschüttung von 13,2% vor. Diese setzte sich aus dem laufenden Kupon von 6,6% zusammen und einer nachzuholenden Ausschüttung, die nicht auf den ersten Blick ersichtlich war. Wir kauften zu einem Kurs von 66%, vereinnahmten auf Fondsebene steuerfrei 13,2% Kupon (was einer Rendite von 20% entspricht) und verminderten unseren wirtschaftlichen Einstandspreis auf 53% vom Nennwert (100%).

Welches Risiko gehen wir mit diesem Investment ein? Die GS-Bedingungen sehen eine

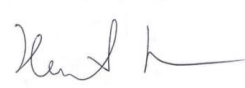
Verlustpartizipation am Jahresfehlbetrag im Verhältnis GS-Kapital zu dem sonst haftenden Eigenkapital gem. § 10 Abs. 2,4,5 KWG vor und darüber hinaus eine vorrangige Wertaufholung im Folgejahr im Falle eines Jahresüberschusses. Das Wertaufholungsrecht endet mit der Laufzeit des GS (31.12.2011).

Das haftende Eigenkapital der LBBW beträgt zum Stichtag 18,3 Mrd. EUR. Es erhöhte sich durch die Kapitalerhöhung der Gewährträger um 5,0 Mrd. EUR auf 23,3 Mrd. EUR. Setzt man das GS-Kapital hierzu ins Verhältnis, trägt es 11% der zukünftig anfallenden Verluste. Um eine Beschneidung des Nennwerts um 47% (unsere Sicherheitsmarge) zu erleiden, was 1,2 Mrd. EUR des gesamten GS-Kapitals entspricht, müsste die LBBW einen Verlust von mehr als 11 Mrd. EUR ausweisen, der, unabhängig von möglichen weiteren Kuponzahlungen, im Jahr 2011 anfiel oder bis dahin nicht mehr aufgeholt werden könnte.

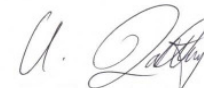
Wir halten dieses Szenario für höchst unwahrscheinlich. Es würde bedeuten, dass z.B. alle Engagements des Kreditportfolios (B-CCC) und des Verbriefungsportfolios (A-CCC) komplett und auf einen Schlag ausfallen. Als Risikopuffer haben wir zusätzlich das Land Baden-Württemberg, das 15,8 Mrd. EUR des Verbriefungsportfolios durch eine Garantie von EUR 6,7 Mrd. EUR abschirmt.

Zum aktuellen Kurs von 73% rentiert der GS immer noch mit einer Rendite von 18% p.a. Hiervon sollte unser Fonds weiter profitieren.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky