

**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.

### BayernLB Capital Trust I

Die Bayerische Landesbank (BayernLB) ist eine Anstalt des öffentlichen Rechts. Über die BayernLB Holding AG halten der Freistaat Bayern 94% und der Sparkassenverband Bayern 6% der Anteile. Als Hausbank des Freistaates und Zentralbank für die Sparkassen hat das Institut insbesondere die Aufgabe, den Wettbewerb zu stärken und eine angemessene und ausreichende Versorgung der mittelständischen Wirtschaft und der öffentlichen Hand mit geld- und kreditwirtschaftlichen Leistungen sicherzustellen. Darüber hinaus betreibt die BayernLB mit Ausnahme der Führung von Spareinlagen alle Arten von Bankgeschäften. Der internationale Ehrgeiz bei diesen Geschäften endete in einem Debakel. Mit verbrieften US-Krediten gingen 4 Mrd. Euro verloren (2008). Das zwielichtige Intermezzo mit der Hypo Group Alpe Adria kostete weitere 4 Mrd. Euro (2007-2009). Es folgte eine Neuausrichtung der BayernLB. Die Voraussetzungen waren eine Rekapitalisierung (10 Mrd. Euro), eine Abschirmung des ABS-Portfolios (6 Mrd. Euro) und eine Staatsgarantie (15 Mrd. Euro).

Heute ist die Bank von den größten Risiken befreit und wieder solide kapitalisiert. Am 25. Juli 2012 konnte das EU-Beihilfeverfahren abgeschlossen werden. Die BayernLB wird bis zum Jahr 2017 ihre Bilanzsumme weiter reduzieren, Beteiligungen veräußern, stille Einlagen zurückführen (3 Mrd. Euro) und bis dahin einem „Hybridkapitalbedienungsverbot“ Folge

leisten. Dieses wurde von diversen Research- und Ratingagenturen bis zur Mitteilung der BayernLB am 6. August 2012 missverstanden: Das Verbot ist freiwillig und schließt die Pflicht zur Bedienung des Kapitals nicht aus. Wir nutzten die Turbulenzen und kauften innerhalb des kurzen Zeitfensters 4% einer 850 Mio. USD schweren Hybridanleihe aus dem Jahr 2007 zu einem Kurs von 32%. Zinszahlungen sind vom HGB-Bilanzergebnis abhängig, nicht kumulativ und derzeit ausgesetzt. Der Kupon beträgt bis zum First Call (2017) 6,2% p.a. und danach bis zur Endfälligkeit (2037) 1,98% p.a. (zzgl. 3M-Libor). Eine Nennwertbeschneidung im Verlustfall ist ausgeschlossen.

Aufgrund der Ertragskraft der BayernLB im Kerngeschäft gehen wir davon aus, dass die Nennwerte der übrigen Nachrangkapitalien im Jahr 2012 aufgefüllt und die HGB-Gewinne 2013 zur Aufnahme von Zinszahlungen führen werden. Dividenden an den Freistaat lösen diese automatisch aus. Der Tausch von stillen Einlagen der Sparkassen in hartes Kernkapital der BayernLB stärkt unsere Position zudem. Ferner gehen wir davon aus, dass die Anleihe über einen „Tender“ vorzeitig zurückgekauft und am 31. Mai 2017 zu ihrem Nennwert in Höhe von 100% abgelöst wird: Dank ihrer Zinsstruktur verliert sie nach dem First Call die Anrechenbarkeit zum Kernkapital (Basel III).

Der Börsenkurs von 38% spiegelt das Anleihepotential nicht wider. Mit Aufnahme der Kuponzahlungen beträgt die laufende Verzinsung 16% p.a. (bei einem First Call 31% p.a.).

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky