

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.

Nordea Bank AB Anleihe 2004 (09/unb.)

Nordea ist das größte Finanzunternehmen Nordeuropas. Die Bank entstand im Jahr 2000 aus dem Zusammenschluss verschiedener skandinavischer Banken, um den Markt nach der schwedischen Bankenkrise Anfang der 90er Jahre zu konsolidieren. Entsprechend stark ist Nordea in den Heimatmärkten vertreten. Auf Schweden, Dänemark, Norwegen und Finnland entfallen rund 95% des 350 Mrd. Euro schweren Kreditportfolios. Die Zahl der Privatkunden (11 Mio.) und Geschäftskunden (0,6 Mio.) wächst beständig. Die technologiegetriebene Entwicklung des eigenen Bankgeschäfts und die angesehene Vermögensverwaltungssparte (250 Mrd. Euro Volumen) stellen beachtliche Wettbewerbsvorteile dar.

Nordea wird effizient und risikobewusst geführt, war immer profitabel und weist eine geringe Ergebnisvolatilität auf. Die historische Ausfallrate des Kreditbuchs beträgt 16 Basispunkte. Selbst auf dem Hochpunkt der Finanzkrise war die Rate mit 55 Punkten so niedrig, dass die Einnahmen ausreichten, um auf der Basis einer Cost-Income-Ratio von 50% einen Gewinn in Höhe von 2 Mrd. Euro erwirtschaften zu können. Diese Stabilität wirkt sich auf die Finanzierungskosten aus. Im Jahr 2014 erwies sich Nordea erneut als eine der sichersten Banken weltweit, als sie zusätzliche Kapitalinstrumente mit dem niedrigsten Kupon aller vergleichbaren, im Markt begebenen Papiere emittieren konnte. Den Stresstest der

EZB bestand Nordea mit Bravour. Die Kernkapitalquote (CET1) beträgt 16%, die Gesamteigenkapitalquote (TLAC) 20%. Damit erfüllt Nordea bereits vorzeitig die Vorgaben nach Basel III und die zusätzlichen, strengen Auflagen der schwedischen Bankenaufsicht.

Wir erwarben eine Tier 1-Anleihe (BBB-), die im Jahr 2004 im Volumen von 500 Mio. Euro begeben wurde. Sie besitzt keine Endfälligkeit. Die Kuponzahlung ist von den Rücklagen der Bank abhängig („available distributable funds“) und nicht-kumulativ. Der Kupon entspricht dem 10y-Swap-Satz (ICMS) zzgl. 5 Basispunkten. Aufgrund der historisch niedrigen Sätze, der Kupon beträgt derzeit noch 1,29%, notiert die Anleihe erheblich unter ihrem Nennwert. Unser Kaufkurs beträgt 67%. Wichtig ist für uns, dass die Anleihe aufgrund ihrer Kuponstruktur den Kriterien nach Basel III nicht mehr genügt und seit dem 1. Januar 2012 jährlich 10% ihrer Anrechenbarkeit zum Kernkapital verliert. Die Zeit spielt für uns. Zum einen ist ein Kurspotential durch wieder steigende Swap-Sätze nicht ausgeschlossen. Je näher darüber hinaus der 31. Dezember 2021 rückt, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass Nordea die Anleihe mit Gewinn erwerben (Rückkauf) oder zum Nennwert von 100% ablösen wird (Kündigung). Eine Beschneidung des Buchwerts im Verlustfall der Bank schließen die Bedingungen der Anleihe aus. Und für den Worst-Case eines „Bail-in“ unseres Papiers müsste Nordea auf einen Schlag 11,5% bzw. 17 Mrd. Euro ihres heutigen Kernkapitals verlieren.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky