

**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.)

Vor drei Jahren stellten wir die bereits im Jahr 2004 begebene Nachranganleihe in unserem Investmentbericht vor. Seinerzeit erwarben wir das Papier zu einem Kaufkurs von 67% des Nennwerts. Der Grund für den Abschlag lag in der speziellen Gestaltung der 500 Mio. Euro-schweren Tier 1-Anleihe (BBB-). Sie besitzt einerseits keine Endfälligkeit und andererseits eine nur geringe Verzinsung. Die Kuponzahlung ist zudem nicht obligatorisch, sondern abhängig von den ausschüttbaren Rücklagen der Bank („available distributable funds“). Fällt der Kupon aus, wird er nicht nachgeholt („non-cumulative“). Aufgrund der historisch niedrigen Sätze ist der Kupon seit unserem Kaufzeitpunkt von niedrigen 1,29% weiter auf 0,89% gefallen. Er entspricht dem 10y-Swap-Satz (ICMS) zzgl. 5 Basispunkten.

Gleichwohl gab es gute Gründe für den Erwerb der Anleihe. Nordea ist als größtes Finanzunternehmen Nordeuropas ein stabiler Anker, der im Jahr 2000 aus dem Zusammenschluss skandinavischer Banken entstanden ist, um den Markt nach der schwedischen Bankenkrise Anfang der 90er Jahre zu konsolidieren. Entsprechend stark ist das Institut in den Heimatmärkten vertreten. Die technologiegetriebene Entwicklung des eigenen Bankgeschäfts und die angesehene Vermögensverwaltungssparte stellen beachtliche Wettbewerbsvorteile dar. Die Bank wird effizient und risikobewusst geführt, sie war immer profita-

bel und weist eine geringe Ergebnisvolatilität auf. Die Ausfallrate des Kreditbuchs beträgt nur 10 Basispunkte. Selbst auf dem Hochpunkt der Finanzkrise war die Rate mit 55 Punkten so niedrig, dass die Einnahmen ausreichten, um auf der Basis einer niedrigen Cost-Income-Ratio von 50% einen Mrd.-Gewinn erwirtschaften zu können. Daher ist Nordea regelmäßig in der Lage, sich im weltweiten Bankenmarkt mit den niedrigsten Sätzen für neu zu emittierende Kapitalinstrumente refinanzieren zu können. Gleichzeitig werden die strengen aufsichtsrechtlichen Vorgaben mit einer Kernkapitalquote (CET1) von mittlerweile 19% bravourös erfüllt.

Basel III sieht vor, dass die Anleihe seit dem Jahr 2012 jährlich 10% ihrer Anrechenbarkeit zum Kernkapital verliert, weil sie den Anforderungen an die erwünschte Gläubigerbeteiligung nicht genügt. Demgemäß spielte die Zeit für uns. Zum einen war ein Kurspotential der Anleihe durch wieder höhere Swap-Sätze vorhanden, sollten die Zinsen oder zumindest die Inflationserwartungen steigen. Zum anderen erhöhte sich, je näher der 31. Dezember 2021 rückte, die Wahrscheinlichkeit, dass Nordea die Anleihe mit Gewinn erwerben (Rückkauf) oder zum Nennwert von 100% ablösen würde (Kündigung). Letztendlich dürfte die EZB mit ihrem Anleihekaufprogramm von mittlerweile 2.300 Mrd. Euro den größten Anteil daran haben, dass die Anleihe bereits heute wieder zu einem Kurs von 94% ihres Nennwerts notiert. Insoweit konnten wir auch unser letztes CMS-Investment erfolgreich abschließen.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky