

**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.

### IMMOFINANZ AG Wandelanleihe

Seit ihrer Gründung im Jahr 1990 hat sich die österreichische IMMOFINANZ-Gruppe zu einem der größten europäischen Immobilienkonzerne entwickelt. Das Portfolio umfasst etwa 1.800 Bestandsobjekte, die unter Anwendung von IAS 40 als Finanzinvestition gehalten und mit einem beizulegenden Zeitwert von 9 Mrd. EUR bewertet werden. Getragen wurde das starke Wachstum von 23 verschiedenen Kapitalerhöhungen, mit denen der Konzern im Laufe der Jahre mehr als 10 Mrd. EUR eingenommen hat. In Anbetracht eines Konzerneigenkapitals von derzeit 5 Mrd. EUR wird deutlich, dass die Gruppe, unter Berücksichtigung von Ausschüttungen an die Anteilseigner, keine nachhaltigen Werte geschaffen, sondern beträchtlich Aktionärsvermögen verzehrt hat.

Trotz zweier Kapitalerhöhungen im Volumen von mehr als 5 Mrd. EUR in den Jahren 2006 und 2007 wurde ein Liquiditätsbedarf von 500 Mio. EUR bekannt, dessen Finanzierung zunächst ungewiss war. Offene Baukosten und vertragliche Verpflichtungen lasteten inmitten der Wirtschaftskrise auf dem Konzern. Sichtbar wurden fragwürdige Finanztransaktionen sowie Abschreibungen auf Liegenschaften, Entwicklungsprojekte, Firmenwerte und Forderungen in Mrd.-Höhe. Der Konzern stand vor dem Zusammenbruch und konnte nur durch eine gewaltige Restrukturierung gerettet werden. Als wichtigsten Bestandteil sah diese eine Verschmelzung der börsennotierten

IMMOEAST auf die IMMOFINANZ AG als übernehmende Gesellschaft vor.

Zwischenzeitlich ist der Konzern gerettet. Er verfügt über solide Erträge aus einem qualitativ hochwertigen Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolio, das zum Großteil Objekte aus Wien sowie osteuropäischen Metropolstädten umfasst und derzeit deutliche Preissteigerungen am Wohnungsmarkt erfährt. Die Bilanz ist mit einer Eigenkapitalquote von 40% stark und das Liquiditätspolster vorhanden, um die noch ausstehenden Wandelanleihen 2014 und 2017, deren Investoren das Recht einer vorzeitigen Rückgabe haben, ablösen zu können. Dennoch ist die Refinanzierung der beiden Wandelanleihen in Kürze vorgesehen, um die geplanten Investitionsprojekte umsetzen und der Hauptversammlung eine mögliche Dividendenzahlung für das am 30. April 2011 zu Ende gehende Geschäftsjahr vorschlagen zu können.

Wir stockten unsere Position an der im Jahr 2014 fällig werdenden Wandelanleihe im Dezember 2010 zu Kursen zwischen 95% und 96% stark auf. Wir betrachten unser Engagement als weitgehend marktunabhängiges Arbitrage-Investment mit 12-monatiger Haltedauer (Put-Option am 19. Januar 2012). Unsere verbleibende Rendite setzt sich aus einem Kupon von 2,75% und einer rund 3%-igen Differenz zwischen Rückzahlungskurs und aktuellem Börsenkurs zusammen. In Anbetracht der erfolgreichen Restrukturierung und des soliden Ratings (Investmentgrade) ist die Anleihe derzeit zu niedrig gepreist.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky