

**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.

#### HeidelbergCement-Anleihe 1999(09)

HeidelbergCement hat eine lange und erfolgreiche Geschichte (Gründungsjahr 1873). In den vergangenen 20 Jahren forcierte das Unternehmen seine Expansionsstrategie und entwickelte sich mit 61.000 Mitarbeitern an 2.700 Standorten in 50 Ländern zum größten Produzenten für Zuschlagstoffe und einem der bedeutendsten Zementhersteller weltweit.

Die bis dahin größte Übernahme im Baustoffsektor vollzog HeidelbergCement im Jahr 2007 durch den Kauf des britischen Baustoffunternehmens Hanson PLC. Für einen Transaktionswert von 14 Mrd. EUR wurde ein Umsatzbeitrag von 6 Mrd. EUR und eine starke Präsenz in den USA, GB und Australien erworben.

Trotz der Veräußerung von Aktivitäten, die nicht zum Kernbereich zählten, mussten für die Übernahme Fremd- und Hybridkapitalien in einem Ausmaß aufgenommen werden, das die Gesellschaft an den Rand der Insolvenz führte. Zum 31. Dezember 2008 standen einer Nettoverschuldung von 11,6 Mrd. EUR Umsatzerlöse von 14,2 Mrd. EUR und ein Betriebsergebnis von 1,8 Mrd. EUR gegenüber, das zur Hälfte von Zinsleistungen aufgezehrt wurde. In der Krise schwinden nun die Einnahmen, um den wesentlichen, im Jahr 2010 fällig werdenden Teil der Erwerbsfinanzierung abtragen zu können. HeidelbergCement hatte sich übernommen. Ohne eine Neuordnung der Kapitalstruktur hat der Konzern keine Überle-

benschance. Die Restrukturierung wurde am 13. Januar 2009 angekündigt und soll bis Mitte des Jahres ausgearbeitet sein.


Unser Interesse lenkten wir auf die kürzestlaufende Anleihe mit Fälligkeit zum 12. April 2009. Das Rückzahlungsvolumen in Höhe von 300 Mio. EUR konnte HeidelbergCement aus den vorhandenen liquiden Mitteln bedienen.

Zudem erwirtschaftet das Unternehmen nach wie vor einen robusten freien Cash-Flow. Es ist gut positioniert, um von den weltweiten Konjunkturprogrammen, die ihre Schwerpunkte im Bereich Infrastruktur setzen, zu profitieren. Die mitunter lokale Monopolsituation (hohe Transportkosten und hohe Fixkosten bei gleichzeitig niedrigen variablen Produktionskosten) gibt den Anbietern Preissetzungsspielräume, die US-Wettbewerber wie Texas Industries oder Vulcan Materials in den letzten Monaten wiederholt nutzen konnten.

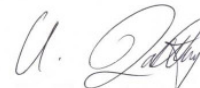
Vor diesem Hintergrund sollte die Rückzahlung der „kleinen“ Anleihe während eines noch Monate andauernden Restrukturierungsprozesses kein Problem darstellen. Erst nachdem HeidelbergCement die Rückzahlung öffentlich und auch uns gegenüber bestätigte, kauften wir diese zu einem Kurs von 97,5%. Innerhalb von 4 Wochen konnten wir einen Gewinn von 2,5% realisieren.

Wir versuchen auch in Zukunft, solche risikoreichen und marktunabhängigen Arbitrageinvestments als Portfoliobeimischung zu nutzen.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky