

**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.

### IVG Immobilien AG Hybridanleihe

Die im Jahr 1916 als Verwertungsgesellschaft für Montanindustrie gegründete IVG zählt zu den bedeutendsten europäischen Immobilien-Aktiengesellschaften. Das Bonner Unternehmen betreut in deutschen und europäischen Metropolen überwiegend Büroimmobilien im eigenen Bestand mit einem Marktwert von 4,5 Mrd. Euro. Über Fonds und Mandate werden weitere 16 Mrd. Euro verwaltet. Zudem baut und betreibt IVG unterirdische Kavernen zur Lagerung von Erdöl und Erdgas.

Durch den Ausbau des Immobilienbestands um mehr als 3 Mrd. Euro in den Jahren 2007 und 2008 geriet IVG in eine bilanzielle Schieflage. Die Spekulation, ein steuerbegünstigtes REIT-Portfolio im Wert von 3,5 Mrd. Euro an der Börse platzieren zu können, war fehlgeschlagen. Das Ergebnis war ein hochverschuldetes Unternehmen mit zum Großteil qualitativ sehr guten Immobilien, die allerdings teilweise zu teuer eingekauft worden waren. Eine Sanierung und operative Restrukturierung wurde überlebensnotwendig.

Mit Dr. Niesslein übernahm am 1. November 2008 ein neuer Vorstand das Ruder. In der Folge wurden 1,3 Mrd. Euro kurzfristige Kreditlinien bis Ende 2012 prolongiert und Immobilien in Höhe von 1 Mrd. Euro veräußert. Gleichzeitig erfolgte mit der Fokussierung auf Eigeninvestments und auf das Fondsgeschäft eine Neuausrichtung des Geschäftsmodells auf

der Basis einer schlankeren und effizienteren Organisationsstruktur. Die risikoreiche Entwicklungspipeline wird seither abgearbeitet und veräußert.

Als Maßnahme zur Verbesserung der Profitabilität erachten wir den Rückkauf der eigenen Hybridanleihe durch IVG für vorteilhaft. Auf den Immobilienbestand erzielt IVG ein Ergebnis von 5,1% (NOI), das derzeit von den administrativen und finanziellen Aufwendungen aufgezehrt wird. Während der durchschnittliche Fremdkapitalzinssatz 4,2% beträgt, wird für die als Eigenkapital qualifizierte Hybridanleihe im Volumen von 400 Mio. Euro ein jährlicher Kupon von 8,0% fällig. Aus einer zum Durchschnittszins rentierenden Ablösung ließen sich die Kapitalkosten um jährlich 15 Mio. Euro reduzieren. Berücksichtigt man, dass die Hybridanleihe, die über keine Endfälligkeit verfügt, derzeit zu 74% ihres Nennwerts notiert, wird deutlich, dass es für IVG wohl keine sinnvollere Kapitalverwendung als den Rückkauf der eigenen Anleihe gibt.

Trotz des Verlusts der IVG im Jahr 2009 ist eine Nennwert-Beschneidung der Anleihe vertraglich ausgeschlossen. Der Kupon für das vergangene Geschäftsjahr wurde aufgrund einer ohnehin bestehenden Nachholungspflicht am 5. Mai 2010 ausgeschüttet. Am 5. Mai 2013 kann IVG die Anleihe erstmals regulär kündigen. Dies würde einer Rendite für Investoren von 20% p.a. entsprechen. Möglicherweise wirkt die Mann Immobilien-Verwaltung AG als neuer Großaktionär der IVG bereits früher auf eine Kapitalerhöhung zur vorzeitigen Ablösung der Anleihe hin. Eine erste Kapitalerhöhung im vergangenen Jahr hat unsere Position als Gläubiger bereits gestärkt.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky