

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.

UniCredit S.p.A.

Der italienische Finanzkonzern UniCredit ist im Jahr 1998 aus dem Zusammenschluss der Credito Italiano, die 1870 unter dem Namen Banca di Genova gegründet wurde, und der Unicredito-Bankengruppe entstanden. Seit der Gründung expandierte der Konzern durch Käufe und Fusionen sehr stark in Mittel- und Osteuropa sowie in Italien und in den USA. Zu den wichtigen Zuwächsen zählen Capitalia (22 Mrd. Euro), HypoVereinsbank (16 Mrd. Euro), Bank Austria (3 Mrd. Euro) sowie Pioneer Investment (1 Mrd. Euro). Heute ist UniCredit mit einer Bilanzsumme von 930 Mrd. Euro und 160.000 Mitarbeitern in 22 Ländern vertreten. Als eine von weltweit 29 Großbanken hat das Financial Stability Board die größte Bank Italiens als systemrelevant eingestuft. Sie unterliegt strengen Anforderungen an die Kapitalausstattung. Um die Auflage der Bankenaufsichtsbehörde EBA zu erfüllen, musste das Eigenkapital um 8 Mrd. Euro erhöht werden.

Das Umfeld hierfür war schlecht. Seit dem Jahr 2008 wurden bereits 7 Mrd. Euro in zwei Kapitalerhöhungen eingeworben. Der Konzernverlust zum 30. September 2011 belief sich auf 9 Mrd. Euro. Dieser ist auf die abschreibungsbedingte Halbierung der Firmenwerte auf nunmehr 12 Mrd. Euro zurückzuführen. Daneben weist die Bank mit 38 Mrd. Euro einen hohen Anteil italienischer Staatsanleihen aus, während die Risikoaktiva gegenüber den Krisenstaaten Griechenland, Irland, Por-

tugal und Spanien mit zwei Mrd. Euro gering ausfallen. Obwohl das Bankenkonsortium die Platzierung aller Aktien garantierte, zweifelte die Börse am Erfolg der Kapitalerhöhung.

Die neuen Aktien wurden im Verhältnis 1:2 angeboten, d.h. eine Altaktie berechnete zum Bezug von zwei neuen Aktien. Die starke Verwässerung ging mit einem sehr niedrigen Bezugskurs von 1,943 Euro/Aktie einher. Dieser implizierte einen Abschlag von 60% auf den Kurs der Altaktie im Zeitpunkt der Ankündigung der Kapitalerhöhung am 14. November 2011. Auf den Kurs zu Beginn des Jahres 2011 beträgt der Abschlag rund 80%.

Die Ausverkaufspreise der gehandelten Bezugsrechte weckten unser Interesse. Wir erwarben sie im Januar 2012 zu einem Kurs von durchschnittlich 1,35 Euro. Dadurch konnten wir einen attraktiven Einstandskurs von 2,62 EUR je neuer Aktie erzielen. Zu diesem Zeitpunkt wurde UniCredit nur mit 15 Mrd. Euro bewertet – trotz eines ausgewiesenen Eigenkapitals von 60 Mrd. Euro nach Abschluss der Kapitalerhöhung.

Die Börse missachtete sowohl die in den letzten Jahrzehnten aufgebaute Substanz der Bank als auch ihre Fähigkeit, aus der Nettozinsmarge hohe laufende Erträge zu erzielen. Nach Abschluss der Kapitalerhöhung verkauften wir UniCredit zu 3,57 Euro/Aktie. Innerhalb von wenigen Tagen konnten wir einen Gewinn von 36% realisieren. Der implizite Gewinn auf die Bezugsrechte beträgt 141%.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky