

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.

Generali Deutschland Holding AG

Die Generali Deutschland Holding AG ist die Muttergesellschaft der in Deutschland tätigen Versicherungs- und Finanzdienstleistungsunternehmen der italienischen Assicurazioni Generali S.p.A. Die Ursprünge der mit 13,5 Mio. Kunden heute zweitgrößten deutschen Erstversicherungsgruppe reichen bis in das Jahr 1824 zurück.

Die gebuchten Bruttobeiträge des Jahres 2009 (12,4 Mrd. Euro) umfassen die Segmente Lebensversicherungen (60%), Schaden- und Unfallversicherungen (24%) sowie Krankenversicherungen (16%). Aufgrund der geringen Bedeutung von Elementarschadensversicherungen ist die Volatilität des operativen Ergebnisses niedrig. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat Generali dank eines umsichtigen Kapitalanlageverhaltens gut überstanden. Subprime-Anleihen und Anleihen in Osteuropastaaten mit geringer Bonität wurden gemieden, das ungehedgte Aktienportfolio frühzeitig auf 2% der Kapitalanlagen reduziert. Derzeit betragen Anleihen in „PIIGS“-Staaten weniger als 1 Mrd. EUR (ca. 1% der Kapitalanlagen).

Der Anteilsbesitz der Generali S.p.A. an der Generali Deutschland Holding AG wurde durch ein freiwilliges Abfindungsangebot im Jahr 2006 (98 EUR/Aktie) und weitere Zukäufe auf mehr als 93% am Grundkapital erhöht. Wir rechnen mit einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach §§ 327a - 327f AktG so-

bald die Schwelle von 95% überschritten ist. Für die Teilkonzerne in Österreich und in der Schweiz wurde das Squeeze-out bereits vollzogen. Für Generali Deutschland ist es als Ziel kommuniziert worden.

Das Squeeze-out würde die finale Integration bedeuten, nachdem Generali Deutschland im Jahr 2002 (seinerzeit unter dem Namen AMB Generali Holding AG) selbst als Hauptaktionär den Minderheitenausschluss für sechs Tochterunternehmen (Volksfürsorge, Thuringia, Aachener und Münchener Versicherung, Aachener und Münchener Leben, Badenia, Central) vollzogen hat. Die damaligen kumulierten Ertragswerte aus den Bewertungsgutachten summieren sich auf 118 Euro/Aktie. Die tatsächlichen Abfindungsbeträge liegen darüber. Seither konnte Generali Deutschland die Ertrags- und Substanzkennzahlen verbessern und den Marktanteil ausweiten. Vor allem die multikanale Vertriebsvielfalt festigt die gute Wettbewerbsposition. Dank starker Marken wie Advocard (Rechtsschutzversicherung) und CosmosDirekt (größter deutscher Direktversicherer) gewinnt der Vertriebskanal „Direct Selling“ zusehends an Bedeutung.

Obwohl die Methodik der Unternehmensbewertung im IDW S1 geändert wurde (Tax-CAPM anstatt Standard-CAPM) und insofern die objektivierten Unternehmenswerte etwas niedriger ausfallen, rechnen wir im Falle eines Squeeze-out mit einer Barabfindung, die deutlich über dem aktuellen Börsenkurs liegt.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky