

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

Generali Deutschland ist die Muttergesellschaft der in Deutschland tätigen Finanz- und Versicherungsunternehmen der italienischen Generali S.p.A. und mit 13,5 Mio. Kunden und 34 Mio. Verträgen die zweitgrößte deutsche Erstversicherungsgruppe. Die gebuchten Bruttobeiträge des Jahres 2012 in Höhe von 14 Mrd. Euro umfassen die Segmente Lebensversicherungen (60%), Schaden- und Unfallversicherungen (24%) sowie Krankenversicherungen (16%). Aufgrund der geringen Bedeutung von Elementarversicherungen ist die Volatilität des operativen Ergebnisses niedrig. Sowohl die Finanz- und Wirtschaftskrise nach der Insolvenz von Lehman Brothers als auch die europäische Staatsschuldenkrise hat Generali dank eines umsichtigen Kapitalanlageverhaltens und einer starken operativen Entwicklung gut überstanden. Der Gewinn des Jahres 2012 übertraf mit 504 Mio. Euro bzw. 9,33 Euro je Aktie deutlich die Erwartungen.

Der Anteilsbesitz der Generali S.p.A. an der Generali Deutschland wurde durch ein Abfindungsangebot im Jahr 2006 zu 98 Euro je Aktie und weitere Zukäufe auf mehr als 93% am Grundkapital erhöht. Wir erwarben unsere ersten Aktien nach dem Börsencrash im Frühjahr 2009 in der Erwartung eines Squeeze-out (Ausschluss der Restaktionäre), da dieser Schritt bereits für den österreichischen sowie den schweizerischen Teilkonzern durchgeführt worden war. Das Squeeze-out ist die finale

Integration, nachdem Generali Deutschland im Jahr 2002 selbst als Hauptaktionär den Minderheitenausschluss für sechs Tochterunternehmen vollzogen hat (Volksfürsorge, Thuringia, Aachener und Münchener Versicherung, Aachener und Münchener Leben, Badenia, Central). Die kumulierten Ertragswerte aus den Bewertungsgutachten (IDW S1, Standard-CAPM) summierten sich damals auf 118 Euro, die Abfindungsbeträge auf 132 Euro je Aktie. Seither konnte Generali Deutschland den Gewinn steigern und Marktanteile ausbauen. Das „Direct Selling“ gewinnt mit Marken wie Advocard (Rechtsschutzversicherung) und CosmosDirekt (größter deutscher Direktversicherer) zusehends an Bedeutung.

Doch aufgrund der Staatsschuldenkrise blieb das Squeeze-out zunächst aus. Wir verkauften unsere Aktien Ende 2010 zu 90 Euro je Anteil und positionierten uns ein Jahr später zu einem Durchschnittskurs von 55 Euro erneut. Im Juli 2013 erhöhte die Generali S.p.A. ihren Anteil schließlich auf 96% und kündigte das Squeeze-out an. Wir rechnen trotz geänderter Methodik in der Unternehmensbewertung (IDW S1, Tax-CAPM), die zu geringeren objektivierte Werten führt, mit einer Abfindung, die nach gerichtlicher Überprüfung höher sein wird als die 105 Euro je Aktie, die Generali S.p.A. für den jüngsten Zukauf bezahlt hat. Gleichwohl veräußerten wir einen ersten Teil unserer Aktien zu einem Börsenkurs von 111 Euro. Statt ein Verfahren mit ungewissem Ausgang einzugehen, wollen wir Liquidität für kommende Investments schaffen.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky