

**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.


### Stada Arzneimittel AG

Das Pharmaunternehmen Stada wurde im Jahr 1895 als Apothekergenossenschaft gegründet, um Arzneimittel nach einheitlichen Standards herzustellen. Heute fertigt und vertreibt der traditionsreiche Konzern aus Bad Vilbel Generika und rezeptfreie Produkte. Im Jahr 2016 belief sich der Umsatz auf 2,1 Mrd. Euro und der operative Cashflow auf 0,3 Mrd. Euro. Zum Portfolio zählen bekannte Marken wie Grippostad, Mobilat, Paracetamol und Snup.

Stada geriet im Jahr 2016 ins Visier eines aktivistischen Investors, nachdem man jahrelang unter mangelhafter Corporate Governance und operativer Trägheit gelitten hatte. Seit zwei Jahrzehnten war Stada auf einen Vorstandsvorsitzenden zugeschnitten, der wegen seiner fürstlichen Vergütung und diverser Investitionsentscheidungen in der öffentlichen Kritik stand. Gleichzeitig lehnte die Stada-Verwaltung Übernahmepläne von Finanzinvestoren und Wettbewerbern (Teva Generics, Sun Pharmaceutical) strikt ab. Dies änderte sich mit der Hauptversammlung im Jahr 2016, der die Beendigung der Regentschaft des Vorstandsvorsitzenden vorausgegangen war. Dort gelang es den Aktionären, den Aufsichtsrat umzubersetzen, das Vergütungssystem abzulehnen und die Vinkulierung der Namensaktien aufzuheben. Damit war das Rennen um Stada eröffnet. Ausgehend von Marktgerüchten bestätigte das Unternehmen vor einigen Monaten den Erhalt von Interessenbekundun-

gen zur Übernahme sämtlicher Aktien. Nach wochenlangem Bieterwettstreit unterstützte Stada das Übernahmeangebot der Investoren Bain Capital und Cinven. Diese boten 66,00 Euro/Aktie, was einer Bewertung für das Eigen- und Fremdkapital von 5,3 Mrd. Euro bzw. einem Aufschlag von 49% auf den letzten Börsenkurs vor dem Aufkommen der Übernahmeerüchte entsprach. Doch das Angebot scheiterte knapp an der Mindestannahmeschwelle von 67,5%, auch aufgrund technischer Faktoren bei Indexfonds. Wir nutzten daraufhin die kurzfristige Enttäuschung im Markt und erwarben 750.000 Aktien zum durchschnittlichen Preis von 62,87 Euro/Aktie. Unser Risiko war gering, denn sowohl das Bieterkonsortium als auch die große Mehrheit der Aktionäre und der neu formierte Vorstand und Aufsichtsrat strebten unverändert eine Übernahme an. Zudem gaben die bis zum 31. Dezember 2017 datierten Anstellungsverträge der nach dem Scheitern des ersten Angebots neu bestellten Vorstandsmitglieder ein klares Signal für eine Übergangslaufzeit. Daneben war die Aufhebung der einjährigen Sperrfrist durch die BaFin nach § 26 Abs. 2 WpÜG, um ein erneutes Angebot kurzfristig vorlegen zu können, nur ein formaler Akt, weil das erste Angebot nicht an Versagungsgründen der Finanzaufsichtsbehörde scheiterte. Im zweiten Anlauf gelang schließlich die Übernahme dank eines höheren Preises (66,25 Euro/Aktie) und einer niedrigeren Mindestannahmeschwelle (63%). Mit einer Haltedauer von 7 Wochen erzielten wir am 24. August 2017 auf unser kurzfristiges Investment einen Gewinn von 5,4%.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky