REALTOS AG

Startet als Vermögensverwalter ein zweites Börsenleben

Executive Summary

Nach Mantelrettung erhält REALTOS eine zweite Börsenchance. Nach der erfolgreichen Rettung des Börsenmantels im Jahre 2002 und dem Fortführungsbeschluss des Unternehmens startet die Gesellschaft durch die Einbringung der Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs AG ein zweites Börsen-Leben.

Vermögensverwaltungsbranche im Umbruch. In Folge der seit 2000 andauernden schwersten Abwärtsentwicklung an den internationalen Wertpapiermärkten seit der Jahrhundertbaisse von 1929 bis 1932 hat sich das Umfeld für die Vermögensverwaltungsbranche deutlich eingetrübt und zum Ausscheiden einer Vielzahl von Marktteilnehmern durch Geschäftsaufgabe, Übernahme und Fusion oder Insolvenz geführt. Seit Ende der 90er-Jahre hat sich die Zahl der unabhängigen Anbieter auf dem deutschen Markt von 1.300 auf nur noch 400 verringert.

Unabhängige Vermögensberatung und -verwaltung weiter gefragt. Die deutliche Marktbereinigung unter den unabhängigen Anbietern resultiert im Wesentlichen aus betriebswirtschaftlichen Fehlentscheidungen sowie zu geringer Größe vieler Anbieter. Die Nachfrage nach bank-unabhängiger Beratung ist aber sowohl bei privaten wie auch institutionellen Kunden weiter in hohem Maße vorhanden. Für unabhängige Anbieter spricht neben der häufig besseren Performance vor allem die im Gegensatz zur provisionslastigen Interessenlage der Banken wesentlich transparentere, meist volumen- und erfolgsabhängige Gebührenstruktur.

SV-Unternehmensgruppe stark im Asset-Management. Die 1994 gegründete SV-Gruppe ist schwerpunktmäßig in der Betreuung von privaten und institutionellen Kapitalanlegern wie Stiftungen, Vereine oder Firmen tätig und berät diese an den nationalen als auch an den internationalen Wertpapier- und Devisenmärkten. Im Bereich Asset Managements betreut die SV-Gruppe Anlegergelder im Volumen von 1,1 Milliarden Euro. Daneben bietet die SV-Gruppe ihren Kunden eine breite Palette rendite- und steuerorientierter Produkte an, die zum Teil selbst initiiert werden, wie beispielsweise Musik-, Medien- oder Immobilienfonds.

„Cold IPO" zu fairen und transparenten Konditionen. Der Börsengang der SV-Gruppe erfolgt als „Cold IPO" durch Einbringung der Aktien der SV in den Börsenmantel der REALTOS AG im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen. Als Grundlage zur Ermittlung des Einbringungsverhältnisses wurde die REALTOS-Aktie mit 42,50 Euro und die SV-Aktie mit 9,87 Euro bewertet. Diese Vorgehensweise ist aus Sicht der freien REALTOS-Aktionäre sehr positiv zu bewerten, da sich die Wertbemessung an der Kursentwicklung und nicht am tatsächlich vorhandenen Substanzwert – der bei REALTOS AG nur aus dem Börsenmantel besteht – orientiert. Für 2004 wird der Wechsel in den Geregelten Markt und damit eine Börsennotierung im rechtlichen Sinne angestrebt.

Aktie trotz 700 Prozent Plus noch nicht zu teuer. Trotz des deutlichen Kursanstiegs von knapp 700 Prozent in Erwartung einer anstehenden Transaktion ist die REALTOS-Aktie auf Basis der „als-ob"-Konzernzahlen bei einem Ergebnis von 2,5 Mio. Euro derzeit mit einem 2003er-KGV von 32 und einem 2004er-KGV von 16 bewertet. Da in den kommenden Jahren mit einem weiteren Ergebniszuwachs zu rechnen ist, sind die Kurschancen damit noch nicht ausgeschöpft. Zusätzliches Ertragspotential soll sich aus der Erschließung neuer Kunden ergeben, die ihre Gelder nur durch börsennotierte Anbieter verwalten lassen dürfen.

Börsenkurs 29.12.2003
38,50 Euro

WKN
720580

Börsenkürzel
SDG

Börsensegment
Freiverkehr Stuttgart und München

Marktkapitalisierung
79,25 Mio. Euro

Aktienzahl
2.085.637 Stückaktien
(nach Sacheinlage)

Aktionärsstruktur
73,6% P. Zimmermann
10,2% NORISFONTA
6,0% LOYR-Stiftung
0,8% Karl Fix-Stiftung
0,4% Viscardi Venture
0,3% Wessel AG
8,7% Streubesitz
(nach Sacheinlage)

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autor:
Alexander Langhorst

Kontakt:
info@gsc-research.de

1.) Historie der REALTOS AG

Die unter dem Namen Sauter Holding AG erfolglose Aktiengesellschaft erhält nun eine zweite Börsenchance

Die früher unter dem Namen Sauter Holding Aktiengesellschaft Beteiligungen und Vermögensverwaltung firmierende Gesellschaft mit Sitz in Meckenbeuren wird seit dem 19. Mai 2000 im Freiverkehr der Stuttgarter Börse gehandelt. Die Börseneinführung erfolgte seinerzeit durch die KST Wertpapierhandels AG, deren operatives Geschäft in der Zwischenzeit auf die Baaderbank übergegangen ist. Seinerzeit war die Sauter Holding in den Geschäftsfeldern Entsorgung, Städtereinigung, Kanaltechnik sowie der Rohstoffverwertung tätig.

Die Sauter Holding war wohl nicht wirklich börsenreif ...

Im Rahmen des Börsenganges wurden seinerzeit durch das Bankhaus Ellwanger & Geiger 408.468 Aktien zum Preis von 5,50 Euro im Markt platziert. Weitere Stücke, die aus dem Besitz von Altaktionär Eugen Sauter angeboten wurden, fanden keinen Abnehmer.

Der Emissionserlös wurde genutzt, um mit Wirkung zum 30. Dezember 1999 ausstehende Anteile an den vier Tochtergesellschaften (*Anmerkung: diese repräsentieren die jeweiligen Geschäftsfelder*) von Dritten zu übernehmen. Der ermittelte Einlagewert für die vier Firmen betrug 1,35 Mio. DM, davon 1,1 Mio. DM für die Heidt Städtereinigung GmbH, 150 TDM für die Sauter und Weh Kanaltechnik GmbH und 100 TDM für die S.R.V. Sekundär-Rohstoff-Verwertung GmbH.

Die Sauter und Weh Entsorgungsgesellschaft GmbH wurde zum symbolischen Preis von 1 DM eingebracht. Vermutlich, weil die Gesellschaft zum 31.12.1999 ein negatives Eigenkapital von 1,3 Mio. DM aufwies – und das, obwohl die Gesellschafter Eugen Sauter sowie die Christian Häge GmbH & Co. KG in 1999 Forderungsverzichte in Höhe von zusammen 520 TDM leisteten. Auch die anderen Gesellschaften zeigten keine gesunden Bilanzverhältnisse: die S.u.W. Kanaltechnik wies ein negatives Eigenkapital von 880, Heidt von 47 TDM auf. Lediglich bei S.R.V. war die EK-Quote positiv, mit 7 Prozent jedoch nicht allzu komfortabel.

Wie diese Beteiligungen den zum IPO festgelegten Emissionspreis rechtfertigen sollten, der einer Bewertung von immerhin knapp 7 Mio. Euro entsprach, können wir nicht nachvollziehen. Schon im Rahmen unseres damaligen HV-Berichts hatten wir die Sauter Holding als heißen Kandidaten für den Titel als „überflüssigster Börsengang des Jahres 1999“ bezeichnet.

... und bereits nach kurzer Zeit insolvent

Angesichts solcher wirtschaftlicher Verhältnisse verwundert es wenig, dass dem Unternehmen bereits wenige Monate nach dem Börsengang „das Wasser bis zum Halse stand“ und ein Insolvenzantrag gestellt werden musste. Die Eröffnung des Insolvenzverfahrens erfolgte im November 2001 auf Antrag des Vorstands und des zuständigen Finanzamts.

Noch vor Antragstellung erfolgte in 2001 die Veräußerung der beiden Tochtergesellschaften Heidt Städtereinigung GmbH und der S.R.V. Sekundär-Rohstoff-Verwertung GmbH an die Geschäftsführerin der Heidt Städtereinigung GmbH. Die beiden anderen Tochtergesellschaften, die Sauter und Weh Entsorgungsgesellschaft GmbH sowie die Sauter und Weh Kanaltechnik GmbH, mussten ebenfalls einen Insolvenzantrag stellen. Grund hierfür: die bei beiden Gesellschaften eingetretene Überschuldungssituation und Zahlungsunfähigkeit.

Mantelübernahme und Insolvenzplan eröffnen zweite Chance

Die mehrheitliche Übernahme der Sauter Holding durch den bekannten Hamburger Mantelspezialisten Philipp Moffat Anfang 2002 hat der Aktiengesellschaft eine zweite Chance eröffnet. Nach der erfolgten Übernahme konnte das laufende Insolvenzverfahren durch einen Insolvenzplan beendet werden. Durch die erfolgreiche Umsetzung des Insolvenzverfahrens ist das Unternehmen frei von den bilanziellen Altlasten der Vergangenheit

Als wesentliches Asset ist der im Freiverkehr gelistete Börsenmantel verblieben. Auf einer außerordentlichen Hauptversammlung im Mai 2002 wurde die Fortsetzung der Gesellschaft beschlossen und gleichzeitig der Name der Firma in REALTOS Grundbesitz- und Beteiligungs AG geändert.

HV's bereiten die Gesellschaft auf ihre Neuausrichtung vor

Die beiden Hauptversammlungen im Dezember 2002 und im November 2003 haben die Ereignisse der vergangenen Jahre endgültig behandelt und damit den Weg für ein zweites Börsenleben der REALTOS AG frei gemacht. Die nötigen Mittel zum Erhalt des Unternehmens wurden in dieser Zeit durch nachrangige Darlehen seitens des Großaktionärs zur Verfügung gestellt.

Auf einer außerordentlichen Hauptversammlung am 30. Dezember 2003 soll die Gesellschaft durch die Einbringung der Aktien der Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs AG im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen zu ihrem zweiten Börsenleben erweckt werden. Auf die Hintergründe der SV-Gruppe gehen wir in dieser Studie ausführlich ein.

2.) IPO durch Einbringung in die REALTOS AG

Warum und wie sich SV einen Börsenmantel anzieht, anstatt den „klassischen Weg“ an die Börse zu nehmen

Aus den besseren Börsentagen und bis hinein in das Jahr 2001 waren Börsengänge im Wege einer Neuemission durch die Platzierung neuer Aktien bei Anlegern an der Tagesordnung und stellten die am weitesten verbreitete Form einer Publikumsöffnung dar. Neben einer Börsennotierung im Wege einer Neuemission gibt es jedoch auch noch zwei andere Wege, die ein Unternehmen beschreiten kann, um den Gang an den Kapitalmarkt zu vollziehen.

Abspaltung: aus eins mach zwei

Die zweite Möglichkeit ist der Weg an die Börse durch Abspaltung vom Mutterkonzern. In diesem Falle erhalten die Aktionäre einer Gesellschaft entweder im Wege einer Realteilung Aktien einer in eine eigenständige AG ausgegliederten Sparte des Unternehmens oder aber ihnen wird der Bezug von Aktien einer Tochtergesellschaft angeboten.

Prominentes Beispiel für einen derartigen Börsengang war vor einigen Wochen die Hypo Real Estate AG. In dieser bündelte die HVB Bank ihre gewerblichen Immobilienfinanzierungen und überführte sie in eine eigenständige Gesellschaft. Im zweiten Schritt erhielten die Aktionäre der HVB Bank für je 4 Aktien ihrer Bank eine Aktie der Hypo Real Estate AG.

Einen ähnlichen Weg will im Jahre 2005 auch der Bayer-Konzern einschlagen, um sich von seinen Kunststoffaktivitäten zu trennen.

Durch das Hintertürchen des „Cold IPO“ an die Börse

Die dritte und hier näher stattfindende Variante des Going Public ist der im Wege eines „Cold IPO“. Das Charakteristikum einer solchen Transaktion ist, dass der Börsengang eines Unternehmens nicht direkt erfolgt, sondern man sich einer bereits an der Börse gehandelten Aktiengesellschaft bedient.

Hierbei nutzt das IPO-willige Unternehmen eine bereits an der Börse gehandelte AG, die kein eigenes operatives Geschäft mehr betreibt und auch kein nennenswertes Vermögen mehr aufweist – quasi also eine leere Hülle darstellt. Bei einer solchen Gesellschaft, wie es auch die REALTOS AG ist, spricht man von einem „Börsenmantel“.

Eine etwas abgewandelte Form des Cold IPO ist die Einbringung der eigenen Aktivitäten in eine noch operativ tätige AG, die in deckungsgleichen oder artverwandten Geschäftsfeldern aktiv ist. Hierbei spielen neben dem Aspekt des Going Public der Fusionsgedanke und eventuelle Synergieeffekte eine wichtige Rolle.

Börsenmantel ist für kostenbewusste Firmen ohne Kapitalbedarf ideal

Ein „Cold IPO“ ist grundsätzlich dann für ein Unternehmen interessant, wenn die Notierung an der Börse als solche im Vordergrund steht und der Gang an den Kapitalmarkt nicht zwingend mit der Einwerbung frischer Mittel verbunden ist. Wesentlicher Vorteil eines Börsengang über einen Mantel ist, dass die Aktien des Unternehmens bereits an der Börse gelistet sind (Freiverkehr) bzw. gehandelt werden (Amtlicher und Geregelter Markt) und man für die Transaktion keine begleitende Konsortialbank benötigt.

Dies bietet sich insbesondere bei kleineren Unternehmen an, die ohnehin zumeist Schwierigkeiten haben, eine begleitende Bank zu finden. Allerdings macht die Nutzung eines Börsenmantels für Unternehmen mit einem Firmenwert von beispielsweise nur 5 Mio. Euro lediglich dann Sinn, wenn ihre Besitzer den Mantel „für lau“ erwerben konnten, was nur selten der Fall ist.

Ein weiterer wichtiger Faktor sind die im Vergleich zu einem klassischen IPO im Wege einer Neuemission deutlich geringeren Kosten. Durch die bereits vorhandene Notiz entfallen sämtliche Kosten im Zusammenhang mit der Beantragung und Erlangung der Notiz an der Börse. Auch entfallen die Kosten für die durch die begleitenden Konsortialbanken erfolgende Due-Dilligence-Prüfung des Börsenneulings.

Bei einer Manteltransaktion über eine AG im Amtlichen oder Geregelten Markt fallen neben den Kosten für Ermittlung der jeweiligen Unternehmenswerte und der Prüfung der Angemessenheit der vorgeschlagenen Einbringungskonditionen noch die Kosten für den erforderlichen Zulassungsprospekt an, bei Freiverkehrsmänteln wie der REALTOS entfallen diese.

Ist ein „Cold IPO“ gut oder schlecht für das Image?

Viele Marktteilnehmer stehen einem indirekten Börsengang nach wie vor eher skeptisch gegenüber, so dass die Frage, inwieweit eine solche Transaktion möglicherweise dem eigenen Image schaden kann, als durchaus gerechtfertigt angesehen werden muss. Hintergrund der noch weit verbreiteten Skepsis sind Transaktionen aus der Vergangenheit, wo eher zwielichtige Unternehmen über ein „Cold IPO“ an die Börse gingen, da sie den Anforderungen der andernfalls erforderlich gewesenen Konsortialbanken nicht gerecht werden konnten.

Die Ereignisse der letzten Jahre, als Schlagwort sei hier der Neuemissions-Boom am Neuen Markt in den späten 90er-Jahren genannt, haben jedoch gezeigt, dass auch die Begleitung durch hochkarätige Konsortialmitglieder für die Anleger keineswegs einen Schutz vor Flops oder Totalverlusten bedeutete. Ausgehend von dieser Erkenntnis sollte bei den Marktteilnehmern ein Sinneswandel hinsichtlich der Beurteilung des gewählten Weges an die Börse vonstatten gehen.

Entscheidend sind letztlich einzig und allein die Güte und die weiteren Aussichten des einzelnen Unternehmens und nicht das gewählte Procedere. Erfolgreiche Börsenmantel-Transaktionen wie die Immobilien-AG's HBAG (früher Kühltransit AG) und RSE (ehem. Rinteln-Stadthagener Eisenbahn), die Beteiligungsfirma WCM (ehem. Württembergische Cattunmanufactur), der Pflegeheimbetreiber Marseille-Kliniken (ehem. Tonwarenindustrie Wiesloch AG) oder die Lifestyle-Kaufhauskette stilwerk (ehem. Fr. Hesser AG) zeigen, wie zum Vorteil der Mantel-Altaktionäre aus „leeren Hüllen“ bedeutende Firmen oder sogar Konzerne werden können.

Unternehmenswertermittlung sehr fair für die REALTOS-Aktionäre

Der Hauptversammlung der REALTOS AG am 30. Dezember 2003 in München wird unter anderem die Einbringung der Aktien der Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs AG (SV AG) in die REALTOS AG vorgeschlagen. Diese Einbringung erfolgt im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen, d.h. die Aktionäre der SV AG bringen ihre Anteile in die REALTOS ein und erhalten als Gegenleistung Aktien der aufnehmenden Gesellschaft, also der REALTOS AG.

Um das Umtauschverhältnis zu ermitteln, hat die Münchener Wirtschaftsprüfungsgesellschaft GmbH eine Unternehmensbewertung sowohl der REALTOS AG als auch der Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs AG erstellt. Dabei wurde für die Starnberger 5 Seen-Land Vermögensbetreuungs AG (SV AG) ein Wert von 35,31 Mio. Euro ermittelt. Bezogen auf die 3.600.250 Aktien dieser Gesellschaft ergibt dies einen Wert von 9,81 Euro je Aktie.

Im Rahmen dieser Ermittlung wurde auch der Wert der REALTOS AG festgestellt. Dieser beläuft sich bei Orientierung an den Regelungen des Wertpapierübernahmegesetzes (WpÜG) auf 53,329 Mio. Euro oder 42,50 Euro je Aktie. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieser Wert unter Heranziehung des Börsenkurses ermittelt wurde und nicht durch irgendwelche Vermögenswerte der REALTOS AG gedeckt ist. Bis auf die Notiz im Freiverkehr der Börsen Stuttgart und München ist das Unternehmen vermögenslos.

Altaktionäre der REALTOS profitieren von fairen Einbringungskonditionen

Auf der Grundlage dieser Unternehmenswertermittlungen wurde festgelegt, dass die Aktionäre der SV für je 13 Aktien der SV AG 3 Aktien der REALTOS AG erhalten. Dadurch wird sich das Grundkapital der REALTOS von derzeit 1.254.810 auf dann 2.085.637 Euro, eingeteilt in ebenso viele Aktien, erhöhen.

Die vorgeschlagenen Einbringungskonditionen sind aus Sicht der REALTOS-Aktionäre, die sich schon in den vergangenen Monaten über einen Kursanstieg von fast 700 Prozent freuen durften, als sehr fair zu bezeichnen. Die tatsächliche Vermögenslage der aufnehmenden Gesellschaft würde eine sehr viel stärkere Verwässerung rechtfertigen.

Die nun erfolgende Einbringung beschert den Altaktionären der REALTOS AG eine signifikante Steigerung des zugrunde liegenden Substanzwertes sowie die Eröffnung einer Perspektive für die Zukunft.

Aktionärsstruktur vor und nach Einbringung

Derzeit befinden sich mittelbar 85,59 Prozent der Aktien der REALTOS AG im Besitz von SV-Chef Peter M. Zimmermann, die übrigen 14,41 Prozent sind dem Streubesitz hinzuzurechnen. Erkenntnisse über mögliche Pakete in den Händen von Mantelspekulanten liegen nicht vor; lediglich die Carthago-Gruppe fiel uns bei den letzten Hauptversammlungen durch jeweils fünf angemeldete Aktien auf, hat die REALTOS-Aktie also zumindest unter enger Beobachtung.

An der Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs AG sind aktuell die folgenden sechs Aktionäre beteiligt: Peter M. Zimmermann mit 64,48 Prozent, die NORISFONTA Beteiligungsgesellschaft mbH mit 25,7 Prozent, die LOYR-Stiftung mit 6 Prozent, die Karl Fix-Stiftung mit 2 Prozent, die Viscardi Ventures GmbH mit 1,09 Prozent und die Wessel Management AG mit 0,73 Prozent der Aktien.

Nach Einbringung liegt gemäß unserer Berechnung der Anteil von Peter M. Zimmermann bei 73,6 Prozent, NORISFONTA bei 10,2 Prozent, LOYR bei 6 Prozent, Karl Fix bei 0,8 Prozent, Viscardi Ventures bei gut 0,4 und Wessel Management bei 0,3 Prozent. Im Streubesitz sind künftig 8,7 Prozent der REALTOS-Aktien.

Der weitere Ablauf des Verfahrens in 2004

Eine Zustimmung der Aktionäre der REALTOS AG auf der außerordentlichen Hauptversammlung am 30. Dezember vorausgesetzt, werden die Beschlüsse der HV beim zuständigen Handelsregister zur Eintragung angemeldet. Sofern es zu keinen Verzögerungen wie beispielsweise durch Anfechtungsklagen o.ä. kommt, ist davon auszugehen, dass die Beschlüsse im ersten Quartal 2004 in das Handelsregister eingetragen werden.

Mit erfolgter Eintragung kann die Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage sowie die weiteren Änderungen umgesetzt werden. Im Zuge der Eintragung in das Handelsregister wird sich die Zahl der REALTOS Aktien entsprechend auf 2.085.637 Stück erhöhen.

Wechsel in den Geregelten Markt soll Transparenz erhöhen

Der Gang an den Kapitalmarkt via „Cold IPO“ über die REALTOS AG ist nur der erste Schritt der SV-Gruppe hin zur Schaffung einer erhöhten Transparenz, wie der Vorstandsvorsitzende Peter M. Zimmermann betont.

Die REALTOS-Aktie notiert derzeit im Freiverkehr. Der Handel im Freiverkehr wird von einzelnen Börsenmaklern oder Maklerhäusern organisiert und unterliegt nicht den strengen Anforderungen, wie sie in den Segmenten Amtlicher und Geregelter Markt gelten. Rechtlich gesehen handelt es sich bei Gesellschaften, deren Aktien im Freiverkehr notiert werden, nicht um börsennotierte Unternehmen im Sinne des Aktiengesetzes.

Vor diesem Hintergrund beabsichtigt die REALTOS AG nach Eintragung der Hauptversammlungsbeschlüsse einen Wechsel in den Geregelten Markt. Damit unterliegt die Gesellschaft den Anforderungen dieses Marktsegmentes. Der Vorstand erhofft sich hierdurch nicht nur eine verbesserte Wahrnehmung des Unternehmens bei Investoren und potentiellen Kunden, sondern auch eine deutliche Verbesserung der Unternehmenstransparenz.

Mittelfristig soll die SV auf die REALTOS verschmolzen werden. Aus der seitens des Vorstandsvorsitzenden genannten langfristigen Zielsetzung, bis in 5 Jahren eine Aufnahme in den SDAX zu schaffen, lässt sich ferner ableiten, dass die REALTOS längerfristig eine Aufnahme in den Prime Standard mit Pflichten wie Quartalsberichte plant, da nur aus diesem eine Indexaufnahme erfolgen kann.

3.) Exkurs: Markt- und Branchenumfeld

Vermögensverwalter von Baisse seit 2000 stark getroffen

Laut einer aktuellen Veröffentlichung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gibt es in Deutschland derzeit rund 400 mit einer von der staatlichen Behörde erteilten Genehmigung arbeitende private Vermögensverwalter. Noch Ende der 90er-Jahre, zur Hochzeit des Börsenbooms, lag die Zahl mit über 1.300 bei einem Mehrfachen des heutigen Wertes.

Seit Beginn der drastischen Kurskorrektur an den internationalen Kapitalmärkten im zweiten Quartal 2000, die ihren Höhepunkt erst mit den Tiefstständen der Indizes im Frühjahr 2003 zum Zeitpunkt des Ausbruchs des IRAK-Krieges erreichte, steht eine Vielzahl von Anbieter durch das Ausbleiben von Erfolgen bei der Verwaltung ihrer Kundendepots unter zum Teil erheblichem wirtschaftlichen Druck.

Schlechte Performancedaten führten entweder zu einem Wegfall zusätzlicher Erträgen aus erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten oder – noch schlimmer für den Anbieter – zur Abwanderung des Kunden. In Folge dieser Entwicklung war in den vergangenen Jahren eine ganze Reihe von Zusammenschlüssen und Übernahmen, aber auch Pleiten bei den Vermögensverwaltern zu beobachten.

Zu geringe Größe und hohe Kosten zwangen viele Anbieter zur Aufgabe

Eine global gültige Aussage in Bezug auf die Gründe für das Scheitern vieler privater Vermögensverwalter in den vergangen drei Jahren ist nicht ohne Weiteres möglich und würde auch nicht dem Umstand gerecht, dass wir es seit dem zweiten Quartal 2000 bis Anfang 2003 mit der längsten Baisse-Phase an den Weltbörsen seit dem Schwarzen Freitag im Jahre 1929 und der anschließenden Weltwirtschaftskrise zu tun haben.

Ein wesentlicher Faktor bei einer ganzen Reihe von Marktteilnehmern war jedoch sicherlich ein zu geringes Verwaltungsvolumen, das zu einem unausgewogenen Verhältnis zwischen Fix- und variablen Kosten führte. In einer solchen Konstellation wirkten sich der Baisse-bedingte Wegfall von erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten und die Abwanderung einzelner Kunden oft verheerend aus.

Die vergleichsweise hohen Fixkosten für die Aufrechterhaltung einer qualifizierten Betreuung der Kundenportfolios führte dazu, dass vielen Unternehmen sehr schnell die wirtschaftliche Grundlage entzogen wurde oder aber die vom Gesetz vorgeschriebenen Mindestkapitalanforderungen zur Aufrechterhaltung der erforderlichen Genehmigungen durch das BaFin nicht mehr erfüllt werden konnten.

Anbieter mit sehr risikoorientierten Anlegern als Hauptverlierer

Ein weiteres Problemfeld resultierte aus der propagierten Anlagepolitik einzelner Häuser. Besonders Anbieter mit einer hohen Gewichtung von vermeintlichen Börsenstars aus dem Internet- und High-Tech-Sektor in den Kundendepots bekamen die Auswirkungen der Baisse schmerzhaft zu spüren. An dieser Stelle nicht vertieft werden Mandate, in denen der Einsatz von derivativen Finanzinstrumenten oder die Aufnahme von Krediten Bestandteil der Anlagestrategie sind.

Nicht nur die kaum vermeidbare Unzufriedenheit des gebeutelten Kunden, sondern auch das „Wegschmelzen“ des verwalteten Volumens aufgrund der heftigen Kursverluste traf die Anbieter schwer. Neben den empfindlichen Einbußen durch den Wegfall von erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten sanken zugleich die zwar fixen, aber in Abhängigkeit vom (stark gesunkenen) verwalteten Volumen fälligen regelmäßigen Vergütungen ebenfalls spürbar.

Schlechtes Umfeld bot auch Chancen für Marktteilnehmer, …

Trotz des insgesamt sehr schwierigen Marktumfeldes konnten einzelne Anbieter die Branchenkrise nutzen, um die eigene Position zu festigen oder sogar weiter auszubauen. Dies erfolgte entweder durch die Übernahme von Wettbewerbern beziehungsweise deren Kundenstämmen, oder durch die Akquise neuer Verwaltungsmandate am Markt.

Der geneigte Leser wird sich natürlich an dieser Stelle vollkommen zu Recht die Frage stellen, wieso einzelne Unternehmen trotz der sehr schwierigen Rahmenbedingungen diese erfolgreich für sich nutzen konnten. Ein wichtiger Faktor liegt in der verfolgten Anlagepolitik begründet.

Diese muss unbedingt auf die Wünsche und Bedürfnisse des Kunden ausgerichtet sein: Nicht die höchstmögliche Rendite in Boomphasen zählt, von sehr großer Bedeutung ist vielmehr die Festlegung der entsprechenden Gewichtung von Anlageinstrumenten mit geringen und solchen mit höheren Risiken.

… durch gute Beratung und eine vernünftige Anlagepolitik zu überzeugen

So kann sich beispielsweise die Kundenstruktur einzelner Anbieter hinsichtlich der Risikoaffinität sehr deutlich von einander unterscheiden. Laut BaFin gibt es für den Bereich der Vermögensverwaltungen sechs unterschiedliche Modelldepots, die sich voneinander in puncto Risikoaffinität unterscheiden. Der Unterschied besteht im Wesentlichen aus der unterschiedlich starken Gewichtung des Anteils spekulativer Anlageinstrumente wie Aktien oder auch Derivaten.

So war es für einen Vermögensverwalter in den vergangenen drei Jahren alles andere als leicht, ein Kundendepot mit einem festgelegt hohen Anteil Aktien erfolgreich zu managen und Zuwächse für dieses zu erwirtschaften. Bei Depots mit hohem Anleiheanteil und anderen eher risikoarmen Instrumenten war dies deutlich einfacher und ermöglichte teilweise sogar in der Baissephase die Vereinnahmung erfolgsabhängiger Vergütungskomponenten.

Zumindest führte eine relativ risikoaverse Kundenstruktur nur zu moderaten Verlusten beim verwalteten Vermögen und damit auch zu stabilen und gut planbaren volumen-abhängigen fixen Vergütungen. Darüber hinaus sorgte eine sinnvolle Streuung der Anlagemittel zu insgesamt wesentlich geringeren Verlusten als bei reinen „New Economy“-Portfolios und letztlich zu zufriedeneren Kunden, was dem Anbieter durch eine bessere Kundenbindung ebenfalls zugute kommt.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass eine auf die jeweiligen Verhältnisse des Kunden ausgerichtete Beratung und im Anschluss daran eine entsprechende Umsetzung in Form einer folgerichtigen Anlagepolitik entscheidend für den dauerhaften Erfolg im Markt sind.

Vermögensverwalter contra Bank: Erfolgsbeteiligung statt Provisionen

Diese Frage haben sich sicherlich schon eine Vielzahl von Anlegern gestellt, die vor der Entscheidung standen, wie sie ihr Vermögen optimal verwalten lassen können. Diese Frage lässt sich aber nicht global, sondern nur individuell, d.h. bezogen auf den Einzelfall, beantworten.

Wenngleich sowohl der unabhängige Vermögensverwalter als auch die Bank im Grunde nichts anderes tun, als ihnen anvertraute Gelder entsprechend der Vorgaben des Kunden zu verwalten, unterscheiden sich beide darin, woher sie ihre Vergütung erhalten. Der unabhängige Vermögensverwalter, egal ob er vom Kunden ein Mandat zur eigenständigen Verwaltung besitzt oder nicht, erhält in der Regel rund ein Prozent als jährliche Gebühr, bezogen auf das betreute Volumen.

Die relativ geringe fixe Verwaltungsgebühr von einem Prozent erklärt, warum Vermögensverwalter ein Anlagevolumen von 100.000 Euro und mehrr als Mindestbetrag festlegen. Daher liegt das Hauptinteresse des Vermögensverwalters darin, dass der Kunde über ein möglichst hohes Depotvolumen verfügt, damit die eigene Vergütung steigt. Bei diesem Vergütungsmodell ist eine weitgehende Deckungsgleichheit von Kunden- und Verwalterinteresse gegeben.

Im Gegensatz zum Vermögensverwalter generiert eine Bank ihre Erträge vom Kunden vordringlich durch Provisionserlöse, die beispielsweise durch An- und Verkäufe von Wertpapieren entstehen. Für die Bank ist also ein Kunde um so ertragreicher, je höher die Zahl der von ihm getätigten Transaktionen ausfällt. Im Ergebnis steht die Beratung durch die Bank immer im Spannungsfeld zwischen dem Wohl des Kunden und der Optimierung der eigenen Erträge.

Ein Bankberater dürfte sich tendenziell eher schwer tun, einem Kunden zu raten, keine Veränderungen bei der Portfoliozusammensetzung vorzunehmen, selbst wenn dieser Ratschlag im gegebenen Marktumfeld die einzig richtige Empfehlung ist. Tut er dies, so verzichtet er auf die Vereinnahmung von entsprechenden Provisionen für seinen Arbeitgeber und schmälert damit die eigene Ertragslage.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Provisionsorientierung im Bankenbereich einer unvoreingenommenen und rein auf die optimale Betreuung des Kunden ausgerichtete Beratung entgegenwirkt.

Provisionen weitgehend unabhängig von Performance beim Kunden

Dazu ein Beispiel, wie man es in letzter Zeit leider immer häufiger in der Fachpresse lesen muss: Einer 85-jährigen Großmutter, die ihre 100.000 Euro bislang in Spar- und Bundesschatzbriefen angelegt hat und das Geld später ihren Enkeln vererben möchte, wurde die Anlage in hochspekulativen Aktienfonds oder geschlossenen Fonds mit jahrzehntelanger Laufzeit (z.B. Windkraftfonds) nahe gelegt. Diese Anlageformen sicherten der Bank ein Optimum bei den Provisionen.

Es steht zu befürchten, dass Fälle dieser Art künftig tendenziell eher noch häufiger auftreten werden, da immer mehr Banken in immer stärkerem Maße auf den Einsatz von Finanzberatern setzen, die ausschließlich auf einer erfolgsabhängigen Basis – will sagen: durch Vereinnahmung von Provisionen – vergütet werden.

Struktur des deutschen Marktes eröffnet erhebliches Potential

Nicht zuletzt die zuvor geschilderte Problematik im Bereich der Banken eröffnet den unabhängigen Vermögensverwaltern erhebliches Wachstumspotential. Derzeit werden in Deutschland nach Angabe des Verbandes der unabhängigen Vermögensverwalter gerade einmal 1,5 Prozent aller Depots von ihnen verwaltet. In der Schweiz dagegen, einer der weltweit wichtigsten Finanzplätze mit einer Vielzahl an bedeutenden Banken, werden bereits heute über 15 Prozent der Depots durch unabhängige Vermögensverwalter betreut.

Hinzu kommt die in den kommenden Jahren anstehende Verlagerung erheblicher Vermögenswerte auf die Erbengeneration sowie die zunehmende Skepsis der Kunden gegenüber der Beratung durch ihre Bank. Das verstärkte Auftreten von Fällen wie zuvor geschildert dürfte den Nachdenkensprozess zusätzlich fördern und wird sich auf die unabhängigen Vermögensverwalter positiv auswirken.

Ebenfalls hilfreich ist der Umstand, dass die Vermögensverwalter seit 1998 sehr strengen Auflagen durch das BaFin unterliegen. Dies führt dazu, dass nicht nur Mindeststandards hinsichtlich fachlicher und finanzieller Eignung eingehalten werden, sondern auch dubiose Anbieter, die bis zum Jahre 1997 lediglich eine Gewerbeanmeldung benötigten, sukzessive aus dem Markt verschwinden.

3.) Die SV-Unternehmensgruppe

Breite Angebotspalette in den Bereichen Vermögensbetreuung und -verwaltung wird von eigenen Produkten abgerundet

Im Geschäftsbereich Asset Managements, in dem die SV-Gruppe gegenwärtig ein Volumen von insgesamt 1,1 Mrd. Euro betreut, ist zwischen der Vermögensberatung und -verwaltung klar zu unterscheiden. Diese Begriffe werden wegen ihrer Ähnlichkeit leider oft nicht korrekt verwendet, obwohl sie zwei deutlich verschiedene Tätigkeiten beschreiben.

Bei der **Vermögensberatung** spricht der Berater jede von ihm als sinnvoll erachtete Transaktion im Vorfeld mit dem Kunden ab. Nur wenn dieser der vorgeschlagenen Transaktion zustimmt, wird diese dann auch umgesetzt. Im Gegensatz zu Banken, die ähnlich agieren, erzielt die SV-Gruppe ihre Erträge nicht aus den anfallenden Provisionen für vorgenommene Transaktionen, sondern erhält vom Kunden eine jährliche Verwaltungsgebühr von 0,75 Prozent, die sich auf das betreute Volumen bezieht und quartalsweise erhoben wird.

Bei der ebenfalls angebotenen **Vermögensverwaltung** erhält die SV vom Kunden eine eingeschränkte Vollmacht, um Käufe und Verkäufe vorzunehmen, ohne diese im Vorfeld vom Kunden absegnen lassen zu müssen. Nicht enthalten in dieser Vollmacht ist bei einer Verwaltertätigkeit durch die SV die Aufnahme von Krediten. Investitionen erfolgen nach der im Vorfeld mit dem Kunden festgelegten Risikostruktur.

Dabei wird ausschließlich in Aktien, Anleihen und Investmentfonds investiert. Hochspekulative Anlageinstrumente wie beispielsweise Optionsscheine oder andere derivative Instrumente werden nicht eingesetzt Bei der Vermögensverwaltung wird eine jährliche Gebühr von 1,5 Prozent auf das verwaltete Volumen berechnet, die ebenfalls quartalsweise erhoben wird.

SV setzt auf kundenfreundliche Gebührenermittlung

Die zuvor genannte Verwaltungsgebühr von 0,75 Prozent p.a. in der Vermögensbetreuung und von 1,5 Prozent p.a. in der Vermögensverwaltung ist vom Kunden nur dann zu entrichten, wenn in dem jeweiligen Quartal ein positives Ergebnis erwirtschaftet wurde und zudem eine Steigerung des Depotvolumens gegenüber dem Vorquartal eingetreten ist. Durch diese Erhebungsmethode wird sichergestellt, dass die Interessen von Kunden und Berater bzw. Verwalter deckungsgleich sind. Beide Parteien profitieren also von einer positiven Wertentwicklung und leiden dementsprechend bei einer negativen Performance.

Ebenfalls als sehr fair zu beurteilen ist der Grundsatz der SV-Gruppe, dass bei der Berechnung der Performance nur Investitionen in Anleihen, Investmentfonds oder Aktien als Datengrundlage herangezogen werden. Für Renditen auf Festgeld, die auch ohne spezielle Expertise und Beratung erzielt werden können, erhält die SV keinerlei Vergütung.

Überzeugende Performance im schwierigen Jahr 2003

Eine pauschale Aussage über die bei den Kunden im Rahmen der Verwaltung oder Beratung erzielten Performance ist angesichts der nur beschränkten Vergleichbarkeit der einzelnen Portfolios und der jeweiligen individuellen Risikogewichtungen nur schwer möglich. So bietet die SV in Anlehnung an die vom BaFin gemachten Vorgaben sechs verschiedene Anlagemodelle in der Vermögensverwaltung an, die sich jeweils in ihrer Chance-/Risiko-Struktur unterscheiden.

In der chancenorientiertesten Variante, bei der die Gewichtung von aktienlastigen Anlageinstrumenten entsprechend hoch ist, beträgt die Performance in den ersten elf Monaten des laufenden Jahres 72 Prozent. Zwar lagen SV-Kunden damit wesentlich besser als mit Indizes wie DAX, EURO STOXX oder MSCI, ein direkter Vergleich mit der Performance von ist aufgrund der sehr individuellen Betreuung der Kunden jedoch nicht sinnvoll.

Auch zahlreiche andere Finanzprodukte im Angebot

Wenngleich der Bereich Asset Management natürlich den Schwerpunkt der Aktivitäten bildet, ist die SV-Gruppe darüber hinaus auch in allen anderen relevanten Bereichen der Finanzdienstleistung tätig und kann ihren Kunden dort entsprechende Angebote machen. Im Schwerpunkt handelt es sich dabei um sogenannte Fremdprodukte, d.h. die SV vertreibt hier weitgehend standardisierte Angebote, wie man sie bei vielen Kreditinstituten oder Versicherungen finden kann.

Für den Vertrieb dieser Produkte bzw. die Vermittlung an den Kunden, die über die Konzerngesellschaft Starnberger 5-Seen-Land Vertriebs GmbH (Geschäftskunden bzw. indirekter Vertrieb) bzw. die SV Vermögensberatungs GmbH (Privatkunden) erfolgt, erhält SV branchenübliche Provisionen. Grundsätzlich begibt sich die SV hier also in einen Bereich, wo der Abschluss eines Geschäftes eine entsprechende Provisionseinnahme nach sich zieht, wobei man die beim Asset Management betonte Unabhängigkeit und Kundenorientiertheit verlieren könnte.

Der Kunde profitiert jedoch davon, dass die SV-Gruppe aus einer Vielzahl von Angeboten am Markt wählen kann, so dass er durch die Auswahl der SV deutlich besser aufgehoben ist als bei einem Finanzdienstleister, der auf Produkte bestimmter Anbieter festgelegt ist.

Seit kurzem auch als Fondsinitiator im Markt tätig…

Vergleichsweise jung sind die Aktivitäten der SV zur Initiierung eigener Angebote im Segment der geschlossenen Fonds. In diesem Geschäftsbereich hat sich die SV-Gruppe auf die Auflegung spezieller Produkte in einzelnen Branchen fokussiert. Die Bereiche, für die keine eigenen Produkte angeboten werden, werden von externen Anbietern abgerufen und im Kundenkreis platziert.

Nennenswert bei den eigenen Produkten sind beispielsweise geschlossene **Musikfonds**, die in Zusammenarbeit mit dem deutschen Star-Produzenten Leslie Mandoki aufgelegt wurden und sich guter Nachfrage auf der Kundenseite erfreuen. Bei Lesli Mandoki nahmen in der Vergangenheit eine Vielzahl bekannter Künstler wie Peter Maffay, Joshua Kadison, Lionel Richie, Phil Collins oder die No Angels ihre Songs auf.

Über die Tochterfirmen der Lakeland-Gruppe ist SV im Bereich **Medienfonds** aktiv. Einen weiteren Schwerpunkt bei den Fonds sollen in der Zukunft **Themenfonds im Immobilienbereich** bilden, die ihre Gelder in US-Immobilien anlegen. Dieses Geschäft wird in der Lakeview USA-Immobilien GmbH betrieben. Die Platzierung eines entsprechenden Fonds ist für das Jahr 2004 vorgesehen.

Zudem werden im nächsten Jahr über die SV Vertriebs GmbH eine Reihe von Hotelfonds platziert werden, darunter ein Golfhotel in Kitzbühel und ein 5-Sterne-Hotel auf Rügen. Konkret angedacht ist außerdem ein Biathlon-Hotel in Ruhpolding mit einem von derzeit 9 auf 18 Löcher erweiterten Golfplatz. Momentan sind die Hotelkapazitäten hier regelmäßig zu gering. Bei diesem Projekt kann die SV ihre durch die Sportsponsoring-Aktivitäten – die Starnberger sponsern beispielsweise das Biathlon-Nachwuchsteam von Fritz Fischer – aufgebauten guten Kontakte in diesem Bereich nutzen.

Für das laufende Geschäftsjahr haben sich die Starnberger zum Ziel gesetzt, ein Platzierungsvolumen von 75 bis 100 Mio. Euro zu erreichen. Daneben ist auch die G&S Asset Management GmbH in der Platzierung von geschlossenen Fonds aktiv. An diesem Schweizer Vermögensverwalter ist Peter M. Zimmermann, Vorstandsvorsitzender der SV, mit 12 Prozent beteiligt und beabsichtigt die Einbringung der Beteiligung in die SV-Gruppe. G&S konnte im laufenden Jahr allein beim „24-Stunden-Fonds", der in US-Immobilien investiert, 50 Mio. USD platzieren.

Erwähnenswert ist, dass der Vorstandsvorsitzende in jede von ihm vertriebene Produktsparte auch selbst investiert. So hat der Kunde zwar keine Garantie für den wirtschaftlichen Erfolg des Projektes, kann sich aber zumindest darauf verlassen, das die gegebenen Möglichkeiten soweit möglich ausgeschöpft wurden. Außerdem ist es im Falle eines unbefriedigenden Verlaufes tröstlich zu wissen, dass man als Kunde mit dem Berater „im gleichen Boot sitzt".

Da die SV erst seit 2002 eigene Fonds initiiert, sind Angaben zur Performance der bisherigen Produkte noch nicht möglich. Bei solchen Anlagekonzepten muss die entsprechende Laufzeit abgewartet werden, die zwischen 4 Jahren (z.B. Musikfonds) und bis zu 25 Jahren (zumeist Windparkfonds) liegen kann.

Vorstand mit langjähriger Expertise in der Finanzbranche

Der Vorstand und Gründer der SV-Unternehmensgruppe, **Peter M. Zimmermann** (38), verfügt über langjährige Erfahrung in der Finanzbranche. Nach der Ausbildung im Hause der Deutschen Bank und der anschließenden Tätigkeit als Anlageberater war er bei der Vermögensverwaltung Hypo Capital Management (HCM) aktiv. Die Tätigkeit bei der HCM, einer Tochter der HypoVereinsbank, krönte er im Alter von 26 Jahren durch die Bestellung zum jüngsten stellvertretenden Direktor der Unternehmensgeschichte. 1994 gründete Herr Zimmermann die SV-Gruppe. Heute ist er als deren Vorstandsvorsitzender für die Bereiche Strategie, Finanzen und Vertrieb verantwortlich.

Seine Vorstandskollegin **Antonia Perkovic** (28) erwarb ihr Diplom als PR-Fachwirtin an der Bayerische Akademie für Werbung & Marketing, ferner studierte sie Komparatistik (Literaturwissenschaft), Romanistik und Slavistik an der LMU München. Sie begann als Produkt-Managerin bei der damals auf dem Sprung an den Neuen Markt befindlichen Media! AG und war dort bis Ende November 2002 außerdem in den Bereichen Public Relations und Investor Relations tätig, bevor sie im Dezember 2002 als Leiterin Unternehmenskommunikation zur SV-Gruppe wechselte. Vor kurzem wurde sie zum Vorstand der SV bestellt und ist dort für Investor Relations, Public Relations, Marketing und den EDV-Bereich verantwortlich.

Auch die übrigen insgesamt 21 Mitarbeiter in der SV-Unternehmensgruppe verfügen in den von ihnen verantworteten Bereichen über eine langjährige Berufs- und Praxiserfahrung.

Mit Rechtsanwalt **Klaus Senft** (57) als Aufsichtsratsvorsitzendem verfügt REALTOS über einen erfahrenen Juristen, dessen Kanzlei die SV-Gruppe bereits seit mehreren Jahren beratend unterstützt. Stellvertretender AR-Vorsitzender ist **Ronald Gundlach**, der ebenfalls in der Kanzlei Senft & Collegen tätig ist. Den dritten Aufsichtsratsposten soll künftig der in Nebenwertekreisen sehr bekannte **Philipp Moffat** bekleiden, der REALTOS bereits „einbringungsfähig" gemacht hatte. Er wird im ersten Quartal 2004 den derzeit noch amtierenden **Dr. Thomas Eder** ablösen.

Hochwertige Beratung der Kunden als Schlüssel zum Erfolg

Die SV-Gruppe verfolgt seit ihrer Gründung im Jahre 1994 die Strategie, den Kunden durch eine hochwertige und faire Beratung dauerhaft ans Unternehmen zu binden. Im Vordergrund steht bei der SV klar der wirtschaftliche Nutzen des jeweiligen Produktes für den Kunden.

Die an diese Strategie geknüpfte Erwartung, dass zufriedene Kunden nicht nur dazu neigen, immer größere Teile ihres Vermögens- bzw. ihrer Finanzdispositionen der SV anzuvertrauen, sondern diese auch weiterempfehlen und so eine weitere Geschäftsausweitung ermöglichen, ist aufgegangen. Auch künftig dürfte diese Strategie als wichtiges Asset einen Schlüssel zum weiteren Erfolg bilden.

Neben der fachlichen Kompetenz, die in jedem Fall an erster Stelle stehen sollte, ist nach Angabe von SV-Chef Zimmermann aber auch die Chemie zwischen Berater und Kunden von entscheidender Bedeutung für den geschäftlichen Erfolg. Dies erklärt, warum die Kunden bei der SV-Unternehmensgruppe auch eine Vielzahl standardisierter Produkte erwerben, in die sie auch über jede beliebige Bank oder Sparkasse investieren könnten.

Kundenzielgruppen sind denen einer Privatbank vergleichbar

Der SV-Unternehmensgruppe konzentriert sich mit ihrer Angebotspalette auf vermögende Kunden. Die Kundenstruktur ist durchaus mit denen einer Privatbank vergleichbar. Bei den natürlichen Personen ist der typische Kunde zumeist zwischen 55 und 60 Jahre alt und als Unternehmer tätig bzw. nach seinem Rückzug aus der früheren unternehmerischen Tätigkeit nunmehr Privatier.

Bei den Privatkunden liegt das Einstiegsvolumen im Bereich der Vermögensverwaltung bei einer Million Euro und darüber. Im Bereich der institutionellen Anleger liegt das Einstiegsvolumen für die Vermögensverwaltung bei 5 Mio. Euro. Neben Privatpersonen zählen eine ganze Reihe von Stiftungen, Unternehmen, Vereine, Sportler und Politiker zu den Kunden der SV-Gruppe. Derzeit verwaltet SV in den Bereichen Vermögensverwaltung und -betreuung rund 1,1 Mrd. Euro. Davon werden nach Angaben des Unternehmens rund drei Viertel im Bereich Vermögensverwaltung, rund ein Viertel im Bereich Vermögensbetreuung geführt.

Die Kundenzahl der SV beläuft sich aktuell auf rund 750 Personen und Institutionen. Angesichts der dem Bankwesen vergleichbaren Verschwiegenheitspflichten hinsichtlich der Identität der einzelnen Kunden können diese ohne ihre Zustimmung nicht namentlich genannt werden. Bekannt ist jedoch, dass unter anderem die fränkische Unternehmerfamilie Schickedanz (früher Besitzer der Quelle-Gruppe) zu den Kunden und Anteilseignern der SV-Unternehmensgruppe zählt.

Neben den eigenen Vermögensverwaltungsaktivitäten der SV ist der Unternehmensgründer und Vorstandsvorsitzende Peter M. Zimmermann auch an der Züricher G&S Asset Management GmbH beteiligt. Diese Gesellschaft verwaltet Anlegergelder im Volumen von 1,4 Mrd. Schweizer Franken. Nach derzeitiger Planung sollen die Anteile an der G&S auf die SV-Gruppe übergehen.

Börsengang eröffnet interessantes Potential für die Zukunft

Insbesondere im Bereich der institutionellen Anleger besteht noch erhebliches geschäftliches Potential für die REALTOS AG. Derzeit wird die Akquise weiterer Mandate dadurch eingeschränkt, dass eine Vielzahl von institutionellen Anlegern laut ihren Statuten ihre Gelder nur bei börsennotierten Dienstleistern und Kreditinstituten verwalten lassen dürfen. Hintergrund dieser Auflage ist der Wunsch der Institutionellen nach einer größtmöglichen Transparenz bei ihren Geschäftspartnern, wie sie optimalerweise von börsennotierten Unternehmen erfüllt wird.

Dieser Anforderung will die SV-Unternehmensgruppe künftig gerecht werden und plant daher nach dem Going Public durch Einbringung in die bereits im Freiverkehr gelistete REALTOS AG in einem weiteren Schritt den Wechsel in den Geregelten Markt. Nach Umsetzung dieser Maßnahme wird es der SV möglich sein, auch im sehr lukrativen Geschäft mit den professionellen Anlegern weitere Mandate zu akquirieren und damit das verwaltete Volumen sowie die daraus resultierenden Ertragspotentiale zu erweitern.

4.) Finanzen und Bewertung der SV AG

Rasantes Wachstum in den letzten Jahren soll weiter gehen

Die SV-Unternehmensgruppe zeigte in den letzten Jahren eine ausgesprochene dynamische Entwicklung. Insbesondere seit dem Geschäftsjahr 2001 waren auf der Ergebnisseite Zuwächse im oberen zweistelligen Prozentbereich zu verzeichnen, wie der nachfolgend aufgeführten Tabelle zu entnehmen ist.

Bei den Angaben handelt es sich um die erreichten bzw. erwarteten Konzernzahlen der Unternehmensgruppe. Die aktienbezogenen Angaben beziehen sich auf die die REALTOS AG nach Einbringung der Aktivitäten und entsprechender Erhöhung des Grundkapitals.

	2001	2002	2003e
Umsatz	4,9 Mio. Euro	5,6 Mio. Euro	6,7 Mio. Euro
Netto-Ergebnis	0,8 Mio. Euro	1,5 Mio. Euro	2,5 Mio. Euro
Gewinn je Aktie	0,38 Euro	0,72 Euro	1,20 Euro
KGV	100	52,8	31,7

Quelle: Unternehmensangaben bzw. Schätzung GSC Research

Im Zusammenhang mit der Einbringung der Aktivitäten der SV in die REALTOS AG wurde auf Grundlage der kurz- und mittelfristigen Planung der SV-Gruppe eine Unternehmensbewertung vorgenommen. Laut dieser Planungen wird sich das Ergebnis vor Steuern wie in den Jahren 2003 bis 2007 wie folgt entwickeln.

	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e
SV AG	2.195	2.435	2.613	3.074	3.527
SV Vertriebs GmbH	1.186	5.042	5.141	5.242	5.347
Lakeland Gruppe	10	10	10	16	21
Lakeview USA Immobilien GmbH	-434	121	121	301	481
Summe	**2.957**	**7.608**	**7.885**	**8.633**	**9.376**

Quelle: Unternehmensplanungen, alle Angaben in TEUR

Die vorliegenden Planzahlen signalisieren insbesondere ab dem Jahr 2004 eine deutliche Verlangsamung des in den letzten Jahren zum Teil sehr stürmischen Wachstums. Erwähnt sei, dass der Ergebnissprung im nächsten Jahr maßgeblich durch die Realisierung der seitens der SV Vertriebs GmbH vorbereiteten Projekte (vor allem Hotelfonds) zustande kommen wird, nachdem die erst seit Mitte 2002 operativ tätige Gesellschaft ihre Aufbauphase weitgehend abgeschlossen hat.

Hintergrund dieser Plandaten ist die erklärte Strategie des Unternehmens, in den kommenden Jahren das jetzt erreichte Geschäftsvolumen zu konsolidieren und auf einen moderaten, aber dennoch stetigen Wachstumspfad zurückzukehren. Das in den kommenden Jahren erwartete Wachstum wird sich nach Erwartung der Verwaltung vornehmlich durch die Akquise neuer Kundengruppen realisieren lassen, die für die SV-Gruppe erst nach erfolgter Börsennotiz und Wechsel in den geregelten Markt erschließbar werden.

Bei Erreichen der Planung moderate Bewertung der REALTOS-Aktie

Unter der bewusst vorsichtigen Prämisse, dass die Steuerquote der SV-Gruppe künftig im Bereich von 35 Prozent liegt (2003 ca. 15 Prozent), die Aktienzahl sich nicht durch Kapitalmaßnahmen verändert und weder Übernahmen erfolgen noch Gewinne von Minderheitsbeteiligungen wie z.B. G&S einbezogen werden, ergeben sich die folgenden aktienbezogenen Kennzahlen für die kommenden Jahre:

	2004e	2005e	2006e	2003e
Netto-Ergebnis	4,9 Mio. Euro	5,1 Mio. Euro	6,5 Mio. Euro	7,0 Mio. Euro
Gewinn je Aktie	2,37 Euro	2,46 Euro	2,69 Euro	2,92 Euro
KGV	16,0	15,4	14,1	13,0

Quelle: Schätzung GSC Research

Angesichts möglicher positiver Impulse aus der Gewinnung neuer Kunden (Stichwort: Börsennotiz), zusätzlichen Erträgen aus neuen Projekten und der geplanten Einbringung des 12-prozentigen Anteils an der G&S Asset Management, die in den ersten neun Monaten 2003 einen Netto-Gewinn von 10,2 Mio. Schweizer Franken erwirtschaftete (bei Einbringung entspräche dies für REALTOS anteilig ca. 1 Mio. Euro) halten wir die genannten Zahlen für realistisch.

Kaum börsennotierte Vergleichsunternehmen zu finden

Bis auf einen sehr geringen Prozentsatz ist der weitüberwiegende Teil der rund 400 in Deutschland tätigen unabhängigen Vermögensverwalter und Vermögensberater nicht an der Börse notiert.

Die Suche nach geeigneten und mit der neuen REALTOS AG vergleichbaren Unternehmen auf dem Kurszettel deutscher Börsen gestaltet sich daher nicht einfach. Ansatzweise vergleichbar sind lediglich die beiden im Geregelten Markt notierten Unternehmen **PEH Wertpapier AG** aus Oberursel und die **Value Management & Research AG** (kurz: VMR) mit Sitz in Schwalbach im Taunus.

PEH Wertpapier AG: Erfolgreicher Asset Manager mit geringem Free-Float

Die in Oberursel ansässige PEH Wertpapier AG ist bislang der einzige börsennotierte Vermögensverwalter in Deutschland. Im Geschäftsjahr 2002 konnte das verwaltete Vermögen trotz der sehr schwierigen Rahmenbedingungen an den internationalen Kapitalmärkten auf 750 Mio. Euro gesteigert werden. Daneben hat sich PEH auch als erfolgreicher Initiator einiger Publikumsfonds etabliert.

Im laufenden Geschäftsjahr plant PEH ein gegenüber dem durch Sonderaufwendungen belasteten Jahr 2002 deutlich verbessertes Ergebnis. Nach neun Monaten hat PEH ein Ergebnis von 0,85 Mio. Euro bzw. 0,51 Euro je Aktie erwirtschaftet. Dies wäre bei linearer Hochrechnung aufs Gesamtjahr beim Kurs von 17,50 Euro ein KGV von 34, wobei das vierte Quartal erfahrungsgemäß das stärkste ist.

VMR: Nach Restrukturierung nun wieder ein reiner Asset-Manager

Die Value-Management & Research AG (VMR) hat sich im Geschäftsjahr 2002 komplett aus dem früher ebenfalls betriebenen Corporate Finance Geschäft zurück gezogen und konzentriert sich seither ausschließlich auf das Asset Management. Die VMR Fund Management S.A. fungiert als Kapitalanlagegesellschaft für die VMR Fonds, Interinvest betreut die vermögenden Privatkunden und die European Fund Services S.A. ist für Fonds-Dienstleistungen zuständig. Nach eigenen Angaben lag das verwaltete Volumen per Ende 2002 bei 612 Mio. Euro.

Im ersten Halbjahr diesen Jahres erzielte VMR ein Nachsteuerergebnis von 147 TEUR. Linear hochgerechnet auf das Gesamtjahr bedeutet dies einen Wert von rund 300 TEUR, was einem Gewinn von 0,03 Euro je Aktie entspräche. Beim aktuellen Aktienkurs von 1,70 Euro würde dies ein KGV von 57 bedeuten.

Finanzvertriebe nur sehr bedingt vergleichbar

Mit einer zumindest in Teilbereichen ähnlichen Dienstleistungspalette sind auch Finanzvertriebe wie **MLP**, **AWD** oder **tecis** am Markt präsent. Bei diesen Unternehmen steht aber die Vermittlung von Finanzprodukten gegen Erzielung von Provisionen im Vordergrund, eine Vermögensberatung bzw. -verwaltung im eigentlichen Sinne, wie von SV geboten, findet man dort als Kunde jedoch nicht.

Insoweit eignen sich die genannten Marktteilnehmer lediglich, um ein gewisses Gefühl für die vom Markt zugebilligten KGV's im Segment der Vermittlung von Drittprodukten zu entwickeln. Auf Basis vorliegender Konsensus-Schätzungen beträgt das 2003er-KGV derzeit bei **MLP** auf Basis des Kurses von 15,50 Euro etwa 42, bei **AWD** einschließlich der im Herbst 2002 übernommenen tecis AG liegt das 2003er-KGV auf Basis eines Kurses von 27,50 Euro bei rund 29.

Ähnlich eingeschränkt sind die Vergleichsmöglichkeiten mit anderen Initiatoren von geschlossenen Fonds. Auch dieser Markt wird im Schwerpunkt von nicht eigenständig am Kapitalmarkt notierten Tochtergesellschaften großer Banken oder anderer Gesellschaften wie z.B. NordCapital und anderen dominiert.

Auch von den Fondsinitiatoren ist nur eine Handvoll an der Börse zu finden

Die einzigen auf dem deutschen Kurszettel zu findenden Unternehmen dieses Segmentes sind derzeit die **Münchmeyer Petersen Capital AG** (kurz: MPC), **Albis Leasing AG** sowie die **Oceanica AG**. Neben der als sehr übersichtlich zu bezeichnenden Anzahl von potentiellen Peer-Group-Kandidaten wird der Vergleich durch den noch vergleichsweise jungen Stand der Aktivitäten der SV auf diesem Gebiet erschwert. Insofern sind die hier genannten Kennzahlen lediglich als Indikation für eine mögliche künftige Vergleichsgruppe zu verstehen.

Die in Hamburg ansässige MPC ist einer der führenden Initiatoren von geschlossenen Fondskonzepten auf dem deutschen Markt. Schwerpunkte der Aktivitäten bilden dabei Immobilienfonds, Schiffsbeteiligungen, Lebensversicherungsfonds, Private Equity Fonds sowie Vermögensstruktur- und Investmentfonds. Im Jahr 2002 konnte MPC geschlossene Beteiligungsmodelle mit einem Volumen von 9 Mrd. Euro am Markt platzieren, für 2003 ist eine weitere Steigerung vorgesehen. Auf der Ergebnisseite plant MPC einen Gewinn von 2,36 Euro je Aktie. Beim Kurs von 24,95 Euro ist die MPC-Aktie mit einem 2003er-KGV von 11 bewertet.

Der Schwerpunkt der ebenfalls in Hamburg beheimateten **Albis Leasing AG** und ihrer Tochter- sowie Konzerngesellschaften, unter anderem die NL Nord Lease AG und die ALPHA Leasing GmbH, sind Fonds zum Leasing von Mobilien und Immobilien. Am Markt tritt Albis Leasing in diesem Bereich in der Hauptsache mit der Tochtergesellschaft **Rothmann & Cie. AG** auf und platzierte 2002 in der Unternehmensgruppe Fonds im Gesamtvolumen von rund 9 Mrd. Euro. Damit ist Rothmann & Cie. die klare Nummer 1 unter den Initiatoren von Leasingfonds in Deutschland und belegt insgesamt den sechsten Platz in der Gesamtbranche.

Für das laufende Geschäftsjahr erwarten die Hamburger ein Platzierungsvolumen auf Vorjahresniveau Das Konzernergebnis erreichte 2002 einen Wert von 2,7 Mio. Euro oder 0,18 Euro je Aktie. Bei einem aktuellen Aktienkurs von 1,45 Euro entspricht dies einem 2002er-KGV von 8. Für 2003 hat die Gesellschaft auf der diesjährigen Hauptversammlung eine moderate Verbesserung in Aussicht gestellt. Bei der Bewertung der Albis Leasing AG sind der geringe Streubesitz und die sehr dünnen Börsenumsätze zu beachten.

Spezialisiert auf den Bereich Containerschiffe ist die zur NordCapital-Gruppe gehörende **Oceanica AG**. Zwar ist die Oceanica nicht mit Fondsinitiatoren wie MPC vergleichbar. Aufgrund der sehr zurückhaltenden Informationspolitik des Unternehmens wird die Aktie trotzdem in Nebenwerte-Kreisen des Öfteren in dieses Segment eingeordnet, weshalb wir an dieser Stelle kurz auf die Gesellschaft eingehen möchten.

Das aus der früheren Patrizierbräu GmbH & Co. KGaA – übrigens wie bei REALTOS ebenfalls durch eine Manteltranksaktion – hervorgegangene Unternehmen beteiligt sich mit Anteilen von unter 10 Prozent als stille Gesellschafterin und Kommanditistin an Kommanditgesellschaften, die ihrerseits Eigentümer von in der Regel einem Containerschiff sind (sogenannte „Ein-Schiff-Gesellschaften“).

Derzeit ist die Oceanica AG an 33 Schiffsgesellschaften beteiligt. Da das betriebene Geschäft am ehesten als Verwaltung eigenen Vermögens in Fonds zu charakterisieren ist, ist ein Heranziehen der Finanzkennzahlen der Oceanica AG für einen Vergleich mit REALTOS nicht sinnvoll möglich.

5.) Fazit

Fairer Start lässt Gutes für die Zukunft hoffen

Die anlässlich der außerordentlichen Hauptversammlung am 30. Dezember 2003 vorgesehene Einbringung der Aktien der Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs AG in den Börsenmantel der praktisch vermögenslosen REALTOS AG im Wege einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen ist aus Sicht der freien Aktionäre zu begrüßen, zumal damit ein sehr interessantes und vielversprechendes Unternehmen den Kapitalmarkt betritt. Hervorzuheben sind insbesondere die ausgesprochen fairen Konditionen der geplanten Transaktion.

Diese Fairness zeigt sich darin, dass bei der Unternehmenswertermittlung zur Festlegung des Einbringungsverhältnisses der SV-Aktien in die REALTOS AG bei letzterer der gewichtete Börsenkurs zugrunde gelegt wurde, womit die Streubesitzaktionäre deutlich besser gestellt werden als bei einem Substanz-orientierten Bewertungsmodell. Die gewählte Verfahrensweise lässt erhoffen, dass das Management der SV auch künftig großen Wert auf Transparenz gegenüber dem Markt legt und auf einen fairen Umgang mit den freien Aktionären setzt.

Positiv aus Sicht der Anleger ist die Absicht zu werten, einen Wechsel in den Geregelten Markt und damit eine Börsennotierung im rechtlichen Sinne anzustreben. Hiervon dürfte nicht nur der Aktionär in Form einer erhöhten Transparenz, sondern auch das Unternehmen selbst durch die Öffnung neuer Perspektiven, insbesondere im Bereich der institutionellen Kunden, erheblich profitieren.

Hohe Abhängigkeit von Schlüsselpersonen

Als wesentliches Risiko für künftige Entwicklung der SV-Gruppe sehen wir in der hohen Abhängigkeit von einzelnen Schlüsselpersonen begründet. Allen voran ist hier der Gründer, Hauptaktionär und Vorstandsvorsitzende Peter M. Zimmermann zu nennen. Wenngleich Herr Zimmermann nicht beabsichtigt, aus dem Unternehmen auszuscheiden, sind Szenarien denkbar, bei denen er zeitweise oder dauerhaft an einer weiteren Ausübung seiner Tätigkeit gehindert wird.

In diesem Fall muss der Anleger damit rechnen, dass dies nicht ohne Auswirkungen auf den weiteren Verlauf der Unternehmensentwicklung bleiben wird. Ein vollständiger Ersatz der Unternehmerpersönlichkeit Zimmermann wird für die SV in der heutigen Struktur aus unserer Sicht nicht möglich sein. Das vorhandene Team dürfte jedoch in der Lage sein, den zeitweisen oder dauerhaften Ausfall in Teilen zu kompensieren.

Generell ist zu beachten, dass die SV-Gruppe mit einem Team von derzeit nur 21 Personen auf eine kleine, hochqualifizierte Mannschaft setzt. Nachteil dieser Struktur ist naturgemäß, dass der Verlust jeder einzelnen Person sich empfindlich auswirken kann – gerade weil es sich beim Thema Vermögensverwaltung und -beratung um ein stark personenbezogenes Geschäft handelt. In der Vergangenheit musste SV keine überraschenden Ausfälle von wichtigen Personen durch Unfall, Krankheit oder Wechsel zur Konkurrenz verzeichnen.

Geringer Streubesitz könnte sich belastend auswirken

Nach der geplanten Einbringung der SV Unternehmensgruppe in die REALTOS AG wird sich der Streubesitzanteil von derzeit 14,4 Prozent auf 8,7 Prozent reduzieren. Der Anleger muss sich daher darauf einstellen, dass es bei größeren Kauf- oder Verkaufsorders aufgrund der Marktenge zu heftigen Kursausschlägen kommen kann oder die Order nicht in der gewünschten Form aus-geführt werden kann. Aus diesem Grund sollte der interessierte Investor in jedem Fall ausschließlich mit streng limitierten Aufträgen am Markt agieren.

Mittel- bis langfristig könnte sich die Situation durch eine Kapitalmaßnahme und eine damit verbundene Erhöhung des Streubesitzes verändern. Konkrete Pläne hierzu existieren nach Unternehmensangabe derzeit aber noch nicht. Lediglich der für den Wechsel in den Geregelten Markt erforderliche Mindeststreubesitz muss gegebenenfalls sichergestellt werden.

Mit den Altaktionären der SV AG bestehen keine Halteverpflichtungen für die Aktien aus der REALTOS-Kapitalerhöhung. Der Vorstand ist aufgrund von mündlichen Zusicherungen jedoch davon überzeugt, dass es trotzdem nicht zu einem Verkaufsdruck kommen wird.

Selbst nach dem steilen Anstieg langfristig noch deutliches Kurspotential

Die Planungen der Gesellschaft lassen in den kommenden Jahren eine spürbare Dynamik auf der Ergebnisseite erkennen, die sich entsprechend in der Bewertung durch den Kapitalmarkt niederschlagen wird. Bei einem geplanten Ergebnis vor Steuern von 7,6 Mio. Euro im Konzern in 2004 und knapp 7,9 Mio. Euro in 2005 ist die Aktie trotz eines Kursanstieges um fast 700 Prozent in den letzten 12 Monaten mit einer Marktkapitalisierung von aktuell 79 Mio. Euro nicht überbewertet.

Auf Basis unserer oben genannten Prämissen beträgt das 2003er-KGV etwa 29 und wird im nächsten Jahr auf etwa 13 sinken. Ein Eintreffen der Prognosen und eine aktive Kommunikation mit dem Kapitalmarkt vorausgesetzt, sind für die REALTOS-Aktie in den kommenden 12 bis 18 Monaten neue Höchstkurse möglich. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass die REALTOS-Aktie bislang nahezu unbekannt ist und zur entstehenden Firma derzeit kaum Material vorhanden ist.

Die unterjährigen Veröffentlichungen der REALTOS AG und insbesondere der erstmalige Konzern-Jahresabschluss der SV-Gruppe für 2003 sollten vor diesem Hintergrund zeitnah verfolgt und die eigenen Dispositionen darauf abgestimmt werden. Bei möglichen Dispositionen sollten Anleger außerdem den relativ geringen Streubesitz und das daraus resultierende sehr übersichtliche Handelsvolumen an der Börse berücksichtigen. Das Limitieren eventueller Orders ist aus diesem Grund unerlässlich.

Quellenverzeichnis

Geschäftsberichte der REALTOS AG (vormals Sauter Holding AG) aus den Jahren 2001 und 2002

HV-Berichte der REALTOS AG von GSC Research aus 2000, 2002 und 2003

HV-Berichte der Albis Leasing AG, AWD AG, MLP AG, MPC AG, Oceanica AG, PEH Wertpapier AG und VMR AG von GSC Research aus 2002 und 2003

Jahresabschlüsse der SV-Unternehmensgruppe aus den Jahren 2000 bis 2002

Internetseite der SV-Gruppe (www.sv-ag.com)

Verband unabhängiger Vermögensverwalter e.V. (www.vuv.de)

Andere Internetseiten: www.albis-leasing.de, www.awd.de, www.mpc-ag.de, www.peh.de und www.vmr.de

Kontaktadresse

REALTOS Grund- und Beteiligungs AG
Gräbenen 17
88085 Langenargen

Email: cb.jaeger@t-online.de

bzw.

Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs AG
Höhenweg 12
82541 Ammerland

Internet: www.sv-ag.com

Ansprechpartnerin Investor Relations:

Antonia Perkovic

Tel.: 08177 / 929 - 210
Fax: 08177 / 929 - 290
Email: ap@sv-ag.com

Haftungsausschluss

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Die Studie ist teilweise eine subjektive Betrachtung bzw. Einschätzung des Autors und beruht auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für Fehler jeglicher Art kann dennoch keine Haftung übernommen werden. Zahlen, Daten und Fakten stammen großteils aus Unternehmensangaben. Der interessierte Anleger ist nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren, bevor er eine Anlageentscheidung trifft. Die genutzten Quellen sind im obigen Quellenverzeichnis angeführt.