

# REALTOS AG



## Umfassende Stellungnahme zum Kurssturz und den kursierenden Gerüchten

---

Am 30. Dezember 2003 veröffentlichte GSC Research anlässlich der am selben Tag stattfindenden außerordentlichen Hauptversammlung der REALTOS AG eine umfassende Studie über die Gesellschaft. Auf dieser HV wurde beschlossen, die Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs-AG („SV-Gruppe“) per Sacheinlage in den vermögenslosen Börsenmantel einzubringen. Das Grundkapital soll dadurch von 1.254.810 auf 2.085.637 Euro, eingeteilt in ebenso viele Aktien erhöht werden.

**Börsenkurs 09.03.2004**  
6,35 Euro

**WKN**  
720580

Bereits zwei Wochen zuvor – ganz genau: am 16.12.2003 – wurde die REALTOS-Aktie im inhaltlich von GSC Research verantworteten monatlichen Börsenbrief NEBENWERTE INSIDER („NWI“) vorgestellt, wobei empfohlen wurde, lediglich eine kleine Position als spekulative Beimischung einzugehen. Sowohl im Rahmen der Studie als auch im NWI-Artikel wurde deutlich auf die Marktmenge der Aktie hingewiesen. Zum Zeitpunkt der Empfehlung im NWI notierte die Aktie bei 35 Euro, bei Veröffentlichung der Studie lag der Kurs bei 38,50 Euro.

**Börsenkürzel**  
SVA

**Börsensegment**  
Freiverkehr Stuttgart,  
München und Berlin

Aufgrund diverser Gerüchte, die über die SV-Gruppe und REALTOS im Markt kursierten, begannen wir bereits im Januar mit der Überprüfung einiger von der Gesellschaft bzw. seitens des Managements genannter Fakten. Nach dem heftigen Kurseinbruch am 13.02.2004 – dem Tag der Veröffentlichung eines Artikels über REALTOS in der Süddeutschen Zeitung – beschlossen wir, sämtliche Details der Anlagestory nochmals von Grund auf zu überprüfen.

**Marktkapitalisierung**  
7,955 Mio. Euro vor  
bzw. 13,244 Mio. Euro  
nach erfolgter Sacheinlage

Mit diesem Update legen wir die Ergebnisse unserer Recherchen offen, um mehr Klarheit in die derzeit von Gerüchten beherrschte Diskussion um die REALTOS zu bringen.

**Aktienzahl**  
1.254.810 Stückaktien  
vor bzw. 2.085.637 nach  
erfolgter Sacheinlage

### Was und wie wurde überprüft

Im Rahmen der Informationssuche forderten wir zum einen umfangreiche Unterlagen von der Gesellschaft an, zum anderen sprachen wir mit zahlreichen Geschäftspartnern, Journalisten und Institutionen, die in Kontakt mit der SV-Gruppe standen oder stehen. Bei den Informanten möchten wir uns an dieser Stelle herzlich bedanken. Wir bitten um Verständnis dafür, dass wir diese nicht im Einzelnen namentlich nennen können.

**Aktionärsstruktur**  
unklar, siehe Text

Vorrangiges Ziel unserer Überprüfung war die Suche nach Fakten zu den folgenden Kernpunkten: die tatsächliche wirtschaftliche Bedeutung der SV-Gruppe, deren aktuelle wirtschaftliche Situation und Liquiditätslage, die Plausibilität der Prognosezahlen für 2003 und die folgenden Jahre, der Stand in Sachen Einbringung der SV-Gruppe in die REALTOS, die Hintergründe des starken Kursverfalls sowie die Einschätzung der Person des Vorstandsvorsitzenden Peter M. Zimmermann.

**Herausgeber:**  
[www.gsc-research.de](http://www.gsc-research.de)

**Autor:**  
Matthias Schrade

Auf diese Themenbereiche gehen wir im Folgenden ausführlich ein, bevor wir zum Schluss eine Überprüfung unseres Fazits aus der Studie bzw. dem NWI-Artikel vornehmen.

**Kontakt:**  
[info@gsc-research.de](mailto:info@gsc-research.de)

## **Überprüfung der Vorstandsangaben zum Geschäftsumfang nur eingeschränkt möglich**



Nach Angaben des Vorstands im persönlichen Gespräch verfügt die SV-Gruppe über 1,1 Milliarden Euro an „Assets under Management“, die auf 750 Personen und Institutionen entfallen und von denen rund drei Viertel im Bereich Vermögensverwaltung und ein Viertel im Bereich Vermögensbetreuung geführt werden. Zudem ist der Vorstandsvorsitzende Peter M. Zimmermann an der Züricher G&S beteiligt, die nach eigenen Angaben 1,4 Milliarden Schweizer Franken an Anlegergeldern verwaltet.

Zur Überprüfung dieser Summen baten wir um die Übermittlung eines Banktestats bzw. des entsprechenden Auszugs aus dem Wirtschaftsprüferbericht. Ferner erfragten wir die Aufgliederung der Summe in Aktien, Anleihen, offene und geschlossene Fonds und auf welchen Teil dieses Volumens laufende Gebühren entfallen. Eine Antwort auf diese Fragen unterblieb leider auch auf wiederholte Nachfrage. Wörtlich erklärte Herr Zimmermann per Email am 4.3.: „In Absprache mit allen (!) Banken und auch auf deren ausdrücklichen Wunsch hin wird Ihnen kein Banktestat übermittelt.“

Eine faktische Überprüfung dieser Angaben war uns auch über andere Kanäle nicht möglich. So lässt sich auch den beim BaFin vorliegenden Unterlagen nicht entnehmen, welcher Geschäftsumfang hier vorliegt. Fest steht lediglich, dass SV über die entsprechende Zulassung verfügt. Meldungen über im Auftrag von Kunden durchgeführte Transaktionen existieren nicht. Dies wäre allerdings auch nur dann der Fall, wenn Geschäfte im Namen der SV und nicht über die depotführende Bank des Kunden abgewickelt würden, wie dies in der Portfolioverwaltung üblich ist.

### **Ist die Höhe des verwalteten Volumens „reine Definitionssache“?**

Mehrere von uns befragte aktuelle oder ehemalige Geschäftspartner glauben nicht, dass die SV-Gruppe Anlegergelder in dieser Höhe unter Management hat – zumindest nicht in Aktien, Anleihen oder anderen liquiden Anlageformen. Hingegen äußerten sie die Vermutung, dass die von der SV genannten „Assets under Management“ auch die Beträge umfassen, die über SV in geschlossene Fonds investiert wurden.

Hintergrund einer solchen Betrachtungsweise könnte sein, dass diese Gelder in der Zukunft wieder „zurück kommen“ und somit im Einflusskreis der SV verbleiben. Einige andere Anbieter definieren ihr Volumen ebenso. Bei dieser Betrachtung ist zu berücksichtigen, dass auf solcherart definiertes verwaltetes Vermögen im Regelfall keine laufende Verwaltungs- oder Betreuungsgebühr vereinnahmt werden kann, sondern lediglich beim Verkauf eine einmalige Vertriebsprovision anfällt.

Eine abschließende Beurteilung, wie hoch die „Assets under Management“ bei der SV sind und wie sich diese aufgliedern, können wir derzeit nicht treffen. Was die genannte Summe von 1,1 Milliarden Euro angeht, müssen Investoren daher auf die Aussage des Vorstands vertrauen. Gleiches gilt für die Angaben zur G&S Asset Management GmbH.

### **Vertriebsaktivitäten: Quantität unklar, Qualität gut**

Nach Angaben des Vorstands im persönlichen Gespräch erreichte die SV-Gruppe im Jahr 2003 ein Platzierungsvolumen von 75 bis 100 Mio. Euro bzw. plante zum Zeitpunkt der Erstellung unserer Studie dies zu erreichen. Im laufenden Jahr 2004 sollen mehrere neue eigene Projekte platziert werden, darunter ein Golfhotel in Kitzbühel, ein 5-Sterne-Hotel auf Rügen und ein Biathlon-Hotel in Ruhpolding.

Die von uns befragten Geschäftspartner halten die Angaben der SV hinsichtlich der vertriebenen Fonds in den letzten Jahren größtenteils für realistisch. Konkrete Zahlen konnten sie uns als Außenstehende aber (naturgemäß) nicht nennen. Mehrfach wurde dem Vorstand bescheinigt, im Vertrieb und hier insbesondere im Kundengespräch sehr gut zu sein. Auch sah ein Informant als Vision für die SV die Möglichkeit, über diese als Plattform auch andere Finanz-Produkte zu vertreiben.



Zwar wollte uns die SV aus Datenschutzgründen keine Kundenadressen weiter geben bzw. einige von ihnen um eine Kontaktaufnahme mit GSC bitten. Dennoch gelang es uns, Kunden zu finden, die sich mit über die SV gekauften Finanz-Produkten zufrieden zeigten und insbesondere die Vorab-Aussiebung zweifelhafter Angebote positiv hervor hoben. Einer der Befragten erklärte uns, er rechne es dem Vorstand hoch an, dass er einen bestimmten dubiosen Fonds nicht vertrieben habe, mit dem Nicht-SV-Kunden viel Geld verloren und dessen Drahtzieher jetzt im Gefängnis sitzt.

Einige Probleme gibt es jedoch bei der Erste Mediendachfonds AG (EMDF). Einem Bericht der FondsZeitung zufolge hat sich die SV im April 2003 vom Media Team München als Partner getrennt, dann den Alleinvertrieb übernommen, schließlich die EMDF aufgekauft und danach alle Mitarbeiter entlassen. Seitdem ist laut FondsZeitung von dem Fonds nichts mehr zu hören – Emails und Anrufe an die angegebene Emailadresse bzw. Telefonnummer landeten bis vor kurzem im Nirvana.

Besserung ist allerdings in Sicht: Am 8. März 2004 wurde Peter M. Zimmermann zum Vorstand der EMDF bestellt. Auch ein neuer Manager für den Fonds ist nach seinen Angaben bereits gefunden. Nach Einschätzung des Chefredakteurs der FondsZeitung müssen sich die Anleger nach neuesten Informationen entgegen den im Artikel geäußerten Befürchtungen um den Verbleib ihrer rund zwei Millionen Euro Kapital daher zunächst keine ernsthaften Sorgen machen; entscheidend wird seiner Ansicht nach vielmehr die Entwicklung der Investments in die Ziel-fonds sein.

### **Noch keine vorläufigen Zahlen für 2003 verfügbar**

Ob das angepeilte Platzierungsvolumen von 75 bis 100 Mio. Euro in 2003 erreicht wurde, können wir mangels Antwort auf unsere entsprechende Frage an den Vorstand nicht beurteilen. Auch liegen uns die erbetenen Belege für die Höhe des Platzierungsvolumens in den Vorjahren nicht vor. Was die genannten Zahlen angeht, müssen Investoren daher auch hier auf die Aussage des Vorstands vertrauen.

Auch zur derzeitigen finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Lage der SV liegen uns keine offiziellen Informationen vor. Allerdings erklärte der Vorstand im Interview mit der Zeitschrift MeinGeld am 03.03.2004, das Ergebnis für das Jahr 2003 werde „definitiv über dem des Vorjahres“ liegen. Für 2002 hatte die SV einen Nettogewinn von 1,5 Mio. Euro ausgewiesen.

Vorläufige Zahlen für 2003 bzw. eine Bekräftigung der zuletzt genannten Ziele wurden uns auch auf Anfrage bislang nicht genannt. Die Fertigstellung des Jahresabschlusses wird – nicht zuletzt aufgrund der komplexen Firmenstruktur – nach Angaben der Unternehmenssprecherin sicherlich nicht binnen weniger Wochen möglich sein. Eine Beurteilung der aktuellen Finanz- und Liquiditätslage der SV-Gruppe ist uns daher momentan nicht möglich.

### **Rundschreiben offenbart massive interne Probleme**

Allerdings ist einem GSC von Dritten zugeleiteten, an alle Geschäftspartner gerichteten Schreiben vom 12. Februar 2004 zu entnehmen, dass „in der jüngsten Vergangenheit [...] Geschäftsabläufe nicht mit der Qualität bearbeitet worden [sind],

wie Sie es von uns gewohnt sind. Um die Dinge beim Namen zu nennen: Ihre Ansprechpartner waren nicht erreichbar oder Sie warten gar auf noch nicht ausbezahlte Provisionen.“



Als Konsequenz sei dem Geschäftsführer gekündigt und auch ein ihm zur Seite stehender Berater von allen Aufgaben entbunden worden. Zwar betont die Starnberger 5-Seen-Land Vermögensbetreuungs AG im selben Schreiben, sie stehe für alle berechtigten Forderungen ihrer Tochter ein. Derzeit scheint die Muttergesellschaft jedoch nicht über ausreichende Liquidität zur termingerechten Bedienung der eigenen Verpflichtungen zu verfügen, wie Informationen aus mehreren Quellen vermuten lassen.

Laut Vorstand Zimmermann wurde ein Provisionseingang wegen eines Zahlendrehers auf einem der Fondskonten der Erste Mediendachfonds AG gebucht, über das nur deren Vorstand zusammen mit dem Mittelverwendungskontrolleur verfügen könne. Da der Vorstandsposten – wie gerade geschehen – erst besetzt werden musste und die Bank nicht bereit war, die Falschbuchung einfach so rückgängig zu machen, sei es zu Verzögerungen bei der Bedienung von Verbindlichkeiten gekommen.

Unsere Frage danach, ob die Liquidität der SV-Gruppe insgesamt als angespannt zu bezeichnen ist, wurde bislang nicht beantwortet. Auch für die angebliche Fehlbuchung liegen uns keinerlei Belege vor, weshalb wir uns ausschließlich auf Aussagen des Vorstands stützen können. Insgesamt ist eine abschließende Beurteilung der aktuellen wirtschaftlichen Lage der SV derzeit nicht möglich. Die vorliegenden Indizien lassen jedoch gravierende interne Probleme befürchten.

### Erreichbarkeit der Planzahlen ist in Frage zu stellen

Zum Zeitpunkt der Erstellung unserer Studie wurden vom Vorstand folgende Planzahlen bezüglich der erwarteten Vorsteuergewinne in 2003 bis 2007 genannt, die auch im Gutachten zur Sacheinlage enthalten sind (Angaben in TEUR, sofern nicht anders angegeben):

	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e
Ergebnis vor Steuern	2.957	7.608	7.885	8.633	9.376
Netto-Ergebnis *)	2.513	4.945	5.125	5.611	6.094
Gewinn je Aktie **)	1,20 €	2,37 €	2,46 €	2,69 €	2,92 €

\*) *abgeleitet auf Basis einer Steuerquote von 15 Prozent für 2003 und jeweils 35 Prozent in den Folgejahren*

\*\*\*) *als-ob-Zahlen bezogen auf die Aktienzahl nach einer planmäßigen Eintragung der Sachkapitalerhöhung*

Ob diese Planzahlen weiterhin Bestand haben, wollte uns der Vorstand auf explizite Nachfrage nicht bestätigen. Einzig die schon erwähnte Interview-Aussage, das Ergebnis für das Jahr 2003 werde „definitiv über dem des Vorjahres“ liegen und auch 2004 rechne man mit „einer klaren Steigerung“ ist hierzu als zumindest teilweise Bestätigung zu sehen. Für 2002 hatte die SV einen Nettogewinn von 1,5 Mio. Euro ausgewiesen.

Inwiefern aus den Aktivitäten der beiden gefeuerten Mitarbeiter in der Tochter SV Vertriebs GmbH ein finanzieller Schaden entstand, der im Jahresergebnis 2003 oder im laufenden Jahr negative Spuren hinterlässt, können wir von außen nicht einschätzen. Ausgerechnet diese Tochter sollte jedoch gemäß der früheren Planung in 2004 einen Ergebnissprung schaffen und volle 5 Mio. Euro Vorsteuerergebnis – rund zwei Drittel des Gruppengewinns – beisteuern. Aufgrund der offenkundigen großen Probleme bei dieser Tochterfirma halten wir die Planzahlen daher aktuell nicht für erreichbar.

### **Bewertung der Aktie muss derzeit „ausgewürfelt“ werden**

Angesichts der dünnen Informationsbasis selbst bezogen auf das Jahr 2003 und der Weigerung des Vorstands, die zuletzt genannten Planzahlen zu bekräftigen, gehen wir zunächst vom IST-Status aus. Als letzte geprüfte Zahl wurde ein 2002er-Ergebnis von 1,5 Mio. Euro erreicht, was bezogen auf die nach Durchführung der Sacheinlage resultierende Aktienzahl von 2.085.637 Stück einen Gewinn von 0,72 Euro je Aktie bedeutet. Daraus ergäbe sich ein KGV von aktuell 7,4.

Unterstellt man, dass das geplante Ergebnis für 2003 tatsächlich erreicht wurde und im laufenden Jahr trotz der erwähnten Negativ-Effekte fortgeschrieben werden kann, so entspräche dies einem Gewinn von 2,5 Mio. Euro bzw. 1,20 Euro je Aktie. Sollten sich diese Zahlen manifestieren lassen, so wäre angesichts der negativen Stimmung um REALTOS und der fragwürdigen Wachstumsaussichten ein KGV von 8 bis 10 als angemessen zu betrachten. Rein fundamental betrachtet würde dies zunächst Kurse im niedrigen zweistelligen Bereich rechtfertigen.

### **Nicht zu vernachlässigendes Restrisiko: Sacheinlage noch nicht abgeschlossen**

Allerdings ist zuvor noch ein Risiko-Faktor zu berücksichtigen, den wir bislang lediglich für eine reine Formalie hielten: Die Sacheinlage der SV-Gruppe in die REALTOS ist noch nicht im Handelsregister eingetragen. Daher verbleibt hier ein Restrisiko – kommt es wider Erwarten nicht zur Einbringung, so sind die Aktionäre an einer leeren Hülle beteiligt, die dennoch einen Börsenwert von immerhin rund 7 Mio. Euro aufweist. Aussagen der Gesellschaft zufolge wird der Vollzug derzeit betrieben und eine Eintragung vor dem 31. August 2004 erwartet.

Nach unseren Recherchen wurden die HV-Beschlüsse seitens der Gesellschaft planmäßig angemeldet. Nach der aufgrund der Sitzverlegung nötigen Weiterleitung der Unterlagen nach München wurde der Eingang vom dortigen Amtsgericht am 19. Februar 2004 registriert und ein Kostenbescheid an die Gesellschaft übersandt. Nach Aussage des Amtsgerichts ist deren Eintragung nach Geldeingang binnen sieben Werktagen möglich, sofern die Unterlagen vollständig vorliegen. Letzteres war zumindest vor wenigen Tagen jedoch noch nicht der Fall.

Wie uns der Aufsichtsratsvorsitzende erklärte, wird die Sacheinlage erst angemeldet, wenn REALTOS die neue Münchner HRB-Nummer erhalten hat; dies dürfte in den nächsten Wochen der Fall sein. Diese Vorgehensweise hat sich seiner langjährigen Erfahrung zufolge bewährt. Möglicherweise kann der Vorstand diese Zeit aber auch noch gut gebrauchen. Denn wie uns von anderer Seite zugetragen wurde, fehlt bislang die Zustimmung der NORISFONTA zur Einbringung ihrer Anteile an der SV. Entgegen früheren Aussagen des Vorstands uns gegenüber ist der 25-prozentige SV-Altaktionär anscheinend nicht mit der deutlichen Verwässerung einverstanden, die ihm durch die Sacheinlage entstehen würde.

Ob hier ein einvernehmlicher Interessensausgleich gefunden werden kann – etwa durch Abgabe von Aktien des Vorstands zum Ausgleich der Verwässerung – oder die Transaktion ganz abgebrochen werden muss, können wir derzeit nicht beurteilen. Betont werden muss, dass uns zu diesem Punkt bislang lediglich verschiedene Indizien vorliegen, die auf eine solche Situation hindeuten. Seitens Herrn Zimmermann wurde uns am 4. März zugesagt, uns umgehend aussagefähige Unterlagen hierzu zu übersenden, die wir bislang jedoch noch nicht erhalten haben. Sofern bzw. sobald die Zustimmung aller Aktionäre vorliegt, könnte dieses Restrisiko binnen weniger Wochen ausgeschaltet werden.

### **Personenabhängigkeit hat sich weiter verschärft**

Die schon erwähnte jüngst erfolgte Trennung von Mitarbeitern – genauer gesagt: dem Geschäftsführer derjenigen Tochter der Firmengruppe, die zwei Drittel des diesjährigen Plangewinns erzielen soll, sowie dessen Berater – verschärft das von



uns in der Studie herausgestellte Problem der Abhängigkeit von wenigen Schlüsselpersonen weiter. Einem Bericht der FondsZeitung zufolge wurden sämtliche Geschäftsführer der SV-Tochterfirmen entlassen.



Allein verantwortlich ist daher heute der Gründer, Vorstandsvorsitzende und Hauptaktionär Peter M. Zimmermann. Nach uns vorliegenden, von Firmenseite nicht explizit bestätigten Informationen verfügt die SV derzeit lediglich über rund zehn Mitarbeiter. Mit mehreren Ex-Mitarbeitern sollen derzeit Rechtsstreitigkeiten wegen nicht gezahlter Gehälter bzw. nach erfolgter fristloser Kündigung anhängig sein. Zwei Fälle wurden laut FondsZeitung erfolgreich abgewendet, mehrere weitere jedoch noch im Gange.

### **Gehen Peter M. Zimmermann eines Tages die (Geschäfts-)Freunde aus?**

Unabhängig von den genauen Trennungsgründen im Einzelfall stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage nach den Qualitäten des Vorstands in puncto Personalführung. Etliche von uns befragte SV-Aktionäre und Geschäftspartner sprechen übereinstimmend von einem „hohen Verschleiß an Mitarbeitern“. Insbesondere die Teamfähigkeit des Vorstands wurden von der Mehrzahl unserer Gesprächspartner in Frage gestellt - dazu hieß es in einem Fall wörtlich: „Zimmermann ist und bleibt eine One-Man-Show“.

Positiv vermerkten dagegen die meisten unserer Gesprächspartner den hohen Einsatz für sein Unternehmen – Zitat: „Der geht bis an die Grenze zur Selbstaufgabe, um seine Ziele zu erreichen“. Dass Herr Zimmermann mit einer nicht unerheblichen Zahl an Mitarbeitern, Geschäftspartnern und Aktionären im Streit auseinander ging, spricht allerdings nicht für eine im Geschäftsleben zumindest wünschenswerte, wenn nicht gar unabdingbare gute Menschenkenntnis – selbst wenn Herr Zimmermann in allen Fällen im Recht sein sollte, hatte er den betreffenden Personen immerhin zuvor ja vertraut.

Noch ein Indiz für diesen Schwachpunkt: seitens Herrn Zimmermann als Referenzen benannte Geschäftspartner äußerten sich keineswegs – wie bei einer Referenzliste eigentlich zu erwarten – durchweg positiv, sondern tätigten auch Aussagen wie „der hat seine Ziele in der Vergangenheit nie eingehalten“ bis hin zu „ich habe überhaupt nichts für den übrig“. Immerhin bezeichneten selbst Urheber negativer Meinungen den SV-Gründer als „ehrliche Haut“ und konnten sich nicht vorstellen, dass er sich illegal bereichern würde.

Das Einzelpersonenrisiko ist bei mittelständischen Unternehmen im allgemeinen und Finanzvertrieben bzw. Vermögensverwaltern im Besonderen („it's a people's business“) nichts Ungewöhnliches. In der sich derzeit heraus kristallisierenden Extremform bei der SV-Gruppe halten wir die Abhängigkeit vom Firmengründer jedoch für mehr als bedenklich, zumal wenn dieser auch bei Geschäftspartnern und Referenzen nicht durchgängig positiv eingeschätzt wird. Eine börsennotierte Firma mit dem öffentlich geäußerten Anspruch, langfristig in den SDAX hineinzuwachsen zu wollen, sollte diesen Schwachpunkt schleunigst beheben, um nicht dauerhaft einen Bewertungsabschlag an der Börse hinnehmen zu müssen.

### **Wilde Spekulationen um die Gründe für den Kurseinbruch der REALTOS-Aktie**

Am 13. Februar brach die REALTOS-Aktie bei enormen Börsenumsätzen um rund 80 Prozent ein. In der Folge gab der Kurs bei weiterhin extrem hohen Umsätzen weiter nach und bewegte sich zuletzt um 5 Euro. Schon im Januar war es bei geringeren Volumina zu Kurskapriolen gekommen, in deren Verlauf die Aktie zeitweise von rund 40 Euro kurzzeitig bis auf 13 Euro einbrach, um sich dann wieder auf mehr als 30 Euro zu erholen. In Online-Foren wurden in den letzten Wochen zahlreiche Vermutungen geäußert, was hinter dem Kurseinbruch genau steht.

SV-Vorstand Zimmermann macht für den ersten Teil der Kursturbulenzen den derzeit in Untersuchungshaft sitzenden Michael Gastauer verantwortlich. Herr Gastauer ist Geschäftsführer der G&S Asset Management GmbH, an der Herr Zimmermann privat mit 12 Prozent beteiligt ist. Nach seinen Angaben verkaufte dieser verbotenerweise treuhänderisch durch G&S gehaltene REALTOS-Aktien über die Börse und an externe Investoren.



Der Übertrag der Aktien an G&S erfolgte nach Angaben von Herrn Zimmermann im MeinGeld-Interview zum Erhalt einer Lombardlinie für die Firma. Im vierten Quartal 2003 sei ein Gesellschafterwechsel erfolgt. Der zugrunde liegende Kaufvertrag, unter der Einbeziehung der REALTOS-Aktien, sei seitens G&S jedoch in zwei wesentlichen Punkten nicht erfüllt worden, weshalb das wirtschaftliche Eigentum an den übertragenen Aktien bei Herrn Zimmermann verblieben sei. Auch weitere aus dem Kaufvertrag resultierende Verträge seien nicht umgesetzt worden.

### **Verkaufsangebot von REALTOS-Aktien mit Put-Option lässt Fragen offen**

Um was es bei der treuhänderisch gehaltenen Position bzw. den offenbar damit verbundenen Verträgen eigentlich geht, wurde uns bisher nicht klar. Auch die weiteren Aussagen hinsichtlich der offenbar in die Thematik involvierten G&S-Gesellschafter Dieter Behring (57% Anteil) und Wolfram W. Klingler (Baklin Finanz AG, 15% Anteil) erhellen den Sachverhalt nicht wirklich. Nach Aussage von Herrn Zimmermann plant er, sowohl die G&S als auch die Herren Klingler und Behring auf Erfüllung des Kaufvertrages zu verklagen.

Außenstehende Beobachter äußerten uns gegenüber die Vermutung, es könne sich bei der Transaktion um einen Verkauf von REALTOS-Aktien zu 30 Euro mit einer Put-Option zu 34 Euro nach sechs Monaten handeln, wobei letztere binnen des siebten Monats ausgeübt werden muss. In einem GSC Research vorliegenden, von einer Wertpapierhandelsbank an potentielle Investoren übersandten Entwurf für einen Kauf- und Übertragungsvertrag wird ein eben solches Angebot seitens der PMZ Beteiligungs GmbH unterbreitet. Die Aktien bleiben gemäß dem uns vorliegenden Vertragsentwurf gesperrt.

Auf die Beweggründe für dieses Angebot angesprochen, erklärte uns Herr Zimmermann, dies diene der Beschaffung von Liquidität für weitere Akquisitionen. Die einer Verzinsung von 13,33 Prozent für sechs Monate entsprechende Put-Option begründete er damit, dass ein Käufer der Aktien damit nicht schlechter fahren solle, als wenn er sein Geld der SV im Rahmen der Vermögensverwaltung anvertraut habe.

### **Beeinflussen private Probleme des Vorstands den Kursverlauf?**

Verschiedenen gewöhnlich gut informierten Marktteilnehmern zufolge kommt der Verkaufsdruck in der Aktie zumindest teilweise durch private Liquiditätsnöte von Peter M. Zimmermann zustande. Hierfür wurden insbesondere die oben genannten Kaufverträge und die darin enthaltene Put-Option mit deutlichem Kursaufschlag als Indiz gewertet. Unlogisch erschien ihnen ferner, dass Herr Zimmermann nicht einfach die zu Tiefstpreisen auf den Markt geworfenen REALTOS-Aktien aufkauft, was bei gesunden privaten Finanzen problemlos möglich sein müsste.

Zur Entkräftung dieses Verdachts von uns erbetene Auskünfte hinsichtlich seiner persönlichen Vermögenslage – idealerweise per SCHUFA-Auskunft – wollte Herr Zimmermann nicht erteilen, da diese Fragen „völlig über jedes zu akzeptierende Maß hinaus“ gingen. Wir haben für die Haltung hinsichtlich der zugegebenermaßen sehr intimen Frage nach den privaten Vermögensverhältnisse durchaus Verständnis. Allerdings lässt sich so auch nicht klären, ob die im Markt kursierenden, von Unterlagen wie dem Kaufvertrag mit Put-Option bestärkten Gerüchten priva-

ter Finanzprobleme tatsächlich jeder Grundlage entbehren. Immerhin war nach unseren Recherchen mindestens eine namhafte Bank vor kurzem noch bereit, ihm einen Kredit in 7-stelliger Höhe zu geben.



Auf die Frage danach, ob ein Teil seiner REALTOS-Aktien als Sicherheit für private Kredite hinterlegt und daher von einer Verwertung bedroht bzw. diese bereits vollzogen sein könnte, betonte Herr Zimmermann uns gegenüber, dass es keine Banken gebe, bei denen er REALTOS-Aktie als Sicherheit hinterlegt habe und diese verwertet wurden. Was eventuelle private Käufe an der Börse angeht, so sei das ob und wann seine eigene Entscheidung. Auch wies Herr Zimmermann darauf hin, dass er noch Ansprüche auf die Lieferung von Anteilen seitens G&S sowie Herrn Homm habe.

### **Verfehlte Strategie in Sachen Krisenkommunikation**

Einen entscheidenden Grund dafür, dass sich die Aktie von ihren Tiefs bislang nicht nachhaltig erholen konnte, sehen wir in der unzureichenden Krisenkommunikation. Unserer Überzeugung nach ist es nicht zielführend, auf die gegen SV bzw. REALTOS ohne Belege erhobenen Vorwürfe in gleicher Weise zu antworten – unabhängig davon, ob die eigenen Behauptungen inhaltlich zutreffen oder nicht.

Vielmehr lassen die im Interview mit der Zeitschrift MeinGeld erhobenen schweren Vorwürfe gegen Fondsmanager Florian Homm (Kursmanipulation, Betrug eigener Anleger) und die SZ-Journalisten Nickl und Loipfinger (unlautere Beweggründe, Dummheit) befürchten, dass auf Herrn Zimmermann weitere Klagen – etwa wegen Verleumdung – zukommen könnten. Auch halten wir es für schlechten Stil, in der Öffentlichkeit Äußerungen wie „drittklassige Journalisten“, „Pseudo-Strukki“ und ähnliche zu tätigen. Wer sich selbst im Recht fühlt, sollte nach unserer Meinung mit Fakten argumentieren und nicht zusätzliches Öl ins Feuer gießen.

Ebenfalls für unpassend halten wir das von Herrn Zimmermann genannte Kursziel von 50 bis 70 Euro binnen weniger als einem Jahr für die eigene Aktie. Auf seriöse Investoren wirken solche Aussagen eher abschreckend, zumal wenn sie ohne fundamentale Begründung à la „auf Basis eines KGV von 20“ abgegeben werden. Eine Zurückgewinnung des Vertrauens an der Börse ist unserer Ansicht nach nur durch die Vorlage von positiven Fakten hinsichtlich der offenen Fragen zum operativen Geschäft möglich – und damit die auch von Kunden geforderte höhere Transparenz herzustellen, die den Vorstand seinen Aussagen im Gespräch mit GSC zufolge zum Gang an die Börse bewegte.

Gerade vor diesem Hintergrund ist uns die Nicht-Beantwortung unserer Fragen bzw. die Verweigerung einer Zusendung von Belegen hinsichtlich der Höhe des verwalteten Vermögens, des Platzierungsvolumens in den letzten Jahren und die Unklarheit um die Aktionärsstruktur sowie die unzureichenden Auskünfte zur aktuellen Lage bei der SV unbegreiflich. Zumindest die durch den Börsengang erhoffte positive Auswirkung auf das operative Geschäft und die Gewinnung neuer Kundenkreise kann nach dem PR-Supergau der letzten Wochen wohl begraben werden.

### **Widersprüchliche Aussagen um die Rolle von Florian Homm**

Nicht eindeutig klar ist die Entwicklung des direkt oder indirekt von Herr Homm gehaltenen Anteils an SV bzw. REALTOS. Während uns im Rahmen der Studiererstellung von Herrn Zimmermann je 6 Prozent Anteil an beiden Unternehmen genannt wurden, erklärte Herr Homm uns Mitte Februar telefonisch, er habe per 31.12.2003 keine Anteile an der SV gehalten. Zu seinen börslichen Positionen wolle er sich nicht äußern.



Seiner Stellungnahme gegenüber MeinGeld zufolge hielt sowohl der von ihm betreute ARE Fonds wie auch die von ihm beratene LOYR-Stiftung und er selbst bis vor kurzem REALTOS-Aktien, sei jedoch heute nicht mehr beteiligt. Bereits seit mehreren Monaten habe der ARE Fonds Teilabschreibungen auf die Position vorgenommen, da er mit seinem Team die Aktie für überbewertet hielt. Aufgrund ausgelöster Stopp-loss-Signale am 13. Februar seien in der Folge sämtliche REALTOS-Aktien aus diesen Depots verkauft worden.



Ergänzend fügte Herr Homm hinzu, dass diese Verkäufe nur ein Viertel der damals gehandelten Papiere betrafen. Seiner Ansicht nach haben andere Anleger „ähnlich professionell wie mein Team und ich gehandelt [...], indem sie ihre Verluste bei Vorliegen von negativen News begrenzten“. Den Vorwurf der Kursmanipulation wies er als absolut unbegründet zurück und erklärte, dass seine Anwälte rechtliche Schritte gegen Herrn Zimmermann prüften. Im Übrigen habe der ARE Fonds einen positiven Saldo aus dem REALTOS-Engagement erzielt.

### **Eine Hypothese zur Entwicklung der Aktionärsstruktur bei REALTOS und SV**

Ausweislich Pressemeldungen der SV-Gruppe hielt Peter M. Zimmermann zum Zeitpunkt der Sacheinlage mittelbar 85,59 Prozent der REALTOS-Aktien. Im Interview mit MeinGeld benannte er die eigene Aktienzahl mit 765.000 Stück und erklärte, er habe am 13. Februar und den Tagen danach keine Aktien verkauft bzw. für Wertpapierleihen zur Verfügung gestellt. Bereits zuvor hatten wir auf Anfrage an Herrn Zimmermann per Email und Fax diverse Bank- bzw. Treuhänderbestätigungen über insgesamt 697.002 Aktien erhalten.

Diese Zahlen entsprechen einem Anteil von 60,97 bzw. 55,55 Prozent, woraus sich eine deutliche Differenz zu den zuvor stets genannten 85,59 Prozent ergibt, die einer Aktienzahl von rund 1.074.000 Stück entspricht. Auf unsere diesbezügliche Bitte um Kommentierung der Differenz zwischen den damaligen rund 1.074.000 und heutigen 765.000 Stück erklärte Herr Zimmermann, die Unterschied liege zwischen „mittelbar“ und „unmittelbar“. Die letztere Zahl entspreche seinem persönlichen Anteil; die Aktien lägen auf Depots, die auf seinen Namen lauten.

Unsere Nachfrage mit der Bitte um Nennung des früheren unmittelbaren bzw. dem heutigen mittelbaren Anteil beantwortete Herr Zimmermann dahingehend, dass die per 31.12.2003 bzw. zum Zeitpunkt der Studiererstellung durch die GSC Research GmbH kommunizierte Anteilshöhe (85,59%) durch folgende Personen/Institutionen gehalten wurden:

- a) PMZ (treuhänderisch für die PMZ Beteiligungs GmbH)
- b) S&C Treuhand- und Beteiligungs GmbH (treuhänderisch für die PMZ Beteiligungs GmbH)
- c) G&S Asset Management GmbH (treuhänderisch für die PMZ Beteiligungs GmbH)
- d) Florian Homm / ARE Fonds / LOYR-Stiftung.

Zwar wurden die jeweils zuzurechnenden Anteile nicht explizit genannt. Allerdings lässt sich auf Basis der an anderen Stellen getroffenen Aussagen vermuten, dass die Gesamtposition von rund 1,073 Mio. Stück sich etwa wie folgt aufteilt: ca. 765.000 Stück PMP Beteiligungs GmbH, ca. 170.000 Stück G&S Asset Management GmbH, ca. 137.000 Stück Florian Homm / ARE Fonds / LOYR-Stiftung.

Dies würde unsere bereits seit kurz nach dem Kurseinbruch am 13. Februar bestehende, jedoch nicht belegbare Vermutung plausibel erscheinen lassen, dass Herr Homm seine nicht börsenfähigen SV-Aktien gegen REALTOS-Aktien tauschen konnte – vielleicht mit dem Argument, er brauche aus bewertungstechnischen Gründen zum Bilanzstichtag börsenfähige Papiere und Herr Zimmermann bekomme diese Anteile ja ohnehin durch die Sacheinlage wieder zurück. Sofern

unsere Mutmaßung zutrifft, wofür wir jedoch über keinerlei Belege oder Bestätigungen seitens der Herren Zimmermann oder Homm verfügen, würde dies etliche offene Fragen in Sachen Aktionärsstruktur beantworten.



Immerhin passt diese Hypothese zu den von Herrn Homm uns gegenüber getätigten Aussagen hinsichtlich seiner Beteiligung an SV und dem Anteil am Handelsvolumen in den ersten Tagen nach dem SZ-Artikel, wie auch zu uns von einem Dritten übermittelten Aussagen hinsichtlich des Umfangs seiner Verkaufsaktivitäten in diesem Zeitraum und den Äußerungen seitens Herrn Zimmermann. Schließlich halten auch verschiedene von uns dazu befragte Geschäftspartner es für möglich, dass Herr Zimmermann sich auf ein solches Geschäft mit dem ausgefuchsten Börsenprofi Homm einlassen würde.

Auf Nachfrage hierzu erklärte uns Herr Zimmermann hierzu telefonisch, dass er die SV-Anteile von Herrn Homm bzw. der LOYR-Stiftung tatsächlich zurück gekauft habe, und zwar in bar. Dies war jedoch Teil einer komplexeren Transaktion, die zum Teil noch nicht abgeschlossen sei. Vollständig klar ist uns die Aktionärsstruktur und deren Entwicklung jedoch trotz dieser Erläuterung noch nicht.

### **Der bisher letzte Akt: offener Schlagabtausch mit Florian Homm**

In Erwiderung auf die oben genannte Stellungnahme veröffentlichte die SV am Folgetag (5. März) eine Pressemeldung via ots, in der unter anderem die Interview-Aussagen hinsichtlich des den Fonds-Anteilseigner zugefügten Schadens dahingehend korrigiert wurde, als es hieß, diese würden durch „die offensichtlich vorgenommenen massiven Kursmanipulationen um einen großen Teil ihrer bis dahin erreichten Rendite gebracht und dies in vorsätzlicher Art und Weise“.

Ferner wies die Meldung darauf hin, dass zwei Wochen zuvor beim ähnlich drastischen Kurseinbruch auf 13 Euro erstaunlicherweise keine Stopp-Loss-Signale ausgelöst wurden. Zudem lägen der SV zwischenzeitlich Depotauszüge weiterer größerer Aktionäre mit einem Anteil von fast 90 Prozent des damaligen Streubesitz vor, die ihre Aktien unverändert hielten. Auch hätten keine schlechten Neuigkeiten vorgelegen, sondern „lediglich ein schlecht recherchierter Artikel der SZ-Autoren Loipfinger/Nickl“. Auch diese Erklärung trägt nach unserer Meinung nicht dazu bei, die Wogen zu glätten. Vielmehr befürchten wir, dass damit erst recht weiterer (juristischer) Ärger provoziert wird.

Neben dem beim Lesen entstehenden Eindruck, dass die Pressemeldung nicht in Ruhe ausformuliert, sondern als Schnellschuss herausgegeben wurde, empfinden wir die folgende Aussage bezüglich der Abschreibungen auf REALTOS als bezeichnend für die unprofessionelle Informationspolitik: „[...] wäre es äußerst hilfreich, das Testat eines externen, unabhängigen Steuerberaters/Wirtschaftsprüfers zu erhalten. Vor allem wäre es wichtig zu erfahren, in welcher Höhe und für welches Jahr diese angeblichen Abschreibungen vorgenommen worden sind.“

Während von Dritten also Wirtschaftsprüfer-Nachweise für deren Aussagen gefordert werden, verweigert das Unternehmen selbst die Übermittlung unsererseits mehrfach erbetener Belege ähnlicher Art hinsichtlich der eigenen Angaben zum verwalteten Vermögen, des Platzierungsvolumens und dem Stand der Sacheinlage. Auf diese Weise wird es kaum möglich sein, das verlorene Vertrauen zurück zu gewinnen.

## Fazit

Derzeit sind zahlreiche Fragen offen, die ein Investment für fundamental orientierte Langfristanleger zu riskant erscheinen lassen. Auf aktueller Informationsbasis stellt ein Kauf von REALTOS-Aktien eine hochspekulative Anlage dar, die sich zum überwiegenden Teil auf das Vertrauen auf die Aussagen von Peter M. Zimmermann stützen muss. Hinzu kommt derzeit noch das Restrisiko der nicht endgültig abgeschlossenen Sacheinlage.



Leider war es uns mangels konkreter Belege auch mit intensiven Recherchen nicht möglich, die kursierenden Marktgerüchte um die SV-Gruppe zu entkräften. Die Verweigerung von Auskünften seitens des Vorstands mit dem in den vergangenen Wochen zu Tage getretenen Bild in puncto Mitarbeiterführung, Teamfähigkeit und Menschenkenntnis sowie der öffentlichen Vorwürfe gegen die Herren Homm, Loipfinger/Nickl, Gastauer und andere, jeweils ohne konkrete Belege dafür vorzulegen, macht es selbst wohlmeinenden Marktteilnehmern kaum möglich, neues Vertrauen zu fassen.

Die weitere Entwicklung der REALTOS-Aktie wird unserer Einschätzung nach solange von Zockern bestimmt werden, wie die Gerüchte nicht vollständig vom Tisch sind. Erforderlich sind dazu insbesondere die folgenden Punkte:

- 1.) Nachweis, dass alle SV-Altaktionäre der Einbringung zugestimmt haben und diese planmäßig vollzogen werden kann
- 2.) Nachweis des verwalteten Vermögens mittels Bank- oder Wirtschaftsprüferattest und Erläuterung der Aufteilung nach Aktien, Anleihen, offenen und geschlossenen Fonds
- 3.) Nachweis des Platzierungsvolumens, beispielsweise mittels Bescheinigungen seitens der jeweiligen Produktpartner
- 4.) Dezierte Aufklärung über die Entwicklung der mittelbaren und unmittelbaren Beteiligung von Peter M. Zimmermann an der REALTOS AG
- 5.) Vorlage von vorläufigen Zahlen für das Jahr 2003, schnellstmöglich gefolgt von einem geprüften Konzern-Jahresabschluss

Wünschenswert wären darüber hinaus Auskünfte über die Situation bei der G&S, eine zumindest grobe Information über die private Vermögenslage und konkretere Auskünfte darüber, wie das Ergebnis im laufenden Jahr zustande kommen soll.

Ferner halten wir es für eine langfristig erfolgreiche Entwicklung der Aktie essentiell, intensive Überlegungen hinsichtlich der künftigen Organisation der SV sowie die künftige Aufgabenverteilung innerhalb der Firma anzustellen. Nur wenn es gelingt, internen Problemen wie derzeit erkennbar sinnvoll vorzubeugen und diese künftig weitestgehend zu vermeiden, werden Krisensituationen wie die aktuelle nicht wieder vorkommen.

Vorläufig wird die REALTOS-Aktie ein Spielball der Zocker bleiben und extrem sensibel auf alle Nachrichten, neuen Gerüchte oder Medienberichte reagieren. Spekulative Anleger, die bereits investiert sind, sollten in Abhängigkeit von ihrer Risikoneigung im Rahmen gelegentlicher technischer Gegenbewegungen aussteigen oder abwarten, ob sich die Informationslage doch noch verbessert. Für konservative Anleger ist und bleibt die REALTOS-Aktie weiter ungeeignet.

## Offener Brief an alle Leser



Liebe Leser,

nicht versäumen möchten wir im Rahmen dieses Updates, Sie auch direkt anzusprechen.

Es ist Ihr gutes Recht als Leser, unsere Arbeit kritisch zu hinterfragen. Keine Branche lebt so sehr vom Vertrauen wie der Kapitalmarkt, und um das Ihre zu erhalten, haben wir die vergangenen Jahren hart gearbeitet. Daher gestatten Sie uns, Ihnen an dieser Stelle einige Hintergründe dieses Vorfalles zu erläutern, der in der 5-jährigen Historie von GSC einmalig ist und den wir entsprechend ernst nehmen.

### Wie die Zahlen in der Studie vom 30. Dezember 2003 zustande kamen

Unsere im Auftrag des Unternehmens angefertigte Studie vom 29. Dezember 2003 wurde maßgeblich auf Basis von Informationen seitens des SV-Vorstands Peter M. Zimmermann erstellt, wie dies angesichts des frühen Unternehmensstadiums in solchen und ähnlichen Situationen unumgänglich ist. Die Aussagen erschienen damals durchweg plausibel; Widersprüche in den damals vorliegenden Unterlagen konnten wir nicht entdecken. Der Vorstand hinterließ in zahlreichen Gesprächen stets einen offenen und ehrlichen Eindruck, so dass wir an der Glaubwürdigkeit seiner Aussagen keine Zweifel hegten.

Auch die Firmenplanungen für die Zukunft waren angesichts der dynamischen Ergebnisentwicklung der Vorjahre – trotz schwierigem Branchenumfeld – in unseren Augen schlüssig. Die Prognose einer deutlichen Gewinnsteigerung in 2003 wurde zudem durch die positive Kapitalmarktentwicklung und die guten Zwischenergebnisse börsennotierter Finanzdienstleister gestützt. Die weitere Steigerung im laufenden Jahr schien ebenfalls erreichbar, da mögliche positive Effekte aus Akquisitionen oder der Einbringung des G&S-Anteils in der vom Vorstand genannten Gewinnreihe nicht berücksichtigt und uns mehrere konkrete neue Projekte genannt wurden, die dem Ergebnisschub zugrunde lagen.

Eigene Prognosen nahmen wir im Rahmen der Studie nicht vor, sondern verwiesen ausdrücklich auf die Planung der Gesellschaft. Überdies nahmen wir trotz der Unternehmenserwartung einer weiterhin bei etwa 15 Prozent liegenden Steuerquote aus Vorsichtsgründen eine Quote von 35 Prozent an und fügten damit ein zusätzliches Sicherheitspolster von knapp 30 Prozent in die Netto-Ergebnisse ab 2004 ein. Die daraus resultierenden Zahlen erachteten wir auf Basis des damaligen Informationsstandes als realistisch.

### Begründung des Fazits in der Studie sowie der Empfehlung im NWI

Aus diesen Zahlen sowie den vom Vorstand erteilten Hintergrundinformationen resultierte unsere Aussage, dass die Aktie – ein Eintreffen der Prognosen und eine aktive Kommunikation mit dem Kapitalmarkt vorausgesetzt – binnen 12 bis 18 Monaten neue Höchstkurse erreichen kann. Zudem verwiesen wir darauf, dass kaum Material zum Unternehmen vorhanden und der geringere Streubesitz der Aktie sowie daraus resultierende Risiken zu beachten sind.

Da uns die Planungen plausibel und der Vorstand sowohl vertrauenswürdig als auch zielstrebig erschien, planten wir bereits vor Erteilung des Auftrags zur Erstellung der Firmenstudie die Vorstellung der REALTOS im von uns verantworteten monatlichen Börsenbrief NEBENWERTE INSIDER. Ein großer Teil des darin enthaltenen mehr als 2-seitigen Artikels erläuterte die Hintergründe und den Ablauf einer Börsenmanteltransaktion.

Als Resümee gaben wir die Einschätzung ab, dass bei Erreichen der Planzahlen weiteres Kurspotenzial besteht und empfahlen, eine kleine Position als Depotbeimischung zu kaufen. Auch hier verwiesen wir auf den geringen Streubesitz und daraus resultierende Risiken (*Anmerkung: Als zusätzliche Hintergrundinformation wiesen wir die NWI-Leser nach Erscheinen der Studie per Email auf diese hin und auch darauf, dass die Studie im Auftrag des Unternehmens erstellt wurde*).



### **Unsere Konsequenzen aus dem Fall REALTOS**

Eine ganze Reihe von uns befragter Analysten, Investoren und Medienvertreter – durchweg Kenner der Nebenwerteszene – bezeichneten die Studie auch nach von uns geforderter kritischer Lektüre als objektiv, informativ und keineswegs zu positiv formuliert. Andere Marktteilnehmer dagegen erklärten, dass sie die Aussagen in puncto Planzahlen und Bewertung der Aktie für zu unkritisch erachteten, auch wenn die zentralen Aussagen unserer Studie vom 30. Dezember 2003 bzw. der Empfehlung im NWI im Grunde noch heute Bestand haben.

Als Konsequenz des objektiv-kritischen Feedback dieser rund 20 Personen werden wir auf ähnlicher Informationsgrundlage zu erstellende künftige Studien im Kern identisch formulieren, die möglichen Risiken jedoch wesentlich stärker betonen und vom Vorstand getätigte Aussagen noch stärker mit konkreten Unterlagen belegen lassen, als dies ohnehin bereits bisher der Fall war. Zusätzliches Kriterium für eine Besprechung im NWI wird für den Fall künftiger Berichte über Mantelspekulationen sein, dass aktuellere Zahlen als im Fall von REALTOS vorliegen und auch auf Basis dieser IST-Zahlen ein Abschlag zum „fairen Wert“ erkennbar ist.

Unabhängig von diesen Maßnahmen zur Vermeidung künftiger ähnlicher Situationen bedauern wir, dass einige Anleger nach Lektüre unserer in gutem Glauben erstellten Studie bzw. dem NWI-Bericht in die REALTOS-Aktie investiert und damit Geld verloren haben. Wir würden uns freuen, wenn Sie uns die Gelegenheit geben zu beweisen, dass wir Ihr Vertrauen dennoch weiterhin verdienen, und hoffen, mit dieser umfassenden Stellungnahme dazu einen ersten Schritt unternommen zu haben.

Über die weiteren Entwicklungen in dieser Angelegenheit werden wir auch künftig berichten. Für Rückfragen dazu stehen wir Ihnen selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'M. Schrade', written in a cursive style.

Matthias Schrade  
- Geschäftsführer -  
GSC Research GmbH

## Kontaktadresse

REALTOS Grund- und Beteiligungs AG  
Gräben 17  
88085 Langenargen

Email: [cb.jaeger@t-online.de](mailto:cb.jaeger@t-online.de)

bzw.

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

Internet: [www.sv-ag.com](http://www.sv-ag.com)

## Ansprechpartnerin Investor Relations:

Antonia Perkovic

Tel.: 08177 / 929 - 210

Fax: 08177 / 929 - 290

Email: [ap@sv-ag.com](mailto: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.