

---

## **Aurelius Equity Opportunities SE & Co. KGaA**

Kauf 800 Aktien / Kurs 11,80 €

Newsletter vom 27.07.2023

---

### **Liebe Investoren,**

eine KGaA ins SdK-Realdepot, wie passt das zusammen? Und vor allem auch in einer prekären Sondersituation?

Sicherlich ist dieser neue Zukauf sehr erklärungsbedürftig und wenn etwas sehr erklärungsbedürftig ist, dann ist es wahrlich kein Investment für jedermann. So lässt sich an dieser Stelle der sonst immer erst am Ende des Newsletters erscheinende Disclaimer ausnahmsweise mal direkt nach vorne schieben:

„Und wie immer ganz wichtig: Jegliche Ausführungen stellen keine Anlageberatung dar. Bitte immer selbst umfassend anhand unterschiedlicher Quellen prüfen und sich eine eigene Meinung bilden.“

### **Ein großes McKinsey-Netzwerk**

Aurelius wurde am 20. März 2006 von Dr. Dirk Markus in München gegründet. Die zuvor wohl prägendste Zeit für Markus waren von 1996 bis 1999 seine vier Jahre als Unternehmensberater bei McKinsey. Alles was danach kam – und damit auch Aurelius – fußt darauf.

Zunächst gründet Markus 1999 gemeinsam mit den zwei ehemaligen McKinsey-Beratern Harald Fett und Sebastian Wieser die Mercateo AG. Nach Verkauf an E.ON schließt sich Markus mit dem ehemaligen McKinsey-Mann und berüchtigten "Firmenjäger" Peter Löw zusammen, der bereits seit 1992 das Private-Equity-Geschäft zu seiner Profession macht.

Gemeinsam mit dem Starnberger Investor Steven Wilkinson (22 %) bringt Löw (61 %) im Jahr 2002 die in einem Insolvenzverfahren steckende Aktiengesellschaft Bad Salzschlirf unter seine Fuchtel, formt diese zur Beteiligungsgesellschaft Arques Industries und heuert in diesem Zuge Markus an.

Über das umstrittene Arques-Industries-Kapitel könnte ein eigener Newsletter verfasst werden. Am bekanntesten ist die heute als Gigaset AG firmierende Gesellschaft wohl aufgrund ihres Rechtsstreits mit der Siemens AG, der unter anderem zu einer Hausdurchsuchung der Polizei in den Räumlichkeiten bei Arques Industries führte.

Doch da hatten Löw und Markus schon längst wieder die Biege gemacht. Markus war bereits 2004 ausgestiegen. Gemeinsam mit dem McKinsey-Weggefährten Gert Purkert kommt es zur Gründung von Aurelius.

### **Der frühe Erfolg wird zum späteren (Governance)-Verhängnis**

Markus und Purkert starten mit Aurelius als klassischer Turnaround-Spezialist. Meist nur für den symbolischen Euro kauft sich Aurelius in angeschlagene Unternehmen ein und schickt seine Taskforce rein, die fortan das teure neue Management darstellt und bildlich gesprochen probiert aus Dreck Gold zu machen.

Ein wesentlicher Faktor für den in den Folgejahren durchschlagenden Erfolg ist das sperrige Wort „Virtuelle Co-Investment-Unterbeteiligungen“. Kurzum: Der Taskforce-Manager nimmt zwar kein eigenes Geld in die Hand, wird aber im Falle einer wundersamen Umwandlung von Dreck in Gold mit sattem Quoten von bis zu 30 % oder gar mehr am Erfolg virtuell beteiligt.

Das Erfolgsmodell der ersten Stunde artet mit zunehmender Unternehmensgröße und damit Transaktionsvolumina zu einem massiven Governance-Problem aus. Im Jahr 2017 kommt es zu einem Boni-Exzess, der seinesgleichen sucht. Über 100 Mio. € fließen allein an das Management-Team Purkert, Albrecht, Schiefer, Seemann und – natürlich vor allem – Markus ab. In dieses Geschäftsjahr hinein ereignet sich direkt zu Beginn ein einschneidendes Ereignis.

### **Vor den Karren gespannt**

In zwei kurz hintereinanderfolgenden Short-Attacken knöpft sich der am Kapitalmarkt für seine schnell auslösenden Kursstürze bekannte Shortseller Fraser Perring Anfang 2017 das Aurelius-Management vor. In üblicher Manier werden die ohne Frage vorliegenden mannigfaltigen Governance-Mängel mit diversen Vorwürfen ausgeschlachtet und geradezu karikiert. Trotz umstrittener Art und Weise, der Finger liegt genau in der Wunde.

Das traumatisierende Ereignis wirkt bis heute, wenngleich es sich in den letzten sechs Jahren nunmehr in zwei Extremen ausprägt. Die erste Reaktion und damit sozusagen Kurz-Ära: dagegenhalten, die Stirn bieten; Aurelius als „good home“ präsentieren und die offensichtlichen Governance-Mängel zu Lappalien degradieren.

Im Jahr 2020 wird sogar eine „Governance- und Transparenzinitiative“ gestartet, mit der Matthias Täubl als neuer CEO ab 2020 gepaart mit dem Wort „Shareholder Value“ sogar noch weit ins Jahr 2022 hinein haussieren geht. Desto frappierender ist auf den ersten Blick die dazu vollständig konträre scheinende neue Ära, die nun Anfang 2023 offiziell eingeläutet wurde.

### **Nur noch ein Arm am Aurelius-Körper**

Zuvorgreifend muss eine Entwicklung thematisiert werden, die ebenfalls bereits auf die Jahre ab 2018 zurückgreift. Aurelius wurde schlichtweg zu groß, ist nicht der Punkt. Der Punkt ist: Markus und Purkert wurden (allem Anschein nach) schlichtweg zu reich.

Die immensen Dividendenzahlungen seit Gründung, die signifikanten Anteilsveräußerungen der beiden – von 2012 gemeinsam über 40 % bis 2016 gemeinsam auf 15 % hinunter – sowie allen voran die Vergütungszahlungen, von denen sogar DAX-Vorstände nur träumen können, bescherten den Gründern scheinbar ein schwieriges Luxusproblem: wohin mit dem ganzen Geld? Die Lösung: um die börsennotierte Aurelius KGaA ein weitverzweigtes Firmengeflecht und wenn man so will Family Office spinnen, eine Art versteckte und stille Eingliederung.

Als heutige Kommandist-Aktionäre hat man somit nur noch Anteil an (!) einem (!) Investmentarm des Markus-Imperiums. Während mittlerweile der eigentliche Aurelius-Körper behaglich breit diversifiziert im warmen Inneren der Grünwald-Villa ruht, hängt noch ein Arm aus dem Fenster hinaus im Wind- und Regen der Öffentlichkeit. Ganz nach dem Motto „wer a verbrochen hat, muss auch b verbrechen“ scheint der noch aus dem Fenster hängende Arm nun hineingezogen zu werden.

### **Ein Delisting mit verhängnisvollen Folgen**

Was Aurelius da Anfang des Jahres verkündete, war somit sicherlich kein Schnellschuss. Zudem war es auch kein „normales“ Delisting, sondern eines mit besonderer Dreistigkeit. Bis dato war Aurelius nämlich noch gar nie im Prime Standard, sprich organisierten Handel, sondern nur im m:access der Börse München gelistet. Dem Wort Freiverkehr wird hier lediglich der freigewählte Zusatz „qualifiziert“ anheimgegeben. Also selbst die für ein Unternehmen in der Größe von Aurelius ohnehin läppischen Publizitäts- und Transparenzvorschriften sollen nun in die Tonne bugsiert werden.

Da die Kosten auf Aurelius-Ebene natürlich vollkommen vernachlässigbar sind, kann dieser Schritt beinahe nur als Kampfansage gegen die Streubesitzaktionäre verstanden werden. Diese sollen wohl draußen im Regen hängen bleiben und nicht mit rein in die Grünwald-Residenz. Dieser Interpretation folgend, könnte es für Markus ganz gelegen gewesen sein, dass mit der Einstellung der Börsennotiz im m:access auch das XETRA-Listing beendet wird und damit einhergehend – dem nun Anfang Juli einsetzenden rapiden Kursverfall nach – auch zahlreiche Fonds sprunghaft aus der Aktie aussteigen mussten.

## **Ein ziemlich wertvoller Arm**

Das (natürlich Luxus-)Problem von Markus: der Arm, der zunehmend in sein warm behagliches Landhaus reingezogen werden soll, hat einen nicht unerheblichen Wert. Aurelius selbst beziffert den NAV zum Bilanzstichtag Ende 2022 auf 33,57 Euro je Aktie. Die Herleitung scheint anhand der Fußnoten nicht aufgehübscht worden zu sein. Bei NAV-Ansatz der Portfoliounternehmen werden beispielsweise bereits vollständig zu erwartende Transaktionskosten bei einer Veräußerung sowie sämtliche erwartete Managementvergütungen rausgerechnet, was im Falle von Aurelius bekanntermaßen keine kleinen Effekte darstellt.

Für die NAV-Stichhaltigkeit bei einem Turnaround-Spezialisten muss fortlaufend der Beweis erbracht werden, dass die Portfoliounternehmen auch werthaltig entwickelt und dann wieder veräußert werden können. Genau dies hat Aurelius nunmehr jüngst Ende April wieder einmal eindrucksvoll bewiesen. Verkauft wurde die Portfoliobeteiligung Distrelec zu einem Enterprise Value von 365 Mio. €. Abzüglich Minderheitsanteilen, Schulden, Transaktionskosten und Boni fließen Aurelius immer noch satte 200 Mio. € zu.

## **Shareholder Value (nicht ganz) an den Nagel gehängt**

Die in der Vergangenheit üppige Ausschüttungspolitik war jeher eng an die Veräußerungserfolge geknüpft. Es spricht viel dafür, dass dies auch weiterhin der Fall ist, nur ab sofort zunehmend auf eine besondere Art und Weise. Auch wenn für die kommende HV noch 50 Cent je Aktie als Dividende angekündigt sind, so sollten Aktionäre zukünftig nicht allzu sehr auf Aurelius als Dividententitel hoffen.

Zumindest der aufgestellten Kalten-Ein-Arm-Theorie zufolge, wird das neue Mittel der Wahl der Aktienrückkauf sein. Damit kann Markus seinen Anteilsbesitz charmant zu Kursen weit unter dem inneren Wert überproportional stark steigern.

Zu bemerken ist dabei auch, dass gerade eben mit klarem Bezug der Aufkündigung der Börsennotiz im m:access diese neue indirekte Ausschüttungspolitik bekräftigt wurde. So wurde gerade einmal sieben Tage nach Erstankündigung des Delisting im Januar ein neues Aktienrückkaufprogramm in Höhe von 5,5 % des Grundkapitals beschlossen und nur wenige Monate später im März bereits für die Zeit nach dem Auslaufen des jetzigen Programms ein neues in ähnlicher Größe angekündigt.

## **Die Möglichkeiten Paroli zu bieten**

Am 20. September steht die ordentliche HV bevor. Die intransparente Zusammensetzung der variablen Vergütungszahlungen, das undurchsichtige Firmengeflecht mit weitgehender Unklarheit über die Darstellung und Abwicklung von Transaktionen sowie der scheinbar einen dreistelligen Millionenbetrag an Marktkapitalisierung vernichtete Delisting-Passus, geben reichlich Stoff für viele kritische Fragen, Anträge und das scharfe Schwert einer Sonderprüfung.

Hinzukommt bei Aurelius eine besondere KGaA-Ausgestaltung. Die börsennotierte Aurelius Equity Opportunities SE & Co. KGaA hält nämlich selbst 70 % an der geschäftsführenden Komplementärin Aurelius Management SE. Die restlichen 30 % werden von Markus mittels eines seiner Investmentvehikels kontrolliert. Für die Rechtsverhältnisse, insbesondere die Ausübung des Stimmrechts auf der HV der Komplementärin, steht die Geschäftsführungs- und Vertretungsbefugnis dem von der börsennotierten KGaA-HV zu wählenden Gesellschafterausschusses zu.

Ohne aufgrund taktischer Gründe bereits vorweg zu sehr auf die Details einzugehen, zeigen sich doch im Fall Aurelius selbst im KGaA-Konstrukt Möglichkeiten der Einflussnahme.

## **Disclaimer**

Zeitnah wird noch der ausführliche Report erscheinen, welcher dann wie gewohnt über den [Analyse-Newsletter esdekar](#) bekannt gegeben wird.

Im Fall von Aurelius sind noch einmal folgende besondere Umstände anzuführen: fortan die Intransparenz des reinrassigen Freiverkehrs mit beispielsweise einer nur jährlichen Berichterstattung, der eingeschränkten Handelbarkeit der Aktie durch das Delisting, ganz wesentliche die gesamte Management-Linie entlang auftretende Mängel in der Corporate Governance, ein scheinbar klar im partikulären Interesse handelnder Großaktionär etc.

Summa summarum: Jegliche Ausführungen stellen keine Anlageberatung dar. Bitte immer selbst umfassend anhand unterschiedlicher Quellen prüfen und sich eine eigene Meinung bilden.

### **Fragen / Anmerkungen / Feedback?**

Her damit – gerne auch im direkten Austausch auf [Twitter!](#)

Beste Grüße

Paul Petzelberger  
Geschäftsführer

esdeka Research GmbH  
Hackenstr. 7b  
80331 München

Fon: +49 / 89 / 2020846-0  
Fax: +49 / 89 / 2020846-10  
E-Mail: [petzelberger@esdekar.de](mailto:petzelberger@esdekar.de)

## **Eure bei uns bisher eingegangenen Fragen:**

**Mitgliederfrage:** Wie lautet euer Kursziel beim Aurelius-Investment?

**Antwort:** Bei der Formulierung konkreter Kursziele halten wir uns zurück. Zudem ist es uns wichtig zu betonen, dass wir Sondersituationen immer bis zum Ende begleiten wollen und somit wie gewohnt auch keine schnellen Verkäufe tätigen.

Im Fall von Aurelius ist der NAV die Orientierungsmarke. Das bedeutet aber natürlich nicht, dass ein Aktienkurs = NAV wahrscheinlich ist. Bei intransparenten Freiverkehrsaktien zeigt sich oft ein Discount auf den NAV in der Range zwischen 30 bis 50 %.

Bei Aurelius wäre das ausgehend vom zuletzt gemeldeten NAV bei 33,57 € ein Aktienkurs zwischen 17 und 24 €. Darin ist aber noch nicht der jüngste erfolgreiche Verkauf von Distrelec berücksichtigt. Von einer Aufhebung der Unterbewertung kann unserer Auffassung nach erst ab einem Kurs >20 € gesprochen werden.

Aber auch dann würde es natürlich nicht heißen, dass mit dem SdK-Realdepot starr ein Verkauf getätigt wird. Durch Schaffung des Aurelius-Körpers um die börsennotierte KGaA herum, hat Markus sein Bekenntnis auch zum börsennotierten Aurelius-Arm augenscheinlich manifestiert.

Als Folge dessen scheint es naheliegend, dass Markus seinen Anteilsbesitz sukzessive direkt (Käufe) sowie indirekt (Aktienrückkäufe) steigern möchte und langfristig vielleicht sogar von einer Übernahme träumt. Anhand der allein von Aurelius-Seite an ihn abgeflossenen Hunderten von Millionen Euro könnte er sogar für eine Komplettübernahme die Mittel haben.

Die Wahrscheinlichkeit eines solchen potenziellen Endspiel-Szenarios muss fortlaufend anhand neuer Entwicklung bewertet werden und fließt natürlich mit in den Investment Case ein. Der aufgestellten Kalten-Ein-Arm-Theorie zufolge wäre es langfristig die Konsequenz.



**Mitgliederfrage:** Sollte man ein Stop-Loss-Limit setzen? Wenn ja, wo?

**Antwort:** Der Blick nach unten verbunden mit irgendwelchen Annahmen ist natürlich reines Casino. Der schnelle Abverkauf von 18 € auf ein Kursniveau zwischen 10 und 13 € war scheinbar immerhin auch bereits losgelöst von der operativen Entwicklung. Ein weiterer Verkaufsschub und Kurseinbruch auf deutlich unter 10 € kann selbstverständlich nicht ausgeschlossen werden.

Insbesondere im relativ illiquiden Freiverkehr und bei so hochvolatilen Aktien raten wir von Stopp-Loss-Limits ab. Letztlich liegt die Entscheidung hierüber aber natürlich wie auch die Kaufentscheidung an sich bei jedem Anleger.

Sollte man ohne ein Stopp-Loss-Limit nicht ruhig schlafen können, sollte man sich jedoch vielleicht auch nochmal überlegen, ob ein solches Investment überhaupt das Richtige für einen ist bzw. die Depotgewichtung eine angemessene Größe aufweist.

# Haftungsausschluss

Der Inhalt stellt eine journalistische Publikation dar. Sie dient ausschließlich Unterhaltungs- und Lernzwecken und stellt ausnahmslos zu jeder Zeit unsere persönliche Meinung und Einschätzung dar. Wir haben sorgfältig nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert, können jedoch keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte übernehmen. Zudem wird darauf verwiesen, dass ausschließlich Informationen berücksichtigt wurden, die dem Autor zum Stand der Veröffentlichung bekannt gewesen sind. Die Informationen stellen ausdrücklich keine Anlageberatung und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendwelcher Finanzprodukte dar. Weiterhin handelt es sich zu keinem Zeitpunkt um eine Anlageberatung, Rechtsberatung, Steuerberatung oder irgendeine andere fachliche Beratung. Weder die SdK noch der Autor übernehmen eine Haftung für Schäden und Verluste, die auf fehlende oder falsche Informationen oder Nutzung bzw. Nichtnutzung der dargebotenen Informationen zurückzuführen sind. Jeder Anleger wird hiermit dazu aufgefordert, sich seine eigenen Gedanken zu machen, bevor eine Investitionsentscheidung getroffen wird. Risikohinweis: Die Investition in Finanzprodukte wie Wertpapiere, Anteile und Kredite ist mit hohen Risiken bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals verbunden. Der Inhalt richtet sich ausschließlich an Einwohner der Bundesrepublik Deutschland.

**Autor.** Paul Petzelberger.

**Transparenzhinweis.** Der Autor hält 2 Aktien der Aurelius Equity Opportunities KGaA.