

„Jederzeit Portfolios überprüfen“

Beteiligungsmanager Georg Issels über seinen Anlageansatz, den Reiz von Aktiengesellschaften in Sonder-situationen, die Euro-Schuldenkrise – und warum er sich über gelegentliche Fehlbewertungen freut

Wie Berkshire Hathaway hat Scherzer & Co. sich von einem Produktionsbetrieb zu einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft gewandelt. Warum?

Vor gut zehn Jahren veräußerte die Gründerfamilie ihre Anteile der ehemaligen Porzellanmanufaktur an Investoren. Diese setzten sich zum Ziel, die damals noch nicht börsennotierte Aktiengesellschaft zu beleben. Die Umsetzung des Zieles war die Aufnahme in den Entry Standard an der Frankfurter Börse 2005.

Gibt es weitere Parallelen zur Strategie von Warren Buffett?

Berkshire Hathaway, die Investmentgesellschaft von Warren Buffett, investiert durch ihre Größe mittlerweile vorwiegend in hochkapitalisierte Unternehmen. Dadurch wird es schwierig, einen Vergleich herzustellen. Wir konzentrieren uns nämlich gerade auf Small und kleinere Mid Caps in Deutschland, die in einer Sondersituation oder Übernahme stecken oder die von Strukturmaßnahmen betroffen sind.

Fordert diese Konzentration nicht häufig ein aktivistisches Auftreten beispielsweise auf Hauptversammlungen?

Das kommt vor. Wir verstehen Aktionärsrechte als Eigentümerrechte. Dementsprechend fragen wir nach, wenn die Geschäftspolitik oder Strategie eines Unternehmens, an dem wir beteiligt sind, nicht ausreichend erläutert wird. Unser Augenmerk gilt einer transparenten und aktionärsfreundlichen Informationspolitik, die die Interessen

GEORG ISSELS

ist bei der Investmentauswahl auf Sondersituationen spezialisiert. Nach Karrierestationen im Asset-Management und Treasury setzt er heute seine Strategie als Vorstand der Beteiligungsgesellschaft **Scherzer & Co. AG** um. Dabei unterstützt ihn Hans-Peter Neuroth, mit dem er bereits während des Studiums der Betriebswirtschaftslehre an der Universität zu Köln die Leidenschaft für Aktien und Börsenmärkte teilte.



der Minderheitsaktionäre angemessen berücksichtigt. Die Nachvollziehbarkeit der Geschäftspolitik stärkt das Vertrauen der Anteilshaber. Dies ist eine der Voraussetzungen für Wertsteigerungen unserer Investments.

Haben Sie mit Ihrem Engagement Erfolg?

Nicht immer, aber häufig können wir einen positiven Beitrag leisten. Viele Projekte haben sich danach in die richtige Richtung bewegt: Die Strukturmaßnahmen bei **Celanese** nach der Übernahme durch **Blackstone**, der Squeeze-out beim deutschen **Axa**-Konzern oder die Strukturveränderungen bei **P&I** nach der Übernahme durch Private-Equity-Investoren sind Beispiele hierfür. Manches Engagement ist komplex und zieht sich über Jahre hin. Ein Beispiel ist die Übernahme der **HypoVereinsbank** durch **Unicredit**: Hier konnte erst ein von den Minderheitsaktionären installierter „besonderer Vertreter“ für die erforderliche Transparenz sorgen. Bis heute sind wir um die Klärung von Bewertungsfragen bemüht.

Worauf achten Sie bei Ihren Kaufentscheidungen?

Auf Kennziffern – allen voran auf am Ertrag orientierte Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder den Enterprise-Value zu Ebit und Ebitda. Sie spielen bei unserer Bewertung genauso eine Rolle wie die Beurteilung der Eigentümerstruktur, die Integration eines Unternehmens in einen Konzernverbund und verhaltensorientierte Erwägungen.

Verhaltensorientierte Erwägungen? Was meinen Sie damit?

Wir glauben, dass der Markt meistens effizient bewertet. Menschliche Irrationalität verursacht jedoch gelegentlich Fehlbewertungen, die für Langfristanleger enorme Investmentchancen bieten. Genau diese Chancen versuchen wir in einem fokussierten Portfolio zu nutzen. Dabei spielen Marktkapitali-



Zentrum für
Value Investing e.V.
www.value-investing.net

Der European Value Investor wird vom Zentrum für Value Investing e. V. zusammengestellt. Geschäftsführender Direktor ist Prof. Max Otte. Mitglieder sind unter anderem Acatis Investment GmbH, FPM Frankfurt Performance Management AG und Starcapital AG.

sierung oder Indexzugehörigkeit eines Unternehmens für uns nur zweitrangig eine Rolle. Trotz unserer grundsätzlichen Spezialisierung auf Mid und Small Caps waren wir im vergangenen Jahr unter anderem in **Microsoft** investiert. Wir haben unsere Position inzwischen wieder veräußert, da wir einen heimischen Wert gefunden haben.

Und welchen?

Wir haben uns in diesem Frühjahr beim Kölner Unternehmen **QSC** engagiert. Wir hatten es seit Jahren beobachtet. Auslöser für unseren Kauf war der unkoordinierte Ausstieg amerikanischer Investoren, der im März einen regelrechten Kursrutsch der Aktie ausgelöst hatte.

War der Kursverfall der einzige Grund?

Natürlich sind wir auch fundamental von QSC überzeugt. Durch die Übernahme von **IP Partner** und der **Info AG** hat sich QSC eine hervorragende Position verschafft, um insbesondere mittelständischen Kunden IT- und Telekommunikationsdienstleistungen aus einer Hand anzubieten. Das Wachstums- und Ertragspotenzial, das sich daraus mittelfristig ergibt, ist enorm.

Was bedeutet das konkret?

QSC hat sich mit der Vision 2016 sehr ehrgeizige Ziele gesetzt. Innerhalb von fünf Jahren sollen die Umsatzerlöse verdoppelt, das Ebitda sogar verdreifacht werden.

Ist das realistisch?

Selbst wenn diese Ziele zu hoch gegriffen sein sollten, für uns würde sich das Investment schon lohnen, wenn es über diesen Zeitraum gelänge, den Umsatz jährlich im Durchschnitt um zehn Prozent zu steigern und gleichzeitig die Margen zu verbessern.

Worauf stützen Sie Ihre Erwartungen?

Das ist zum einen die bestehende Kundenbasis mit rund 30 000 Geschäftskunden, die bisher insbesondere mit Telekommunikationsdienstleistungen versorgt wurden. Und zum anderen die Synergiepotenziale, die sich durch die neuen Tochtergesellschaften ergeben. QSC zählt damit eindeutig zu unserer Kategorie der offensiven und chancenorientierten Investments.

Was verstehen Sie darunter?

Innerhalb unserer Strategie verfolgen wir sowohl einen offensiven als auch einen defensiven Ansatz. So unterscheiden wir, in welcher Phase eines Unternehmenszyklus wir in einen Titel einsteigen, ob vor oder nach einem Übernahmeangebot oder einer Strukturmaßnahme. Zu unserer



„In unserer Strategie verfolgen wir sowohl einen offensiven als auch einen defensiven Ansatz“

HOTEL.DE AG ISIN: DE 000 691093 8

Finanzkennzahlen:

Umsatz 2011 (nach HGB): 41,02 Mio. Euro
Ebit 2011 (nach HGB): 1,19 Mio. Euro
Gewinn je Aktie 2011: 0,29 Euro,
2012e: 0,36 Euro
Buchwert je Aktie 2011: 6,44 Euro

Aktieninformationen:

52-Wochen-Hoch/Tief:
24,72 Euro/9,70 Euro
Dividendenrendite 2011e: 2,86 %,
2012e: 0,17 %
Marktkapitalisierung: 90 Mio. Euro

Kennzahlen und Bewertung:

Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV): 3,7
(bei Kurs 24,00 Euro)
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV): 66,7e
(auf Basis Kurs 24,00 Euro und erwartetem Ergebnis für 2012)

Quelle: Scherzer & Co. AG



Käufer **HRS** hat für **Hotel.de** ein zweites Übernahmeangebot abgegeben. Dieses liegt um fast 5 Euro über dem ersten Angebot

Offensivstrategie gehören chancenorientierte Investments, also Unternehmen, die sich in ihrer Wachstumsphase befinden und sukzessive ihre Marktanteile stärken. Ab einer gewissen Größenordnung werden größere Wettbewerber auf diese Unternehmen aufmerksam und streben eine Übernahme an. Dann zahlt es sich aus, schon frühzeitig dabei zu sein.

Und was sind dann Ihre Defensiv-investments?

In der Regel kaufen wir diese Titel erst, nachdem sich eine Konstellation ergeben hat, also im Nachgang eines Übernahmeangebots oder einer Strukturmaßnahme. Als defensiv stufen wir Investments ein, die ein anderes Chance-Risiko-Profil aufweisen als eine klassische Aktienanlage. Das Risiko nach unten ist in der Regel eng begrenzt, dennoch bestehen Kurschancen. Unsere größte Position, die bei **Scherzer** etwa zehn Prozent des Portfolios ausmacht, gehört zu den defensiven Investments.

Welche Aktie ist das?

Hotel.de. Das Unternehmen ist einer der führenden Online-Hotelreservierungsdienste weltweit.

Ist dieser Markt nicht hart umkämpft?

Durchaus. Dennoch glauben wir weiterhin an große Wachstumchancen. Die Entwicklung der Internetökonomie ist noch lange nicht am Ende. Hotel.de hat sich eine attraktive Marktstellung erarbeitet, in die Internationalisierung investiert und eine weithin bekannte Marke aufgebaut. Dadurch wurde die **Hotel Reservation Service Robert Ragge GmbH**, kurz HRS, aufmerksam und gab im Oktober 2011 den Kontrolleerwerb bekannt.

Wie haben Sie darauf reagiert?

Den freien Aktionären wurde ein Übernahmeangebot zu 18,50 Euro unterbreitet. Schon vorher war die Aktie auf unserer Watchlist, nachdem wir das Management getroffen hatten. Nach eingehender Analyse kamen wir zu dem Ergebnis, dass Hotel.de im Verbund mit HRS deutlich werthaltiger ist, und haben unsere Position weiter aufgestockt.

Wie hat sich die Aktie seither entwickelt?

Insgesamt sind wir sehr zufrieden. Nach Abschluss des Angebots besitzt HRS rund 84 Prozent des Grundkapitals. HRS möchte jetzt einen Ergebnisabführungsvertrag mit Hotel.de abschließen und bietet deshalb den außenstehenden Aktionären eine Abfindung von 23,15 Euro oder eine

Quelle: Bloomberg

European Value Investor

Investmentstrategien jenseits des Mainstreams

jährliche Ausgleichszahlung von 1,23 Euro an. Aktuell notiert Hotel.de um 26 Euro. Dies bestätigt unsere Einschätzung.

Denken Sie über einen Verkauf nach?

Grundsätzlich wollen wir die Entwicklung in aller Ruhe abwarten und an der langfristigen Entwicklung der Gesellschaft partizipieren. Mit dem Abschluss eines Ergebnisabführungsvertrags zwischen Hotel.de und HRS wird es ein erneutes Abfindungsangebot und eine garantierte Dividende geben.

In welche weiteren Aktien haben Sie investiert?

Ein weiteres Defensivinvestment ist die **IBS AG**. Die Gesellschaft gehört zu den führenden Anbietern für das unternehmensübergreifende Qualitäts-, Produktions- und Compliance-Management und hat auf diesem Gebiet hochattraktive Softwarelösungen entwickelt. Das Unternehmen verfolgen wir schon seit einigen Jahren und sind seit geraumer Zeit investiert. Anfang Februar hat **Siemens** den IBS-Aktionären ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot von 6,10 Euro pro Aktie unterbreitet. Der gebotene Preis entspricht aus unserer Sicht nicht dem wahren Wert der Gesellschaft, sodass wir weiter zukaufen.

Sie wollen IBS folglich langfristig begleiten?

Ganz genau. Natürlich sind wir auch hier gesprächsbereit und tauschen uns mit anderen Streubesitzaktionären aus. Fundamental sehen wir wie der neue Großaktionär, der inzwischen 81 Prozent der Anteile hält, langfristiges Potenzial. Aktuell expandiert IBS in den chinesischen Markt.

Ende 2010 haben Sie einen Fonds aufgelegt. Wie unterscheidet er sich von Ihrem Beteiligungsportfolio?

Der Fonds ist als sogenannter Total-Return-Fonds konzipiert. Wir wollen also für unsere Investoren mittelfristig stets positive Renditen erwirtschaften. Deshalb ist die Anlagestrategie konservativer ausgerichtet. Neben Aktien von Unternehmen in Sondersituationen kauft der Fonds deshalb Unternehmensanleihen. Außerdem versuchen wir, Risiken durch den Einsatz von Derivaten abzufedern. Wegen der Konzentration auf Small und Mid Caps gibt es durchaus Überschneidungen in den Portfolios des Fonds und der Scherzer & Co. AG. Beide werden aber völlig unabhängig voneinander geführt. Beispielsweise hat der Fonds große Positionen in **Tipp24** und **CTS Eventim**, Scherzer hat dagegen nur ein kleines Engagement in Tipp24.



„Sobald die Onlinevermittlung wieder erlaubt ist, wird der Markt rasch wachsen“

TIPP 24 SE ISIN: DE 000 784714 7

Finanzkennzahlen:

Umsatz 2011 (nach IFRS): 139,32 Mio. Euro
Ebit 2011 (nach IFRS): 50,65 Mio. Euro
Gewinn je Aktie 2011: 4,55 Euro,
2012e: 3,61 Euro
Buchwert je Aktie 2011: 16,19 Euro

Aktieninformationen:

52-Wochen-Hoch/Tief: 45,89 Euro/
26,76 Euro
Dividendenrendite: keine Ausschüttung
Marktkapitalisierung: 340 Mio. Euro

Kennzahlen und Bewertung:

Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV): 2,5 (bei Kurs 40,05 Euro)
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV): 11,1e (auf Basis Kurs 40,05 Euro und erwartetem Ergebnis für 2012)

Quelle: Scherzer & Co. AG



Über alle Krisen hinweg ist der Kurs von **Tipp24** gestiegen. Sobald Onlinelotto in Deutschland wieder zugelassen ist, dürfte der Kurs springen

Warum sollten Anleger denn statt Ihrer Aktie den Fonds kaufen?

Der Fonds schwankt weniger. Außerdem können die Anteile jederzeit zum Inventarwert zurückgegeben werden. Der Kurs der Aktie weicht hingegen häufiger stark vom inneren Wert ab. Im Moment notiert Scherzer mit einem sehr deutlichen Abschlag.

Wie hat sich der Fonds seit dem Start entwickelt?

Im vergangenen Jahr haben wir eine Performance von knapp fünf Prozent erreicht. Im laufenden Jahr liegen wir sogar zwölf Prozent vorn. Dabei haben wir die Nerven unserer Anleger durch sehr geringe Schwankungen geschont. Dazu beigetragen hat auch unser Basisinvestment Tipp24, von dem wir aber noch viel mehr erwarten.

Was macht dieses Unternehmen aus?

Tipp24 betreibt über eine Tochtergesellschaft in Großbritannien eine Wette auf den Ausgang des deutschen Lotto 6 aus 49. Diesen Umweg musste das Unternehmen gehen, nachdem die Onlinevermittlung von Lotto im Jahr 2009 in Deutschland verboten wurde. Allerdings verstößt das Onlineverbot gegen EU-Recht, sodass wir davon ausgehen, dass Tipp24 die Vermittlung über kurz oder lang wieder aufnehmen kann. Die deutsche Tochtergesellschaft soll deshalb in Kürze abgespalten und die Aktien als Sachdividende an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

Was spricht für das Investment?

Lotto ist ein Produkt, das bestens für den Onlinevertrieb geeignet ist: nicht Schlange stehen, niemals vergessen, den Schein abzugeben, keine Quittung verlieren und nie vergessen, den Gewinn abzuholen. Trotzdem ist der Anteil im Internet abgegebener Lottoscheine wegen des noch geltenden Verbots sehr gering. Sobald der Markt liberalisiert und die Onlinevermittlung wieder erlaubt ist, wird er rasch wachsen.

Ist das für Sie auch eine Sondersituation?

Es ist eine Sondersituation, da sich Lotto als ein sehr krisenunempfindliches Geschäft erwiesen hat. Deshalb gehen wir davon aus, dass sich Tipp24 auch in der aktuellen Situation positiv entwickeln wird. Außerdem wird mit der Abspaltung der deutschen Tochtergesellschaft Lotto24 und deren eigenständiger Börsennotiz eine Bewertungsaufgabe gestellt: Wir können uns gut vorstellen, dass sich hierdurch eine Höherbewertung des Verbunds insgesamt ergibt. Deshalb halten wir das laufende

Quelle: Bloomberg

Angebot an Tipp24-Aktionäre, sich an einer Kapitalerhöhung von Lotto24 zu beteiligen, für sehr attraktiv.

Entsteht so das Glücksspiel der Zukunft?

Tipp24 betreibt keine Online-Kasinos, sondern konzentriert sich auf die Vermittlung von und die Wette auf Lotteriespiele. Diese Art des Glücksspiels wird es aus unserer Sicht immer geben. Das Wachstumspotenzial liegt nicht in den Lottereeinsätzen selbst, sondern schlicht in der zunehmenden Onlinedurchdringung des Vertriebs. Tipp24 sollte in der Lage sein, den Lottoannahmestellen um die Ecke Marktanteile abzubauen und so weiter zu wachsen.

Wie stark ist der Wettbewerb in diesem Feld?

Da die Onlinevermittlung von Lotto nur in Schleswig-Holstein möglich ist, liegt das Geschäft derzeit brach. Frühere Wettbewerber wie die ebenfalls notierte **Jaxx AG** haben sich aus dem Geschäft zurückgezogen. Wir gehen davon aus, dass Tipp24 bei einer Liberalisierung des Marktes hauptsächlich mit den Websites der Landeslottogesellschaften konkurrieren wird. Weitere Wettbewerber sind derzeit nicht in Sicht.

Wie beeinflusst die Schuldenkrise in Europa Ihre Strategie?

Wir stehen mit den bevorstehenden Wahlen in Griechenland vor einer neuen Zerreißprobe, deren Folgen unabsehbar sind. Für uns als Anleger bedeutet das, dass wir vor dem Hintergrund der Nachrichtenlage jederzeit unsere Portfolios überprüfen und gegebenenfalls anpassen müssen. Längerfristige, strategische Investments werden immer schwieriger. Um die Risiken, die sich aus der Krise ergeben, abzufedern, setzen wir derzeit verstärkt Derivate ein.

Gibt es Unternehmen, die sich von den Gefahren abkoppeln können?

Es gibt nur wenige Unternehmen, die sich völlig unabhängig von Makrotrends positiv entwickeln. Darauf stellen wir uns ein.

Sie waren im Sommer 2011 skeptisch gegenüber Banktiteln. Versicherer sahen Sie damals als bessere Alternative. Wie schätzen Sie Finanzwerte heute ein?

Viele europäische Versicherungswerte sind sehr niedrig bewertet, da sie als Kapital-sammelstellen große Investoren europäischer Staatsanleihen sind. Wenn man in Finanzwerte investieren will, dann würden wir deutsche Versicherungen wie **Wüstenrot & Württembergische** oder **Generali Deutschland** eindeutig Banktiteln vorziehen.

KERSTIN FRANZISI

BUCHTIPP 1

Finanzexperten persönlich

Wie sehen erfolgreiche Finanzexperten das aktuelle Geschehen an den Märkten? Wie reagieren sie auf die Turbulenzen? Nach welchen Grundsätzen arbeiten sie? Wie vermeiden sie dabei Anlagefehler? Insgesamt 23 Finanzakteure und Börsenprofis beantworten diese und viele weitere Fragen. Sie geben nicht nur einen Einblick in ihre Arbeit, sondern lassen auch einen sehr persönlichen Blick auf ihre Person zu. Die Befragten, darunter unter anderem Susanne Schmidt, Tochter des Altkanzlers Helmut Schmidt, Börsenpfarrer Uwe Lang, Mr. DAX Dirk Müller und Prof. Dr. Max Otte, offenbaren nicht nur ihre persönliche Sicht auf die Kapitalmärkte,

sondern geben auch wichtige Ratschläge für Privatanleger.

Börsenwelten – Finanzexperten hautnah

Autorinnen: Petra Fechter, Petra Lux

Gebundene Ausgabe, 470 Seiten

Wiley-VCH Verlag, April 2012

ISBN: 978-3-527-50677-4

BUCHTIPP 2

Endlich mit Aktien Geld verdienen

Mit seiner Strategie macht Max Otte vor, wie sich langfristig an den Börsen erfolgreich investieren lässt. Und dazu nutzt er Informationen, die jeder Anleger erlangen und in eine profitable Aktienanlage umsetzen kann. Das Buch ist eine gelungene Mischung aus leicht verständlichem Lehrmaterial und Lebensgeschichten mehrerer erfolgreicher Value-Investoren. Max Otte bringt Privatanlegern nahe, warum Basis eines jeden Depots, das Kapitalerhalt und langfristige Wertsteigerung anstrebt, das wertorientierte Investieren sein sollte.

Endlich mit Aktien Geld verdienen

Autor: Max Otte

Gebundene Ausgabe, 300 Seiten

Finanzbuch Verlag, Juni 2012

ISBN: 978-3-898-79631-6

BUCHTIPP 3

Praxisnahe Bewertung

Unternehmensbewertung ist die Grundlage der täglichen Arbeit eines Value-Investors und Basis für Anlageentscheidungen. Aber wann ist eine Aktie teuer? Und wann ist sie günstig bewertet? Welche Kennzahlen sind relevant und wie sind diese einzuschätzen? Bücher zur Theorie gibt es schon viele, aber kaum ein Lehrbuch geht im Detail darauf ein, wie die komplexen Bewertungsmodelle in der Praxis angewandt werden. Nicolas Schmidlin schließt diese Lücke. In seinem Buch stellt er anhand von über hundert Fallbeispielen die Kennzahlenanalyse und deren Interpretation, die Analyse des Geschäftsmodells und des Aktienwerts praxisnah, verständlich und anwendbar dar.

Unternehmensbewertung &

Kennzahlenanalyse

Autor: Nicolas Schmidlin

Taschenbuch, 308 Seiten

Verlag Books on Demand, November 2011

ISBN: 978-3-844-80211-5