



**Detaillierte Stellungnahme der AURELIUS Equity  
Opportunities SE & Co. KGaA zu den Behauptungen  
von Gotham**

Grünwald, den 2. April 2017



## A. Präambel

In einer heute veröffentlichten Stellungnahme zeigen wir im Detail auf, dass die Behauptungen die Gotham Research LLC („Gotham“) in seinem letzte Woche veröffentlichten Bericht („Gotham Bericht“) gemacht hat, in ihrer Substanz falsch sind.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Gotham Berichts hielt Gotham eine signifikante Short-Position in Aktien der AURELIUS Equity Opportunities SE & Co. KGaA („AURELIUS“). Gotham hatte daher ein Eigeninteresse, der Reputation von AURELIUS zu schaden, den Aktienkurs damit negativ zu beeinflussen und so einen beträchtlichen Spekulationsgewinn zum Schaden aller AURELIUS Aktionäre zu machen. In der Tat hat Gotham mittlerweile einen Großteil seiner Short-Position geschlossen und Gewinne realisiert.

Die Jahresabschlüsse von AURELIUS stimmen. Die Governance Strukturen und Prinzipien des Konzerns sind solide. AURELIUS ist seit seiner Gründung vor mehr als zehn Jahren ein kerngesundes, stabiles und wachsendes Unternehmen. AURELIUS hat eine sehr solide Bilanz: Zum 31. Dezember 2016 hat es eine starke Kapitalbasis von 416,4 Mio. EUR liquiden Mitteln, Eigenkapital von 486,5 Mio. EUR (Eigenkapitalquote: 27%) und eine Bilanzsumme von 1,8 Mrd. EUR Mit über 21.000 Mitarbeitern hat AURELIUS im Geschäftsjahr 2016 2,9 Mrd. EUR Konzerngesamtumsatz erzielt. Zudem hat AURELIUS über die letzten fünf Jahre 256,0 Mio. EUR über Dividenden und Aktienrückkäufe an seine Aktionäre ausbezahlt.

In seiner Analyse macht Gotham fundamentale intellektuelle Fehler: es vergleicht Äpfel mit Birnen, verwechselt Zeitangaben und verwendet unvollständige Analysen. Damit kommt es zu Schlussfolgerungen, die ausnahmslos falsch sind.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) untersucht derzeit, ob im Zusammenhang mit den Handlungen von Gotham ein Fall von Marktmanipulation vorliegt. AURELIUS unterstützt die BaFin bei ihrer Untersuchung vollumfänglich und prüft selbst alle juristischen Möglichkeiten inklusive strafrechtlicher Verfolgung.

## B. Zusammenfassung

Gothams Bericht stellt eine Reihe von Behauptungen auf, die AURELIUS in dem vorliegenden Papier ohne Ausnahme widerlegen wird. Wir fassen unsere einzelnen Antworten auf die Anschuldigungen auf Seite 4 von Gothams Bericht folgendermaßen zusammen:

- 1) Das Konzernergebnis und die Jahresabschlussergebnisse der Tochtergesellschaften können einfach in Einklang gebracht werden, wenn man die Unterschiede zwischen IFRS und lokalen Berichtsstandards in Betracht zieht. Gotham tut das nicht.
- 2) AURELIUS weist alle Eventualverbindlichkeiten und Haftungsverhältnisse im Detail aus. Gothams Berechnung zählt doppelt und kategorisiert falsch.
- 3) Erträge aus der Auflösung negativer Unterschiedsbeträge aus der Kapitalkonsolidierung (*Bargain Purchases*) sind ein integraler und zulässiger Teil des Geschäftsmodells von AURELIUS. IFRS 3 regelt die Bilanzierungs- und Berechnungsweise dieser Erträge. AURELIUS erfüllt hier die relevanten Berichtspflichten.
- 4) AURELIUS hat seit 2006 77 operative Gruppen akquiriert. Davon gingen lediglich vier in die Insolvenz (5,19%), während sie Teil des AURELIUS-Konzerns waren. Vor dem Hintergrund, dass AURELIUS entsprechend seiner Unternehmensstrategie notleidende Unternehmen kauft, ist das eine geringe Anzahl. Gothams Berechnung ist nicht nachvollziehbar.
- 5) Das von AURELIUS in Ansatz gebrachte NAV<sup>1</sup> ist vertretbar und plausibel. Eine einfache Berechnung zeigt, dass das implizite NAV/EBITDA Multiple bei 8,9x liegt – wie viele andere Multiples von nicht börsennotierten kleinen und mittelgroßen Unternehmen in Europa, die zwischen 7x und 10x liegen. Gothams NAV-Ableitung ist nicht plausibel.
- 6) Es gibt einen guten Grund dafür, weshalb AURELIUS noch nie einen uneingeschränkten Bestätigungsvermerk erhalten hat: AURELIUS veröffentlicht keine individuellen Kaufpreise, denn dies würde zu Wettbewerbsnachteilen führen. Gothams Anschuldigung zeigt, dass es unsere Branche schlicht nicht versteht.
- 7) AURELIUS hat einen unabhängigen CFO: Steffen Schiefer hält diesen Posten als Mitglied des Extended Management Board seit 2012 inne.
- 8) Gemeinsam halten die AURELIUS Organe weiterhin einen signifikanten Anteil am Unternehmen. Ihre Interessen sind deckungsgleich mit denen der Aktionäre.
- 9) AURELIUS ist nicht Partei in mehr Zivilprozessen als andere Unternehmen seiner Größe auch. Strafrechtliche Verfahren sind keine anhängig.

---

<sup>1</sup> Anm. d. Ü.: *Net Asset Value*. Das ist ein betriebswirtschaftlicher Fachbegriff, mit dem der Nettowert eines Unternehmens definiert wird.

Weitere gegenstandslose Behauptungen in Gothams Bericht werden in diesem Papier ebenso widerlegt.

## C. Berichtigende Stellungnahme

### I. Gotham behauptet: „Wir waren nicht in der Lage, 43%-100%+ der Erträge von AURELIUS' mit der Summe der Erträge ihrer Beteiligungen in Übereinstimmung zu bringen.“<sup>2</sup>

**Dies ist irreführend.**

Gotham vergleicht die nach lokalen Rechnungslegungsvorschriften erstellten Einzelabschlüsse der Tochterunternehmen mit dem nach IFRS aufgestellten konsolidierten Jahresabschluss der AURELIUS.<sup>3</sup>

CONSOLIDATED NET INCOME VS SUM OF SUBSIDIARIES' NET INCOME					
EUR '000	2012	2013	2014	2015	TOTAL
Consolidated	€ 88,056	-€ 1,699	€ 107,591	€ 154,924	€ 348,872
Sum of subsidiaries'	€ 44,233	-€ 68,127	€ 74,991	-€ 56,345	-€ 5,249
<b>Difference</b>	<b>€ 43,823</b>	<b>€ 66,428</b>	<b>€ 32,600</b>	<b>€ 211,269</b>	<b>€ 354,121</b>

Dies führt aus folgenden Gründen notwendigerweise zu falschen Ergebnissen:

- Der konsolidierte Jahresabschluss von AURELIUS wird nach IFRS erstellt, während die Einzelabschlüsse der Tochterunternehmen nach lokalen Rechnungslegungsvorschriften erstellt werden. Damit nicht genug: Die lokalen Rechnungslegungsvorschriften unterscheiden sich zudem von Land zu Land.
- Ergebnisse von Gesellschaften, die AURELIUS während eines Geschäftsjahres akquiriert, werden erst mit dem *Closing Date*<sup>4</sup> Teil des Konzernergebnisses. Einfaches Beispiel: Wenn ein Unternehmen Anfang September eines bestimmten Jahres erworben wird, werden die Ergebnisse dieser Gesellschaft im Konzernabschluss erst ab September berücksichtigt. Die lokalen Abschlüsse weisen demgegenüber das Ergebnis für das gesamte Geschäftsjahr aus.
- Konsolidierungseffekte aus der Erstkonsolidierung nach IFRS (Erträge aus der Auflösung negativer Unterschiedsbeträge aus der Kapitalkonsolidierung, sog. *Bargain Purchases*) werden in den lokalen Einzelabschlüssen gar nicht ausgewiesen.
- Ergebniseffekte aus der Endkonsolidierung führen immer zu Differenzen zwischen dem Konzernabschluss nach IFRS und den Einzelabschlüssen nach lokalen Rechnungslegungsvorschriften. Diese Differenzen werden im Gotham Bericht außer Acht gelassen.

<sup>2</sup> Gotham Bericht, S. 4/9-12.

<sup>3</sup> Tabelle aus Gotham Bericht, S. 11.

<sup>4</sup> Anm d. Ü.: Zeitpunkt, in dem ein Unternehmenskaufvertrag vollzogen wird.

- Zudem werden im Rahmen der Konzernabschlusserstellung gruppeninterne Beziehungen der einbezogenen Einzelabschlüsse eliminiert. Gotham hat dies schlicht vernachlässigt.

Die Gründe für die Differenzen, die in dieser Tabelle<sup>5</sup> gezeigt wurden,

ACCOUNTING IRREGULARITIES AT UK SUBSIDIARIES						
Company	As reported by Aurelius		As per Companies house		Difference	
	Equity, £	P/L, £	Equity, £	P/L, £	Equity, £	P/L, £
CalaChem UK Ltd.	£25,530,000	£588,000	£25,530,000	£163,000	£0	£425,000
Getronics Services UK Ltd.	£921,393	£927,083	£412,000	£233,000	£509,393	£694,083
Regain Polymers Ltd.	£4,050,001	-£2,596,423	-£2,009,000	-£2,485,000	£6,059,001	-£111,423
SOLIDUS UK Solutions Ltd.	£4,409,223	£1,360,524	£927,012	£926,012	£3,482,211	£434,512
TFHC Ltd.	£1,000	-£1,590,305	-£1,589,305	-£1,590,305	£1,590,305	£0

sind im Einzelnen diese:

- Ende Januar eines jeden Jahres schicken alle Tochterunternehmen ihr lokales IFRS-Berichtspaket an die Zentrale der AURELIUS.
- Mitte Februar senden alle Tochterunternehmen ihre nach lokalen Rechnungslegungsvorschriften ermittelten Zahlen an die Zentrale der AURELIUS. Diese Zahlen sind noch nicht testiert und haben daher vorläufigen Charakter. Sie werden nur für die Aufstellung der Anteilsbesitzliste genutzt.
- Mitte März veröffentlicht AURELIUS seinen Geschäftsbericht. Der konsolidierte Jahresabschluss beinhaltet die geprüften IFRS-Abschlüsse der Tochterunternehmen. Die ungeprüften vorläufigen lokalen Einzelabschlüsse sind dagegen Bestandteil der Anhangsangabe gem. Ziff. 75.
- Bis zum 31. Dezember werden alle Prüfungen der lokalen Einzelabschlüsse für das vorangegangene Geschäftsjahr abgeschlossen. Wegen zeitlicher Unterschiede (Mitte März bis Jahresende) treten Unterschiede zwischen den lokalen Einzelabschlüssen auf.

Gotham vergleicht den finalen IFRS Konzernabschluss per Ende März mit Einzelabschlüssen nach lokalen Rechnungslegungsvorschriften, die oft noch in Arbeit sind. Nebenbei bemerkt ist die oben beschriebene Vorgehensweise üblich für alle Unternehmen, die konsolidierte Jahresabschlüsse veröffentlichen.

Zu angeblich nicht erklärten Unterschieden zwischen Abschreibungen und Cash<sup>6,7</sup>:

Gotham vergleicht hier nach IFRS 5 angepasste Zahlen der Gewinn- und Verlustrechnung mit nicht nach IFRS 5 angepassten Anlagespiegeln. Außerdem bezieht Gotham nicht alle Anhangsangaben aus dem Jahresabschluss mit ein.

<sup>5</sup> Gotham Bericht, S. 11.

<sup>6</sup> Anm. d. Ü.: Cash meint Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente.

<sup>7</sup> Gotham Bericht, S. 12.

Es kann daher nicht überraschen, dass die Schlüsse, die Gotham zieht, falsch sind.

EUR '000	2011	2012	2013	2014	2015
D&A, as reported	€ 88,984	€ 66,462	€ 73,786	€ 77,692	€ 101,264
D&A, as calculated from footnotes	€ 94,866	€ 75,958	€ 73,945	€ 77,505	€ 92,942
<b>Difference</b>	<b>-€ 5,882</b>	<b>-€ 9,496</b>	<b>-€ 159</b>	<b>€ 187</b>	<b>€ 8,322</b>
<b>Difference as % of reported number</b>	<b>-6.2%</b>	<b>-12.5%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>9.0%</b>

\* - depreciation and amortization

Hinsichtlich der drei wesentlichen Unterschiede in den Jahren 2015/2012/2011, die uns von Gotham vorgeworfen werden, sind vollständige Erläuterungen in den folgenden Geschäftsberichten enthalten:

- Geschäftsbericht 2015

Gotham berücksichtigt nur die Summe der Abschreibungen aus den Anhangsangaben gem. Ziff. 25 und Ziff. 26. Die außerplanmäßigen Goodwillabschreibungen, die unter Ziff. 24 erläutert werden, werden ignoriert, obwohl diese, wie in obiger Tabelle gezeigt, Teil der gesamten Abschreibungen sind. Eine korrekte Berechnung zeigt, dass es keine Unterschiede zwischen den Anhangsangaben und der Konzern-Kapitalflussrechnung (*Cashflow*) gibt.

- Geschäftsbericht 2012

Der Geschäftsbericht 2012 weist auf Seite 62 (Gewinn- und Verlustrechnung) einen Betrag von 75.957 Tsd. EUR aus. 2013 wurden (nur in der Gewinn- und Verlustrechnung) einige operative Gruppen (wie von IFRS 5 gefordert) als nicht fortgeführte bzw. aufgegebene Geschäftsbereiche qualifiziert. Aus diesem Grund mussten die Abschreibungen für 2012 im Geschäftsbericht 2013 angepasst werden. Der angepasste Wert im Geschäftsbericht 2013 beträgt 66.462 Tsd. EUR, wie aus der ersten Zeile der Tabelle aus dem Gotham Bericht ersichtlich ist. Aufgrund der Tatsache, dass Bilanzwerte sich nach IFRS 5 nicht ändern, bleiben die Zahlen hinsichtlich des Anlagenspiegels unverändert.

Gleiches gilt grundsätzlich für die Zahlen von 2011.

## II. Gotham behauptet: AURELIUS hat keinen unabhängigen CFO.<sup>8</sup>

### Dies ist unzutreffend.

Steffen Schiefer ist seit 2012 CFO von AURELIUS. Herr Schiefer kam im Juli 2008 von der ProSiebenSat1 Media AG, wo er VP Group Accounting war. Zum Ende seiner Tätigkeit bei ProSiebenSat.1 Media AG war er CFO der wetter.com AG, einer Tochtergesellschaft der ProSiebenSat.1 Media AG.

Obwohl nicht Vorstandsmitglied, ist Herr Schiefer als CFO Teil der erweiterten Geschäftsleitung, die aus den drei Vorständen, dem Leiter der Rechtsabteilung, dem Leiter Personal und zwei Leitern M&A besteht.

<sup>8</sup> Gotham Bericht, S. 4/13 ff.



**III. Gotham behauptet: „AURELIUS beauftragt lower-tier Wirtschaftsprüfer.“<sup>9</sup>**

**Dies ist unzutreffend.**

AURELIUS wird durch die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Warth & Klein Grant Thornton AG, die Teil der Grant Thornton Group (GT) ist, geprüft. GTs globales Netzwerk beschäftigt mehr als 47.000 Mitarbeiter in über 130 Ländern. Der Gesamtumsatz 2016 belief sich auf 4,8 Mrd. USD.<sup>10</sup> Damit gehört GT zu den zehn größten internationalen Prüfungsgesellschaften. Unter anderem prüft sie die Abschlüsse der Strabag AG (Deutschland), der Fidelity Values (UK), der Pantheon International Participations (UK) und der JP Morgan Trusts (UK). Eine umfassende Liste der Unternehmen, die von GT geprüft werden, finden Sie auf deren Website.<sup>11</sup>

**IV. Gotham behauptet: „AURELIUS hat für seine Jahresabschlüsse nie einen uneingeschränkten Bestätigungsvermerk erhalten.“<sup>12</sup>**

**Zutreffend, aber dafür gibt es einen guten Grund.**

AURELIUS erhält seit ihrer Gründung einen eingeschränkten Bestätigungsvermerk, da AURELIUS auf bestimmte Einzelangaben nach IFRS 3 und 8 verzichtet. Der Grund dafür ist einfach: Die Offenlegung individueller Kaufpreise (die Teil der Einzelangaben nach IFRS 3 sind) würde uns gegenüber unseren nicht gelisteten Wettbewerbern Wettbewerbsnachteilen aussetzen. Stattdessen weisen wir die Summe der Kaufpreise aus, die jedes Jahr insgesamt gezahlt werden. Die von Gotham erwähnte Einschränkung des Testats hat das Vertrauen der Investoren in AURELIUS bislang nicht beeinträchtigt. Wir sind überzeugt, dass sich daran nichts ändern wird.

**V. Gotham behauptet: „AURELIUS hält Basisinformationen zurück, die sogar der kleinere Konkurrent Bavaria Industries AG offenlegt.“<sup>13</sup>**

**Dies ist unzutreffend.**

Das Beispiel, das Gotham bemüht, um seine Anschuldigungen zu beweisen, ist falsch gewählt. Der Vergleich zwischen der Rechnungslegung der Bavaria Industries AG und AURELIUS ist aus folgenden Gründen falsch:

- Bavaria Industries AG bilanziert nach HGB, AURELIUS nach IFRS.

<sup>9</sup> Gotham Bericht, S.15.

<sup>10</sup> [https://www.grantthornton.global/en/press/press-releases-2017/grant-thornton-reports-record-global-revenues-of-\\$4.8-billion/](https://www.grantthornton.global/en/press/press-releases-2017/grant-thornton-reports-record-global-revenues-of-$4.8-billion/)

<sup>11</sup> Quelle Deutschland: [https://www.wkgt.com/globalassets/1.-member-firms/de-germany/pdf-publicationen/transparenz/transparenzbericht\\_2016.pdf](https://www.wkgt.com/globalassets/1.-member-firms/de-germany/pdf-publicationen/transparenz/transparenzbericht_2016.pdf); Quelle UK: <http://www.grantthornton.co.uk/globalassets/1.-member-firms/united-kingdom/pdf/transparency-report-2016.pdf>

<sup>12</sup> Gotham Bericht, S. 4/17 ff.

<sup>13</sup> Gotham Bericht, S. 19.

- Gotham behauptet, dass „Außerordentliche Erträge“ bei Bavaria Industries AG auch die *Bargain Purchases* beinhalteten. Das ist falsch. Im Konzernabschluss der Bavaria Industries AG sind *Bargain Purchases* Teil der „Sonstigen Erträge“ (so wie es das HGB verlangt). So bilanzieren auch wir.
- Der nach HGB erstellte Geschäftsbericht der Bavaria Industries AG besteht aus 68 Seiten, während der nach IFRS erstellte Geschäftsbericht der AURELIUS 2015 238 Seiten enthält. Die Anforderungen der IFRS an den Detaillierungsgrad der Rechnungslegung sind viel höher als die des HGB.

**VI. Gotham unterstellt, AURELIUS habe ihre Börsennotierung im Jahr 2012 in ein weniger transparentes Segment verschoben, um eine genauere regulatorische und rechtliche Überprüfung zu umgehen.<sup>14</sup>**

**Dies ist unzutreffend.**

AURELIUS hat sein Börsensegment nie gewechselt. Es stimmt zwar, dass AURELIUS im Freiverkehr notiert ist, sie erfüllt aber dennoch freiwillig dieselben Rechnungslegungsanforderungen nach IFRS und Anforderungen an die Prüfung des Jahresabschlusses, wie im Prime Standard gelistete Unternehmen in der EU.

AURELIUS begann 2006 mit fünf Mitarbeitern, Unternehmen in Krisensituationen zu erwerben. 2006 ging AURELIUS an die Börse. Damals erfüllte das noch kleine Unternehmen nicht die Anforderungen des Prime Standards. Daher beantragte es eine Notierung im Einstiegssegment, dem damaligen Open Market. Dort ist AURELIUS seitdem gelistet.<sup>15</sup>

Heute erfüllt AURELIUS die meisten Prime Standard Anforderungen freiwillig und zusätzlich zu den Offenlegungspflichten nach den Regeln des Freiverkehrs. AURELIUS veröffentlicht IFRS-Jahres- und Halbjahresberichte sowie vierteljährliche Pressemitteilungen über wichtige Kennzahlen in deutscher und englischer Sprache. Daher glauben wir nicht, dass eine Notierung im Prime Standard die Position unserer Stakeholder in Bezug auf die ihnen zur Verfügung stehenden Finanzinformationen verbessern würde. Wir prüfen jedoch stets die Alternative der Notierung in anderen Börsensegmenten.

**VII. Gotham behauptet: „CEO Dirk Markus lebt in London, aber AURELIUS hat seinen Sitz in Deutschland.“<sup>16</sup>**

**Die zweite Hälfte der Aussage ist irreführend.**

Es stimmt, dass Dirk Markus seit fast vier Jahren in London lebt. Er zog im Jahr 2013 dorthin, um das Geschäft in Großbritannien voranzutreiben und nä-

---

<sup>14</sup> Gotham Bericht, S. 20.

<sup>15</sup> Gotham Bericht, S. 20.

<sup>16</sup> Gotham Bericht, S. 20 ff.



her an den britischen Portfoliounternehmen zu sein. Mehr als die Hälfte unserer Portfoliounternehmen haben ihren Hauptsitz außerhalb der DACH-Region, in Großbritannien, den Benelux-Staaten, Skandinavien und Spanien. Acht Portfolio-Unternehmen und zahlreiche institutionelle Investoren von AURELIUS haben ihren Hauptsitz in Großbritannien.

Im Hinblick auf das tägliche Management des Unternehmens existiert eine Aufgabenteilung zwischen den drei Vorstandsmitgliedern: Dirk Markus ist verantwortlich für die Gesamtstrategie, das Tochterportfolio außerhalb des deutschsprachigen Raums sowie PR und IR.

**VIII. Gotham behauptet: Die AURELIUS Vorstände verkauften im Dezember 2016 Anteile im Wert von 169 Mio. EUR.<sup>17</sup>**

Die Organe der AURELIUS veröffentlichen keine diesbezüglichen Informationen, da es sich dabei um eine Privatangelegenheit handelt und dies zudem in keiner Weise mit der Leistung oder dem Wert des Unternehmens im Zusammenhang steht. Auch von rechtlicher oder regulatorischer Seite wird eine Veröffentlichung nicht verlangt. Änderungen der Beteiligungen werden *als Directors' Dealings* gemäß Artikel 19 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 (MAR) veröffentlicht.

Gemeinsam halten die Organe der AURELIUS einen signifikanten Anteil an AURELIUS. Sie engagieren sich voll für den strategischen, operativen und finanziellen Erfolg des Unternehmens und sind entsprechend incentiviert. Davon profitieren sie, gemeinsam mit den Aktionären.

**IX. Gotham fragt: „Versteckt und vernichtet AURELIUS absichtlich ungünstige Pressemitteilungen aus der Vergangenheit?“<sup>18</sup>**

**Nein, tut sie nicht.**

In seinen frühen Jahren veröffentlichte AURELIUS Pressemitteilungen auf seiner Website nur auf Deutsch. Als das Unternehmen wuchs, begann es damit, seine Veröffentlichungen sowohl auf Deutsch als auch auf Englisch zu verfassen. AURELIUS migrierte im Jahr 2009 und erneut im Jahr 2014 auf neue Website-Plattformen. Während der Migration 2014 wurden rein deutsche Pressemitteilungen nicht übernommen. Mit anderen Worten: Die Nichtübernahme dieser Pressemitteilungen findet ihren Grund in der Sprache, in der diese Pressemitteilungen verfasst waren. Dagegen war zu keinem Zeitpunkt der Inhalt dieser Pressemitteilungen entscheidend. Abgesehen davon gibt es auch keine gesetzliche Verpflichtung, alte Pressemitteilungen aufzubewahren.

**X. Gotham behauptet: „AURELIUS beansprucht für sich, eine „good home for companies“ zu sein, trotzdem gingen nach unseren Recherchen fast**

---

<sup>17</sup> Gotham Bericht, S. 4.

<sup>18</sup> Gotham Bericht, S. 22/42.

**60% der Portfoliounternehmen in die Insolvenz, nachdem AURELIUS sie verkauft hatte.“<sup>19</sup>**

**Dies ist unzutreffend.**

Gotham City verwechselt Unternehmen mit juristischen Einheiten. Ein Unternehmen besteht oft aus vielen juristischen Einheiten, z.B. durch eine Präsenz in verschiedenen Ländern. Seit den Anfängen im Jahr 2006 hat AURELIUS 77 Unternehmen erworben, die ungefähr 620 juristische Einheiten umfassen.

Von diesen 77 Unternehmen mussten nur vier (5,19% der erworbenen Unternehmen) bestehend aus zwölf juristischen Einheiten (1,93% der juristischen Einheiten), Insolvenz anmelden, während sie zu AURELIUS gehörten.

Zudem müssen diese – sehr wenigen – Insolvenzen im Zusammenhang mit AURELIUS Akquisitionsstrategie betrachtet werden: Die meisten Akquisitionen sind in einem sanierungsbedürftigen, schlechten Zustand. AURELIUS ist ein Krankenhaus für solche Unternehmen und tut sein Bestes, um eine Verbesserung ihres Zustands zu erreichen.

**XI. Gotham behauptet: AURELIUS verkauft Tochtergesellschaften an nahe-stehende Personen.<sup>20</sup>**

**Dies ist unzutreffend.**

Wir haben Unternehmen an sehr viele unterschiedliche Käufer verkauft. Der häufigste Käufertyp ist dabei der strategische Investor, also ein Unternehmen, das in derselben Industrie wie die zu kaufende Gesellschaft tätig ist. Manchmal verkaufen wir Tochterunternehmen oder Teile davon auch an externe *Buy In-Manager* oder das Management des jeweiligen Unternehmens selbst. Diese kennen wir häufig bereits aus früheren Projekten. Wir schätzen diese Möglichkeit sehr, da sie die Risiken, die im Zusammenhang mit dem Verkauf an unbekannte Geschäftspartner existieren, reduziert.

**XII. Gotham behauptet: AURELIUS investiert zu wenig in seine Tochtergesellschaften.**

**Dies ist unzutreffend.**

Es liegt in der Natur unseres Geschäftsmodells, Unternehmen zu kaufen, die eine Restrukturierung und auch manchmal Verkleinerungen benötigen. Oft halten sie veraltete Vermögensbestandteile und Geschäftsbereiche, die nicht fortgeführt werden können. Das hat höhere planmäßige und außerplanmäßige Abschreibungen zur Folge und kann nicht mit normalen Investitionserfordernissen verglichen werden.

Entgegen Gothams Behauptungen zeigen unsere Portfoliounternehmen eine gesunde Investitionstätigkeit. In vielen Fällen investieren wir sogar überproportional viel. Ein gutes Beispiel ist Reuss-Seifert. Hier wird eine neue Produkti-

---

<sup>19</sup> Gotham Bericht, S. 1/4/23-25.

<sup>20</sup> Gotham Bericht, S.25-27.

onsstätte gebaut, und wir investieren in der ersten Phase insgesamt 5 Mio. EUR in neue Maschinen und Ausrüstung. Das ist mehr als vier Mal so viel wie die Abschreibungen für diese Zeit.

**XIII. Gotham behauptet: „Das Einkommen der AURELIUS aus negative Goodwill macht mehr als 120% der Erträge von 2011 bis 2015 aus.“**

**Dies ist irreführend.**

Negativer *Goodwill*, auch *Badwill* oder *Bargain Purchase* genannt, ist als Ergebnisbestandteil ein integraler Teil des Geschäftsmodells von AURELIUS. Er entsteht, wenn AURELIUS neue Portfoliounternehmen unter deren Buchwert kauft. Der Unterschied zwischen dem erworbenen Eigenkapital und dem Kaufpreis wird als Gewinn verbucht, sobald das Unternehmen erworben wurde.

Gotham behauptet, dass, sollten Unternehmen wirklich unter ihrem Buchwert zum Verkauf stehen, deren Verkäufer die Preise erhöhen würden. Damit würden solche „Arbitrage“-Möglichkeiten schließlich verschwinden. In der realen Welt sieht das anders aus: Wenn ein europäisches Unternehmen eine notleidende Gesellschaft verkauft, so kommt es diesem Unternehmen typischerweise weniger auf den Kaufpreis aus dem Verkauf an. Vielmehr ist es ihm wichtig, ein „*good home*“ für das zu Unternehmen zu finden, in dem dieses verantwortungsvoll und ohne negative Auswirkungen auf den Käufer restrukturiert wird.

Gotham führt weiter an, dass der sog. *Bargain Purchase* als „Sonstiger betrieblicher Ertrag“ und nicht als Teil des operativen Ergebnisses zu verbuchen sei. Daher sei es von Natur aus nicht real und einmalig. Dabei lässt Gotham einige fundamentale Gesichtspunkte außer Acht:

- Die Vermögensteile, die wir erhalten, wenn wir einen sog. *Bargain Purchase* verbuchen, stellen die gesamte Aktivseite der Bilanz dar, also Anlagen, Maschinen, Inventar, Forderungen und *Cash*<sup>21</sup>. All das ist real.
- *Bargain Purchases* sind Beiträge zu zukünftigen Restrukturierungsaufwendungen, den Verkäufer willens sind, zu leisten, um ein Asset loszuwerden. Deshalb sind, um das operativen Ergebnis zu errechnen, die *Bargain Purchases* in Abzug zu bringen und die Restrukturierungsaufwendungen hinzuzuaddieren.
- Der Kauf und die Sanierung notleidender Unternehmen ist Kern unseres Geschäftsmodells. Wir haben seit 2006 77 Unternehmen mit mehr als 620 rechtlichen Einheiten gekauft. Viele davon mithilfe von sog. *Bargain Purchases*. Während M&A Aktivitäten und *Bargain Purchases* für andere Unternehmen Sonderfälle sind, ist dies für AURELIUS wesentlicher Bestandteil des täglichen Geschäftsbetriebs.

---

<sup>21</sup> Anm. d.Ü.: s.o. FN 6.

Gotham unterstellt, dass die Bilanzierung des *Bargain Purchases* eine Erfindung von AURELIUS sei. Das stimmt nicht. IFRS 3 regelt genau, wie Erträge aus der Auflösung negativer Unterschiedsbeträge aus der Kapitalkonsolidierung (*Bargain Purchases*) in die Rechnungslegung einzubeziehen sind. AURELIUS hält sich hieran.

**Wie bilanziert AURELIUS Bargain Purchases? Ein theoretisches Beispiel:**

- Ein großes Konglomerat ("BigCorpCo") will ein notleidendes Tochterunternehmen ("DistressedCo") verkaufen und wendet sich an AURELIUS.
- DistressedCo wurde von BigCorpCo seit vielen Jahren vernachlässigt, macht Verluste und hat eine negative EBIDTA-Marge von minus 2%. In der Bilanz der DistressedCo stehen Vermögenswerte von 100, die aus einem Eigenkapital von 80 und Verbindlichkeiten von 20 finanziert werden.
- BigCorpCo erwartet zukünftige Verluste und möchte sobald es geht verkaufen. Es ist bereit, die DistressedCo an AURELIUS für einen symbolischen Kaufpreis von 10 zu verkaufen.
- AURELIUS übernimmt DistressedCo und konsolidiert sie in den Konzernabschluss. Die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten werden zu den bereits bestehenden hinzuaddiert. Die Differenz zwischen dem erworbenen Eigenkapital (80) und dem für die DistressedCo bezahlten Kaufpreis (10) wird als *Bargain Purchase* verbucht.
- AURELIUS restrukturiert DistressedCo. Es fallen Restrukturierungsaufwendungen von 30 an.
- Nach zwei Jahren hat DistressedCo eine gesunde EBITDA Marge von 9%.
- Nach fünf Jahren verkauft AURELIUS DistressedCo für 90.

**XIV. Gotham behauptet: „AURELIUS wurde wegen illegaler Vermögensverschiebungen im Geschäftsverkehr angeklagt (und in einigen Fällen für schuldig befunden) (Fall Einhorn, Fall EDS).“<sup>22</sup>**

Dies ist unzutreffend und irreführend, da unterstellt wird, dass AURELIUS im Rahmen von Strafverfahren für schuldig befunden wurde. Generell gilt, dass AURELIUS an nicht mehr Zivilrechtsstreite als andere Unternehmen vergleichbarer Größe beteiligt ist. Gegen AURELIUS sind keine Strafverfahren anhängig.

Im Detail:

Im Zusammenhang mit Einhorn war AURELIUS Partei eines Zivilverfahrens und wurde dazu verurteilt, 500.000 EUR zu bezahlen.

Im Zusammenhang mit EDS war AURELIUS Partei eines Zivilverfahrens in Frankreich. Der Fall wurde 2013 außergerichtlich beigelegt, die Vergleichszahlung betrug 8% des ursprünglich eingeklagten Betrags. Zu einem Gerichtsurteil kam es nicht.

Im Zusammenhang mit MS Deutschland gab und gibt es keine „50 Mio. EUR Forderung“ gegen AURELIUS. AURELIUS ist Partei eines Zivilverfahrens vor dem Landgericht Lübeck und vor dem Oberlandesgericht Schleswig-Holstein. Gegenstand des Verfahrens sind Schadenersatzforderungen von Anleihegläubigern aus Prospekthaftung. Im Ganzen geht es um Forderungen von ca. 2,5 Mio. EUR. Bis heute hat AURELIUS alle Verfahren dieser Art gewonnen und ist sehr zuversichtlich, dass die verbliebenden Verfahren auch zu seinen Gunsten entschieden werden.

Im Zusammenhang mit Mode & Preis wurde AURELIUS nie wegen irgendeiner Straftat angeklagt.

**XV. Gotham behauptet: Von AURELIUS in Ansatz gebrachte total return multiples<sup>23</sup> sind aufgrund von Eventualverbindlichkeiten wie Garantien und Rechtsstreitigkeiten geringer.<sup>24</sup>**

**Dies ist unzutreffend.**

In der Vergangenheit wurden die *Total Return Multiples* nur in Ausnahmefällen durch Eventualverbindlichkeiten wie Garantien und das Risiko aus Rechtsstreitigkeiten verringert. Wenn ein solcher Fall vorlag, wurden dies bei der Berechnung der *Total Return Multiples* berücksichtigt und dieser angepasst. Die Wellman-Garantie<sup>25</sup> lief am 30. November 2016 aus, ohne dass je ein Anspruch gegen AURELIUS geltend gemacht wurde.

Seit seiner Gründung im Jahr 2006 hat AURELIUS weniger als 1 Mio. EUR auf Garantien gezahlt. Gothams Berechnungen der Eventualverbindlichkeiten ist (a) übertrieben und (b) falsch aufgrund von (i) Doppelzählungen und (ii) der

<sup>22</sup> Gotham Bericht, S. 4/33.

<sup>23</sup> Anm. d. Ü.: [ ]

<sup>24</sup> Gotham Bericht, S. 36 ff.

<sup>25</sup> Referenziert auf S. 37-39 of the Gotham Bericht.

falschen Qualifikation einer Rechtsstreitigkeit als Eventualverbindlichkeit. Für weitere Details sehen Sie bitte [Anhang 1](#).

**XVI. Gotham behauptet: „Unserer Berechnung nach ist das NAV 80%-90% geringer als das ungeprüfte DCF-basierte NAV, das AURELIUS zu Grunde legt.“<sup>26</sup>**

**Dies ist nicht plausibel.**

Was Gotham als „NAV“ bezeichnet, umfasst nur das „Portfolio-NAV“. Um auf das volle NAV des Konzerns zu kommen, muss der Wert der Holding („*the deal machine*“) hinzuaddiert werden.

Gotham behauptet, dass die meisten Unternehmen im AURELIUS-Portfolio krank seien. Das ist schlicht falsch. Zwar stimmt es, dass AURELIUS Unternehmen in Sondersituationen erwirbt, jedoch besteht das heutige Portfolio aus einem Mix an neu erworbenen und bereits erfolgreich restrukturierten Unternehmen, die sich seit Jahren im Portfolio befinden. Das gesamte operative E-BITDA des Portfolios ist daher alles andere als „krank“ und belief sich 2016 auf insgesamt 114 Mio. EUR.

Der Gotham Bericht unternimmt den Versuch, das Gesamt-NAV von AURELIUS aus der WACC-Spanne zu berechnen, die AURELIUS 2014 und 2015 veröffentlicht hat (5,7-11,9% bzw. 4,2-9,3%). Gotham geht damit davon aus, dass alleine aufgrund der gesunkenen WACC-Spanne das NAV für 2015 um 33% gestiegen sei. Dies ist aus folgenden Gründen falsch:

- Die WACC-Spanne lässt keinerlei Aussage zu den WACCs einzelner Tochterunternehmen der AURELIUS zu.
- Ebenso lässt die WACC-Spanne keine Aussage über gestiegene oder gefallene WACCs in den Tochterunternehmen zu.
- Geplante negative *Cashflows* (im Geschäftsmodell durchaus möglich und bei der Berechnung des NAV berücksichtigt) führen zu einem fallenden NAV, nicht zu einem steigenden.

Eine vernünftige Plausibilitätsprüfung des NAV von AURELIUS könnte wie folgt aussehen:

Man legt das letzte NAV (31. Dezember 2016) in Höhe von 1,45 Mrd. EUR zugrunde und zieht das nicht operative *Cash*<sup>27</sup> (*Cash* auf Holdingebene, nicht auf Portfolioebene) von 250 Mio. EUR ab. Damit kommt man auf ein „cash-free NAV“ von ca. 1,2 Mrd. EUR.

Jetzt nimmt man das operative EBITDA des Portfolios von 114 Mio. EUR und addiert Holdingaufwendungen in Bezug auf Portfoliounternehmen

<sup>26</sup> Gotham Bericht, S. 4/43-49.

<sup>27</sup> Anm. d.Ü.: s.o. FN 6.



von ca. 20 Mio. EUR. Das ergibt ein operatives EBITDA des Portfolios von ca. 135 Mio. EUR.

Teile jetzt den cash-free NAV von 1,2 Mrd. EUR durch das operative EBITDA des Portfolios in Höhe von 135 Mio. EUR, was zu einem Ergebnis von ca. 8,9x führt. Das heißt, dass der aktuelle NAV das AURELIUS Portfolio mit einem *Multiple* von ca. 8,9x bezogen auf sein EBITDA bewertet.

Verglichen mit den EBITDA-Multiples Spannen für die meisten nicht börsennotierten, kleinen und mittelgroßen Unternehmen in Europa von 7-10x<sup>28</sup> ist das durchaus plausibel.

Um alle für die Berechnung von NAVs benötigten externen Informationen zu erhalten, nutzt AURELIUS das Tool Capital IQ, das auch von internationalen Prüfungsgesellschaften wie PwC genutzt wird.

Die Berechnung der Diskontierungssätze berücksichtigt verschiedene Parameter. Diese Parameter werden von unseren Wirtschaftsprüfern zum Zeitpunkt der Erstkonsolidierung jeder Akquisition geprüft. In der Folge wird die Vergleichsgruppe immer wieder aktualisiert auf Basis von Zinssätzen, Beta-Faktoren, Risikoprämien usw. Daher ändern sich Abzinsungsfaktoren von Jahr zu Jahr. Laut einer Studie von KPMG (*Cost of Capital Study 2015*), die jährlich veröffentlicht wird, sind WACCs in letzter Zeit gefallen, insbesondere für die Vergleichszeiträume 2014 und 2015. Entsprechend sind auch unsere WACCs gefallen.

Die Zinsstrukturkurven der EZB und der Schweizer Nationalbank bestätigen das:

---

<sup>28</sup> Siehe Anhang 2.

22

**Yield curve**

European Central Bank versus Swiss Nationalbank (in percent)

Sources: KPMG analyses on the basis of data from the European Central Bank and Swiss Nationalbank



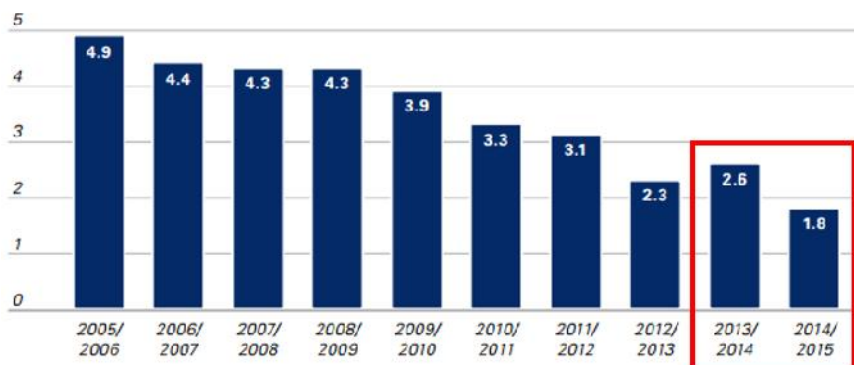
Source: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/01/kpmg-cost-of-capital-study-2015.pdf>

Besonders die üblicherweise zugrunde gelegte Rate für den risikofreien Zins fiel auf ein historisches Tief von 1.8%:

20

**Average risk-free rate applied**  
Total (in percent)

Source: KPMG



Zusätzlich führt AURELIUS Werthaltigkeitsprüfungen nach IAS 36 durch. Diese Prüfungen nutzen dieselben Diskontfaktoren/Budgetzahlen/Vergleichsgruppen usw. wie auch die NAV-Berechnungen. In diesem Sinne werden viele der NAVs indirekt auch jährlich geprüft.

Auf Wunsch seiner Investoren veröffentlicht AURELIUS seit 2014 NAVs obwohl dies im IFRS Standard nicht verlangt wird. Aus diesem Grund sind sie nicht Teil des geprüften Geschäftsberichts.

## Anhang 1

**„Der ‘Total return’ für Wellman bildet das Risiko einer Eventualverbindlichkeit nicht ab.“<sup>29</sup>**

**Dies ist unzutreffend.**

Bei M&A-Transaktionen sind Garantien von Verkäufer und Käufer ein gewöhnlicher Bestandteil des Anteilskaufvertrags (*Share Purchase Agreement - SPA*). Sie unterscheiden sich im Einzelfall, sind aber normalerweise auf einen bestimmten Prozentsatz des Kaufpreises und einen gewissen Zeitraum begrenzt. In den letzten zehn Jahren hat AURELIUS zwar Geld auf Garantieansprüche gezahlt, dies waren jedoch nur sehr wenige Ausnahmefälle, und der Gesamtbetrag belief sich weniger als 1 Mio. EUR.

Die *Total Return*-Ziffer für Wellmann, die im Gotham Bericht auf S. 37 genannt wird (29,33 Mio. EUR), muss nicht angepasst werden, weil die Eventualverbindlichkeit nie eingefordert wurde. Wellmann wurde 2011 verkauft. Das SPA beinhaltete eine Garantie über 25,4 Mio. EUR. 4,2 Mio. EUR liefen in jährlichen Tranchen von 0,84 Mio. EUR aus; 21,2 Mio. EUR liefen nach fünf Jahren aus (siehe Geschäftsbericht 2015 Anhang Ziff. 69).

In den letzten fünf Jahren gab es keinen Barabfluss im Zusammenhang mit der oben genannten Garantie. Daher ist diese Garantie mittlerweile ausgelaufen, siehe hierzu auch Geschäftsbericht 2016 (in der letzten Woche veröffentlicht). Eine Anpassung ist unnötig, Aktionäre sind nicht geschädigt worden.

**„Eventualverbindlichkeiten haben über den Wellmann/Residuum Fall hinaus Relevanz.“<sup>30</sup>**

**Dies ist im Wesentlichen unzutreffend.**

S. 39 des Gotham Berichts zeigt die folgende Tabelle zu Eventualverbindlichkeiten:

CONTINGENT LIABILITIES		
EUR '000	31-Dec-14	31-Dec-15
Contingent liabilities, as reported	€ 101,933	€ 64,318
Contingent liabilities, as calculated	€ 105,683	€ 94,268
<b>Difference</b>	<b>-€ 3,750</b>	<b>-€ 29,950</b>
<b>Difference as % of reported number</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-46.6%</b>

In seinen Kommentaren zum Jahresabschluss für 2014 macht Gotham eine Reihe von Fehlern:

Framochem:

Gotham zählt die 3.750 Tsd. EUR zum Framochem Veräußerung zweimal. Der Betrag ist bereits in der gezeigten Summe von 9.375 Tsd. EUR enthalten und damit auch in der Gesamtsumme von 101.933 Tsd. EUR.

<sup>29</sup> Gotham Bericht, S. 37.

<sup>30</sup> Gotham Bericht, S. 39.

BCA:

Beträge, die im Absatz Rechtsstreitigkeiten gezeigt werden, sind nicht in den Eventualverbindlichkeiten enthalten. Die im Gotham Bericht genannte Gesamtsumme beinhaltet einen Betrag für BCA, den Gotham mit 5.000 Tsd. EUR annimmt. Weil aber dieser Betrag bereits im Absatz Rechtsstreitigkeiten ausgewiesen wurde, ist er nicht in den Eventualverbindlichkeiten enthalten.

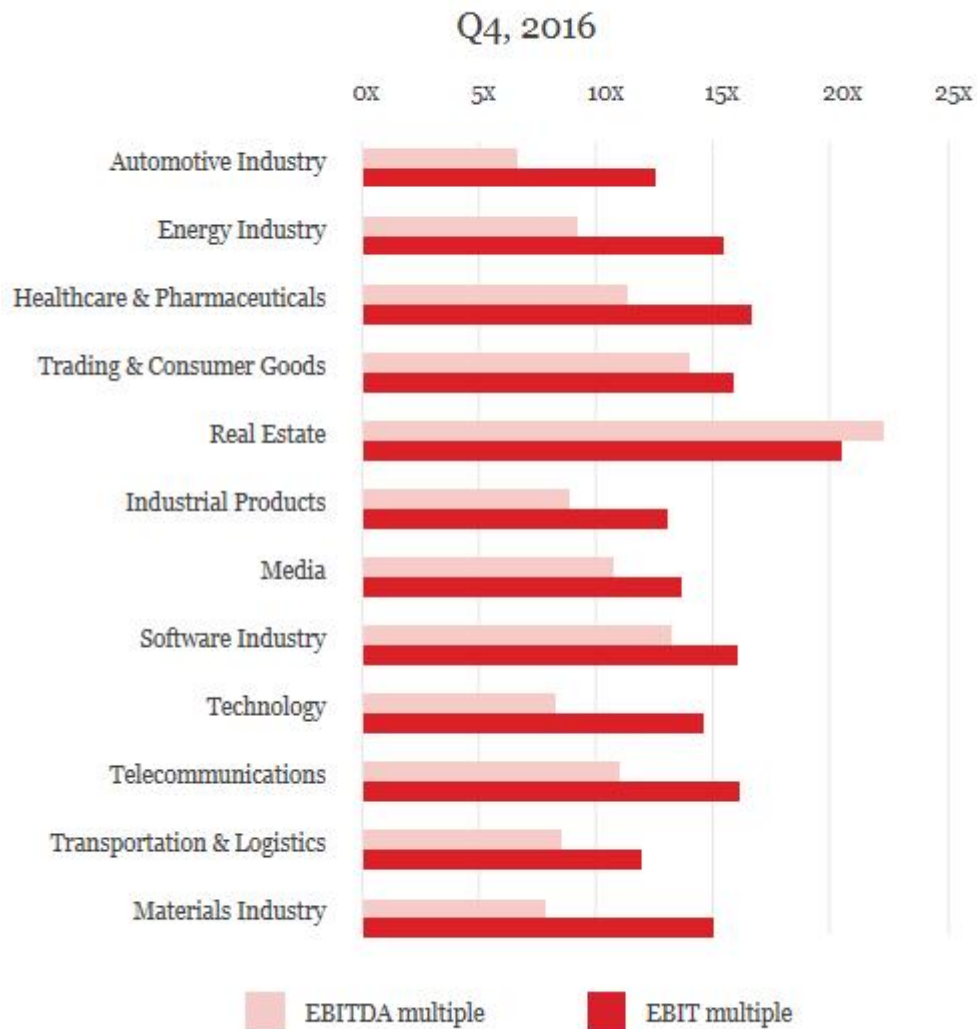
Zum Jahresabschluss für 2015:

Die in Ziff. 69 im Anhang des Geschäftsberichts 2015 vollständig ausgewiesenen Beträge summieren sich auf einen korrekten Gesamtbetrag von 85.518 Tsd. EUR. Leider ist uns in der ersten Zeile dieses Abschnitts ein redaktioneller Fehler bei der Addition der Gesamt-Eventualverbindlichkeiten unterlaufen. AURELIUS zeigt einen Betrag von 64.318 Tsd. EUR. Es fehlt jedoch kein Einzelbetrag, der Gesamtbetrag wurde lediglich falsch aufsummiert in Ziff. 69.

Bei BCA und Framochem macht Gotham dieselben Fehler erneut für 2015.

## Anhang 2

### Multiple comparison by sector



Quelle: <http://pwc-tools.de/kapitalkosten/en/>