

Rede der SdK anlässlich der a.o. HV der GFKL in Essen am 6.11.2015

1. Begrüßung

Guten Tag, meine sehr verehrten Aktionärinnen und Aktionäre, Herr Herr Muelder, Herr Niromand, mein Name ist Joachim Kregel, ich bin Sprecher der SdK, der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger. Ich vertrete heute die SdK, alle Aktionärinnen und Aktionäre und alle Institutionen, die der SdK Ihr Vertrauen ausgesprochen haben.

2. Sinn und Zweck der a.o. HV

Wir Minderheitsaktionäre sollen von der Permira, vertreten durch die Advent, vertreten durch die Carl Groß, aufgekauft durch die Garfunkel, aus unserem Unternehmen herausgedrückt werden, Neuschwäbisch Squeeze-out.

Der Gesetzgeber, obwohl seit 2014 in Abkehr der Holzmüller-Doktrin und der Macrotron-Entscheidung (Delisting) ungnädig zu Aktionären, hat doch für einen Squeeze-out strenge Hürden vorgesehen, nämlich einen HV-Beschluss, Delisting ist inzwischen ohne HV-Beschluss möglich und einen angemessenen Abfindungsbetrag, der einen langfristig orientierten Anlage entschädigen soll.

3. Marktrisikoprämie

Die Gesellschaft bezieht sich in ihrer Errechnung des Unternehmenswerts der GFKL AG auf den höchst umstrittenen, von einem privaten Verein erlassenen Standard IdW S 1 von 2012, der einen 300-400-% Aufschlag zur risikolosen Bundesanleihe von zurzeit von unter 1% für die sog. Marktrisikoprämie fordert. Warum ist das heute für uns wichtig, uns mit dieser Prämie von 5,5-7% n.St. auseinander zu setzen?

Nun, es ist der einzige Tagesordnungspunkt.

Mit 1,78%-Prozenten haben wir nicht den Hauch einer Chance, einen anderen HV-Beschluss durchzusetzen, dazu ist Permira zu stark. Wir aber können mindestens genau so gut rechnen wie Permira.

Je höher der Abzinsungsfaktor, also risikoloser Zins plus Marktrisikoprämie mal Betafaktor, desto niedriger der Unternehmenswert, desto niedriger unser Abfindungsbetrag, das weiss Permira und das wissen auch wir.

Wie kam es zu dieser erhöhten Marktrisikoprämie des IdW.

Nun, wir hatten eine Finanzkrise, die das von nicht durch gerade durch Naturwissenschaftler geprägte IdW als singuläres, einzigartiges Ereignis angesehen hatte. Ach ja, wir hatte die dotcom-Krise 6 Jahre zuvor, ohne dass das IdW zu einer Änderung der Marktrisikoprämie gezwungen sah, damals 4-5 %.

Die waren damals auch schon falsch, da des IdW sich auf Stehle 2004 bezog, der in einer arithmetischen Reihe von 1955-2004 diese Marktrisikoprämie historisch errechnet hatte. Arithmetisch heißt, ohne Zinseszins-Berechnung, d.h. Stehle unterstellt eine jährlichen Verkauf und Wiederkauf der Anlage. Ist diese Annahme für einen langfristig orientierten Investor, ich schaue auch Sie an, Herr Muelder von Permira, nein. Sie ist schlicht weg falsch. Das geometrische Mittel, also mit Zinseszinsen, kommen für den Betrachtungszeitraum 3 % heraus. Der Wert wäre noch niedriger, wenn die Untersuchungszeiträume noch weiter zurückverlegt würden. Also 3% wären 2004 angemessen gewesen und nicht 4-5%.

Was macht das IdW nach der Finanzkrise 2008-2011, es senkt nicht etwa die Marktrisikoprämie, was angemessen gewesen wäre, ab, nein es erhöht sie auf 5,5-7%. Hat es Belege dafür gebracht, diese Jahre 2008-2011 mit einem Gewicht von 22%-Punkten statt wie angemessen mit 5%-Punkten am arithmetischen Mittel zu bewerten, nein. Das so der Objektivität und Neutralität verpflichtete Institut redet sich mit einer Intuition heraus und legt die Berechnungsgrundlagen nicht offen. Es braucht es auch nicht, denn ist ja ein privater Verein, siehe LG Köln vom 24.9.2009 zu Parsytec, aber dann ist diese Marktrisikosatz auch keine Referenz, die es heute zu beachten gelte.

Übrigens Stehle kommt mit seiner Zeitreihe von 1955-2009 in geometrischer Betrachtung am 20.7.2010 in seinem Navigatorgutachten auf 3,07 %.

Wir merken uns, Marktrisikoprämie um 2,43 %-Punkteüberhöht angesetzt!

1a. Frage: Halten Sie, Herr Kittlaus, Herr Dr. Willershausen von der Duff&Phelps GmbH die Marktrisikoprämie von 5,5% n.St. berechtigt und angemessen, welche alternativen Berechnungen haben Sie durchgeführt. Immerhin habe sie ein 3/4 Seite ihres gut 100 seitigen Gutachtens dafür verwendet, immerhin knapp 1% Ihrer kostbaren Zeit, für uns Aktionäre jedoch 80% der gesamten Bewertungsgeschichte.

Wenn die Herren hier nicht direkt antworten möchten, bitte ich Herr Niromand um entsprechende Antwort?

4. Betafaktor

Komme nun zum zweiten wichtigen Teil der Erörterung, dem Betafaktor.

Der Betafaktor soll darüber Auskunft geben, wie sich die GFKL Aktie zum gesamten Aktiensegment, Stichwort Marktrisikoprämie, individuell entwickeln würde. Also er wäre 1 bei gleicher Entwicklung des Aktienmarkts, unter 1 bei weniger volatiler, d.h. schwankungsintensiver Entwicklung und über 1 bei stärker Schwankung unserer Aktie.

Im Gutachten wird ein Faktor von 0,9, etwas niedriger als der Markt angenommen. Das ist schon nicht ganz verkehrt, denn Inkasso- und Debitorenmanagement-Unternehmen unterliegen keiner großen Zyklik, ganz anders als Internet-Technologie, ja sogar Konsumgüterunternehmen.

Die Erträge und die sich daraus ergebenden Kursentwicklungen hängen zum großen Teil von der IT-Intelligenz der gewählten Algorithmen, der Struktur der erworbenen bzw. betreuten Forderungen und dem Preis für den Kauf der Forderungspakete ab. Sie sind dann ziemlich gut für 3-5 Jahre planbar. D.h. für den Betafaktor von unserer Gesellschaft GFKL zum Markt gilt, er ist ziemlich niedrig, da externe Faktoren keinen großen Einfluss auf die Unternehmensperformance und damit auf den Aktienkurs haben. Das sieht man auch an den vorlegten Zahlen der letzten beiden Geschäftsjahre von 2013 und 2014 mit EBITDA's von 19-20% und EBT von 12-13%, zwar immer noch meilenweit entfernt vom Marktführer mit 29% EBITDA bzw. 22 % EBT, aber immerhin stabil.

Woher der zugrunde gelegte Betafaktor von 0,9 v.St. bzw. 1,1 n.St. erschließt sich dem Betrachter der HV-Unterlagen nicht.

Immerhin wird als möglichst breiter Maßstab der MSCI World zugrunde gelegt. Damit haben wir in der Marktrisikoprämie nach Stehle nur deutsche Aktien, im Branchenkorb für die Schätzung des Betas unserer GFKL europäische Unternehmen, die dann am Weltaktienkorb gemessen werden. Mehr Verwirrung geht nicht, mehr Unsinn auch nicht, es geht nicht um Marktbreite, sondern um Angemessenheit. Es sei denn ich hätte mich getäuscht und Herr Stehle hätte bei der Marktrisikoprämie auf die gesamte Aktienwelt von 1955 bis 2004 untersucht.

Bei einem Vergleich der Firmen Intrum und Euler Hermes habe ich die unlevered Betas von 1,0 bzw. 1,4 nicht gefunden; ich fand im Screener Rating der jeweiligen Aktien 0,6 und 0,64, d.h. 40-100% niedrigere Werte.

1b. Frage: Ist insbesondere der Beta-Faktor von 0,9 angemessen und zutreffend ermittelt, wie groß war der Regressionskoeffizient des MSCI World auf Intrum, Euler Hermes und KRUK? Wieso wurde nicht der Euro StoXX als Vergleich für europäische Aktien gewählt. Wieso konnte kein Branchenindex oder Mix gefunden werden, denn die Kunden von GFKL sind doch branchenmäßig bekannt (Telco, Einzelhandel, Konsumgüter)?

5. Risikoloser Zins

Auch hier stellt sich die Frage, mit welcher Anlageform die Gutachter 1,5% v.St. risikolos erzielen wollen. Keine Bundesanleihe der letzten 12 Monate wurde zu 1,5 % Rendite herausgegeben. Ich sehe eher Werte zwischen -0,31% und 0,50 %.

1c. Frage: Ist der gewählte risikolose Zinssatz von 1,50% (1,1 % n.St.) heute noch angemessen?

Zusammengefasst sehe ich den risikolosen Zins um 1%-Punkt zu hoch, die Marktrisikoprämie um 2,5 %-Punkte und den Betafaktor um 0,25%-Punkte als überhöht an. Damit komme ich auf einen Unternehmenswert, der mehr als 50% über dem begutachteten Wert von 592 Mio. €. D.h. eher bei 1 Mrd. € als bei 592 Mil. €, d.h. eher bei 40 € je Aktie als bei 23,71 €.

6. Unternehmensbesonderheiten

Ich gehe nicht davon aus, dass Permira auch nach dem Kauf der Lowell es auf Dauer mit ansehen wird, dass das neue Unternehmen nicht in die europäische Spitzengruppe nach der Rendite aufschließen wird. Damit müssten dann Synergien mittelfristig gehoben werden, die die Ergebnisse relativ um 50% anwachsen lassen, die Berichte zeigen erst ab 2020 einen nicht erklärten Ergebnissprung um fast 70%

2. Frage: Welche Synergien entstehen durch die Zusammenarbeit mit der Lowell-Gruppe, und wieso werden diese Synergien erst in 2020 wirksam?

Bei der Ertragswertberechnung auf Seite 84 des Übertragungsberichts wird unter Ziffer 346 ein ganzes Halbjahr, nämlich das erste Halbjahr 2015 gänzlich unter den Tisch fallen gelassen.

Wir haben also eine Unternehmensbewertung von 4,5 Planjahren plus ewiger Rente.

3. Frage: Welche Belastungen im 2. Hj. 2016 führen dazu, dass das 15-Ergebnis im Rahmen des Plans bleibt und nicht darüber, wieso wurde nur ein Halbjahr und nicht das ganze Jahr in der Unternehmensbewertung angesetzt, 10-15 Mio. € zu niedrig, 0,40-0,60 €/ Aktie?

Die restliche Fragen sind vor dem eben Geschilderten eigentlich sekundär, geht es doch jetzt um Millionen, eben um 100-er Millionen.

Eine Frage an den Aufsichtsratschef von Permira, Herr Muelder.

4. Frage: Ist Permira so übel beleumundet, dass sie auf dem Kapitalmarkt sich mit 8% refinanzieren muss? Was rechtfertigt sonst das Darlehen von 59 Mio. € an GFKL mit einem

exorbitanten hohen Zinssatz von 8%. Ist das neue Darlehen von 93 Mio. € zu 3,25 % angemessen im Vergleich zur alten Kreditfazilität des Bankenkonsortiums, welchen Effektivzinssatz hatte die alte Kreditfazilität?

Zurück zum Unternehmenswert

5. Frage: Wie wurden die aktiven latenten Steuern von 5,2 Mio. € bewertet, fallen sie zukünftig weg? Ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen richtig errechnet, Sonderwert von 4,3 Mio. €? Wieso fallen die betrieblichen Erträge ab 2015 gänzlich weg?

Eine letzte Frage zur Geschäftsstrategie, Herr Niromand, ja, ich bin schon gleich durch.

6. Frage: Wieso wird das Geschäft mit den Mahnanwälten ausgebaut, obwohl es gänzlich unrentabel ist?

Übrigens, sie sind, meine Damen und Herren, jetzt bestimmt nicht überrascht, wenn ich zur Tagesordnung vorschlage, mit NEIN zu stimmen.

Ja, meine Damen und Herren, wir sollten immer aufpassen, wenn uns jemand ein verlockendes Angebot macht, der rote Apfel war schon im Märchen einmal vergiftet. Ich hoffe, es gibt ein Spruchverfahren, ich werde mich bei der SdK dafür verwenden und wir werden dann adäquat abgefunden. Herr Niromand, Herr Muelder, ich freue mich auf Ihre Antworten, wirklich!

Abstimmvorschlag der SdK zur a.o. HV der GFKL AG am 6.11.2015 in Essen

TOP 1: Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der GFKL Financial Services Aktiengesellschaft auf die Garfunkel Holding GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (Squeeze-out)

Ablehnung

Begründung: Zwar werden der Berechnung des Abfindungsbetrags von 23,71 ambitionierte Geschäftsplanungen zugrunde gelegt, jedoch ist das Inkassogeschäft relativ einfach für mehrere Jahre planbar, wenn man über entsprechende IT-Systeme (Algorithmen) den zu kaufenden Forderungsbestand einer genauen Prüfung unterzieht. Bei der Berechnung sind aus Sicht des SdK die Wahl des Marktrisikofaktors mit 5,5% (zu hoher Aufschlag zu Anleihen nach einer kombinierten arithmetischen und geometrischen Methode, falsches Basisjahr 1955) und der Betafaktor mit 0,9 (nur 60 Werte von 5 Firmen) bei einem wenig konjunktursensiblen Geschäft angreifbar. Bei Korrektur der Marktrisikoprämie um 0,5%-Punkte und des Betafaktors um 0,4 %-Punkte würde sich der Ertragwert stark erhöhen.

Anlage

Dr. Behzad Karami vom 20.2.2015 Kritik an FAUB 19.12.2012: seit 2012 + 1%-Punkt;
Stehle: 2004: **arithmetisch** mit jährlichem Verkauf und Wiederkauf kommt 4-5% v.St bis
2008 schon überhöht, erst recht nach der Finanzkrise
statt geometrisch mit Zinseszins-Berechnung kommt zu 3%;
Navigatorgutachten kommt von Stehle in 20.7.2010 zu einem Zinssatz von 3,07 % (1955-
2009)
LG Köln Parsytec vom 24.7.2009: Verzicht auf IDW S 1
LG Frankfurt vom 25.11.2014 und 16.12.2014: privater Verein, keine rechtliche
Bindungskraft
Lange oder kurze Zeit vor/nach der Finanzkrise
Erhöhung der Risikoaversion nicht belegbar und nicht beobachtbar
Anteil von 5,36%-Punkten für 2008-2011 gerechtfertigt, nicht aber 22,22%-Punkte in der
neuen Prämie

JKJKUGMBHKÖLNSDK20151104