

**HV-Bericht**

# Scherzer & Co. AG

**WKN 694280      ISIN DE0006942808**

am 29.05.2017 in Köln

***Aktie notiert fast auf NAV-Niveau -  
Erneut 0,05 Euro Dividende ausgeschüttet***

## Tagesordnung

1. Bericht über das Geschäftsjahr 2016
2. Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns  
(Vorschlag: Dividende in Höhe von EUR 0,05 je für das Geschäftsjahr 2016  
dividendenberechtigter Stückaktie)
3. Entlastung des Vorstands für das Geschäftsjahr 2016
4. Entlastung des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2016
5. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2017  
(Vorschlag: Formhals Revisions- und Treuhand GmbH, Wipperfürth)
6. Neuwahl der Aufsichtsratsmitglieder  
(Vorschlag: Herren Dr. Stephan Göckeler, Bad Honnef; Rolf Hauschildt, Düsseldorf;  
Dr. Dirk Rüttgers, München)

## HV-Bericht Scherzer & Co. AG

Zu ihrer diesjährigen Hauptversammlung hatte die Scherzer & Co. Aktiengesellschaft ihre Anteilseigner am 29. Mai 2017 wie bereits in den Vorjahren in das Lindner Hotel City Plaza in Köln eingeladen. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dr. Stephan Göckeler begrüßte die rund 150 Aktionäre, Gäste und Vertreter der Presse, darunter Alexander Langhorst von GSC Research, und erteilte nach Erledigung der üblichen einleitenden Hinweise und Formalien den beiden Vorstandsmitgliedern Dr. Georg Issels und Hans Peter Neuroth das Wort.

### Bericht des Vorstands

Nach Begrüßung der Teilnehmer zeigte sich Dr. Issels mit Blick auf den Aktienkurs am Morgen vor der Versammlung mit 2,62 Euro sehr erfreut und stellte zufrieden fest, dass bei diesem Kurs wohl niemand von sich behaupten kann, im Verlust zu sein, stellen die 2,62 Euro doch zugleich den bisherigen Höchstkurs der Scherzer & Co.-Aktie dar. Einleitend gab Dr. Issels noch einen kurzen Überblick über das finanzwirtschaftliche Umfeld des Jahres 2016. Dieses war insbesondere mit Ereignissen wie der überraschenden Entscheidung zum Brexit, aber auch der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und abgelehnten Referendum in Italien nicht gerade arm an Ereignissen.

Auch die Kurse sind erst zum Jahresende angestiegen, bis November lag der DAX unter dem 2015er Jahresultimostand. Insgesamt kletterte der DAX um 6,9 Prozent, der MDAX legte um 6,8 Prozent zu und der Kleinwerteindex SDAX hat es auf einen Zuwachs von 4,6 Prozent gebracht. Mit einem Minus von 1,0 Prozent entwickelte sich der TecDAX indes negativ. Die in Euro umgerechnete Wertentwicklung des Dow Jones für 2016 lag bei 16,8 Prozent, der S&P500 legte um 12,8 Prozent und der NASDAQ Composite um 10,7 Prozent zu. Beim Nikkei 225 liegt das Plus in Euro bei 6,7 Prozent und beim MSCI World bei 8,5 Prozent.

Die Scherzer & Co. Aktie konnte 2016 auf 2,37 Euro nach 2,09 Euro per Ende 2015 zulegen. Dies entspricht einem Kursplus von 13,4 Prozent und dieser liegt damit über der Entwicklung des DAX. Bei der Betrachtung der Performance ist laut Dr. Issels zudem zu berücksichtigen, dass 2016 auch noch eine Dividende von 0,05 Euro an die Anteilseigner ausgeschüttet worden ist. Der innere Wert (NAV) verbesserte sich um 9,17 Prozent auf 2,50 Euro per Ende 2016 nach 2,29 Euro zum Jahresultimo 2015. Positiv bewertete der Vorstand auch, dass sich der Abstand zwischen Kurs und innerem Wert immer weiter reduziert hat und die Aktie aktuell sogar mit einem leichten Aufgeld gegenüber dem NAV notiert, nachdem in den vergangenen Jahren meist Abschläge von 15 bis 20 Prozent hinzunehmen waren.

Vorstandsmitglied Hans Peter Neuroth erläuterte sodann die wesentlichen Eckdaten des vorliegenden Jahresabschlusses. So konnten Erträge aus Finanzinstrumenten in Höhe von 6,718 (Vorjahr: 10,904) Mio. Euro erzielt werden, die Aufwendungen für Finanzinstrumente lagen bei 0,73 (5,45) Mio. Euro. Vereinnahmt werden konnten zudem sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 0,91 (1,87) Mio. Euro, die vereinnahmten Dividendenerträge lagen bei 1,66 (1,58) Mio. Euro und die sonstigen Zinsen und ähnliche Erträge sind auf 144 (981) TEUR zurückgegangen. Der Anstieg bei den Löhnen und Gehältern auf 1,24 (0,75) Mio. Euro geht nach Vorstandsangabe insbesondere auf fällig gewordene und an die Entwicklung des Aktienkurses gekoppelte Tantiemen zurück.

Abschreibungen lagen mit 8 (7) TEUR erneut auf einem sehr niedrigen Niveau, sonstige betriebliche Aufwendungen erreichten einen Wert von 0,58 (0,48) Mio. Euro. Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens erhöhten sich leicht auf 1,81 (1,50) Mio. Euro. Weitere Aufwandspositionen waren Zinsen und ähnliche Aufwendungen von 287 (420) TEUR sowie Steuern vom Einkommen und Ertrag in Höhe von 0,27 (1,38) Mio. Euro. Unter dem Strich ergibt sich ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von 4,74 (6,7) Mio. Euro und ein Jahresüberschuss von 4,46 (5,32) Mio. Euro. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie von 0,15 nach zuvor 0,18 Euro. Einen hohen Anteil am positiven 2016er Ergebnis hatte laut Herrn Neuroth die im zweiten Halbjahr erfolgreich abgeschlossene Fidor-Bank Transaktion mit einem Ergebnisbeitrag von 2,9 Mio. Euro.

Mit Blick auf die Ergebnisentwicklung betonte der Vorstand, dass die zentrale Steuerungsgröße bei der Scherzer & Co. Aktiengesellschaft die Entwicklung des inneren Wertes (NAV) ist. Dieser hat im Jahresvergleich um 0,31 Euro zulegen können, berücksichtigt man die Zahlung der Dividende von 0,05 Euro im vergangenen Jahr lag der Zuwachs sogar bei 0,36 Euro. Angesichts der positiven Ergebnisentwicklung auch im Jahr 2016 soll erneut die Zahlung einer Dividende von 0,05 Euro vorgeschlagen werden. Auch bilanziell ist die Gesellschaft weiterhin solide aufgestellt. So liegt die Eigenkapitalquote mit 71,44 nach 73,11 Prozent weiterhin auf einem hohen Niveau.

Sodann gab Dr. Issels einen kurzen Überblick zur verfolgten Anlagestrategie. Dabei liegt der Investitionsfokus unverändert auf Unternehmen, die am Markt z.B. wegen mangelnder Coverage, fehlender Investor Relations-Aktivitäten oder eines illiquiden Handel unbekannt sind. Ein zweiter Schwerpunkt liegt bei Unternehmen, die an der Börse unbeliebt sind, z. B. weil das betriebene Geschäftsmodell nicht verstanden ist oder sich in einem unbeliebten Sektor bewegt. Weitere Gründe für mangelndes Interesse am Markt können laut Vorstand auch ein Restrukturierungsszenario oder eine missverstandene Ertragskraft sein. Das dritte Schwerpunktthema bilden die sogenannten Spezialsituationen. Darunter werden neben aktuellen Kapitalmaßnahmen oder Unternehmensneuausrichtungen auch sämtliche Themen aus dem Bereich von Übernahmen, Strukturmaßnahmen oder Unternehmensverträgen bis hin zu einem denkbaren Squeeze-out-Szenario verstanden.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurden im Portfolio Teilveräußerungen bei Demire AG, Fair Value Reit-AG, Francotyp Postalia Holding AG, GK Software AG, Highlight Communications AG, Homag Group AG, InVision AG und Lotto24 AG vorgenommen. Komplett getrennt hat man sich laut Dr. Issels von Centrotec Sustainable AG, Delticom AG, DVB Bank SE, Elexis AG, Fidor Bank AG, Goldbach Group AG, Klöckner & Co. SE, Manz AG, Max21 AG, MLP AG und VBH AG.

Auf der anderen Seite wurden in einer ganzen Reihe von Fällen auch Gelegenheiten zum günstigen Nachkauf bei bestehenden Portfoliowerten genutzt. Aufgestockt wurden dabei Aktien von Adler Modemärkte AG, AG für die Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur AG, Diebold Nixdorf AG, Gagfah SA, infas Holding AG, K+S AG, MAX Automation AG, Mobotix AG, Pfeiffer Vacuum Technology AG, RM Rheiner Management AG und Syzygy AG. Vollkommen neu ins Portfolio hinzugekommen sind u.a. Audi AG (*Anm. des Verfassers*: siehe auch die Fallstudie im Geschäftsbericht der Scherzer & Co. AG), Braas Monier Building Group SA, FORIS AG, freenet AG, Kabel Deutschland AG, LEONI AG, Sachsenmilch AG, Sunrise Communications Group AG, UMT AG und Zur Rose AG.

Das Volumen der Abfindungsergänzungsansprüche belief sich laut Dr. Issels per Ende April 2017 auf 95,3 (96,2) Mio. Euro. Im Net Asset Value werden diese Nachbesserungsrechte nach wie vor nicht erfasst. Rechnet man hier zusätzlich die Nachbesserungsrechte der Scherzer & Co. AG aufgrund ihrer Beteiligungen an der RM Rheiner Management AG (ca. 34 Prozent) sowie der Allerthal-Werke AG (ca. 23 Prozent) mit hinzu, ergibt sich nach seiner Angabe ein Andienungsvolumen von über 112 Mio. Euro. Im Geschäftsjahr 2016 konnte das Spruchverfahren der Phoenix AG im Nachgang des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out beendet werden, ohne positiven Beitrag endete hingegen das Verfahren bei der PC-Ware AG. Neu hinzugekommen sind Elexis (23 TEUR), VBH AG (261 TEUR) und Einreichungen zum Unternehmensvertrag bei MAN SE (41 TEUR). Zugängen von rund 325 TEUR standen Abgänge im Umfang von 686 TEUR gegenüber.

Die größten Positionen im Nachbesserungsvolumen sind nach Vorstandsangabe per Ende April 2017 die AXA Konzern Stämme und Vorzüge aus dem Squeeze-out im Volumen von 18,8 Mio. Euro bzw. 6,8 Mio. Euro, Generali Deutschland Holding AG aus dem Squeeze-out mit 9 Mio. Euro, HVB AG aus dem Squeeze-out mit 17,2 Mio. Euro ebenso wie die Bank Austria mit 8,8 Mio. Euro. Weitere Positionen sind Miba AG mit 4,9 Mio. Euro, Kölner Rück mit 3,8 Mio. Euro, Deutsche Postbank und Sky Deutschland mit jeweils 2,6 Mio. Euro sowie Vattenfall AG mit 2,5 Mio. Euro, die jeweils alle aus dem Squeeze-out bei den genannten Gesellschaften resultieren. Auf sonstige Positionen entfällt ein Volumen von zusammen 18,3 Mio. Euro.

Im weiteren Verlauf der Vorstandsausführungen gaben Dr. Issels und Herr Neuroth weitere Erläuterungen zu den zehn größten Aktienpositionen im Portfolio und stellten dabei einige der Engagements auch näher vor. Größte Positionen nach Kurswerten per 15. Mai 2017 sind GK Software AG (10,67 Prozent), Freenet AG (8,86 Prozent), W&W Wüstenrot und Württembergische AG (6,21 Prozent), Allerthal-Werke AG (4,82 Prozent), K+S AG (4,36 Prozent), Lotto24 AG (4,25 Prozent), Mobotix AG (4,12 Prozent), Pfeiffer Vacuum Technology AG (3,80 Prozent), MAN SE Vorzüge (3,20 Prozent) und Horus AG (2,95 Prozent). Auf die zehn größten Positionen entfallen 53,24 Prozent des Gesamtvolumens.

Zugelegt vom Portfolioanteil haben auch die Investments in der Schweiz. Der Anteil am Gesamtportfolio der Scherzer & Co. AG liegt nach Vorstandsangabe bei rund 8,7 Prozent. Positionen werden dabei gehalten bei der AG für Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur, bei der auf jede Aktie etwa zwei Drittel einer Wohnung aus dem vorhandenen Bestand entfällt, der Biella-Neher Holding AG mit rund 3,5 Prozent des Grundkapitals, Highlight Communication AG, Highlight Event & Entertainment AG, Sunrise Communications AG, der Thurella AG sowie der Zur Rose Group AG. Insbesondere bei letzterer besteht Phantasie auf einen Börsengang, das Unternehmen ist u.a. als Versandapotheke (Doc Morris) tätig.

Sodann erläuterte Herr Neuroth anhand der im vergangenen Jahr veräußerten Fidor Bank AG den Ablauf einer solchen Transaktion. Interessant ist der Fall dabei nach seiner Angabe vor allem deshalb, weil es sich um ein Unternehmen handelt, bei dem man im Umfeld eines Delistings eingestiegen war. Die im Jahr 2003 gegründete Gesellschaft ist seit 2009 als Vollbank aktiv und setzt als Direktbank zunehmend auf sog. Social Banking Lösungen. Dazu zählen z.B. Twitter-Überweisungen, Social Lending, Social Trading und auch der Handel mit virtuellen Währungen. Der Erstkontakt mit dem Unternehmen erfolgte auf einer Investorenkonferenz Ende 2014. Nach einer Kapitalerhöhung von 8,25 Euro je Aktie der Fidor Bank wurde 2015 ein Delisting mit Übernahmeangebot angekündigt. In diesem Kontext erfolgten erste Käufe unterhalb des Kapitalerhöhungspreises, da man bei dem Angebot mit einem Betrag von mindestens 8,25 Euro rechnete. Nachdem dann ein Delisting ohne Rückkaufangebot erfolgt ist, gab der Aktienkurs um gut 15 Prozent nach. Bei diesen Kursen sowie über ein lanciertes Kaufangebot im Zeitraum Oktober bis Dezember 2015 über die Valora Effektenhandel AG zu 6,50 Euro erfolgten weitere Zukäufe. Letztlich hat man insgesamt mehr Stücke erhalten als zunächst erwartet. Im Juli 2016 ist dann der Verkauf der Fidor Bank an die französische Genossenschaftsbankengruppe BPCE bekannt gegeben worden. Mit dem Closing der Transaktion am 19. Dezember 2016 konnte Scherzer & Co. einen Ertrag von 2,9 Mio. Euro realisieren, der erzielte Verkaufspreis der Fidor Bank-Aktien lag bei 13,69 Euro.

Seit 2011 im Portfolio und somit ein „alter Bekannter“ ist laut Dr. Issels die Aktie der GK Software AG, dessen Finanzvorstand ebenfalls an der Hauptversammlung der Scherzer & Co. AG teilnahm und den er besonders begrüßte. Der Anteil im Scherzer-Portfolio liegt aktuell bei 10,67 Prozent. Nach Gewinnung von ALDI Nord als Kunde im Februar 2016 (Quelle: Lebensmittelzeitung) konnte im August 2016 mit GERRY WEBER ein weiterer wichtiger Neukunde gewonnen werden. Das Hallenser Unternehmen wird die rund 1.000 GERRY WEBER und HALLHUBER-Filialen in 18 Ländern mit der Anwendung SAP Omnichannel Point-of-Sale bei GK ausstatten. 2016 konnte GK Software den Umsatz um 23,5 Prozent auf 77,33 (62,6) Mio. Euro ausweiten. Das EBITDA verbesserte sich auf 7,8 (2,18) Mio. Euro und das EBIT auf plus 3,94 (minus 1,28) Mio. Euro. Insgesamt sieht Dr. Issels die Gesellschaft auf dem richtigen Weg und die Früchte der Zusammenarbeit mit SAP können zunehmend im Zahlenwerk abgelesen werden.

Erst seit April 2016 im Portfolio sind die Aktien der freenet AG, hier hält Scherzer & Co. einen Anteil von 0,16 Prozent am Grundkapital. Neben der attraktiven Dividendenrendite der Aktie von fast 6 Prozent Ausschüttungen von zuletzt 1,60 Euro und einer künftig noch weiter steigenden Dividende verwies er auch auf sich bietende Chancen aus dem Engagement bei Sunrise in der Schweiz sowie dem Einstieg in das DVBT-Geschäft. So wurde Ende März 2017 der alte DVBT-Standard abgeschaltet, Freenet TV ist der einzige kommerzielle Anbieter des neuen DVBT2 HD-Standards in Deutschland, und die Vermarktung der entsprechenden Verträge ist vielversprechend angelaufen. Im ersten Quartal 2017 konnte freenet den Umsatz um 11,9 Prozent, den Rohertrag um 18 Prozent und das EBITDA um 13,1 Prozent ausweiten. Zudem wurden die Guidance für 2017 und der Ausblick auf 2018 bestätigt. Damit sich die Aktionäre selbst einen Eindruck von den TV-Aktivitäten machen können, kündigte Dr. Issels ein Aktionärgeschenk in Form eines Streaming Media Players für das Angebot waipu.tv nebst einem Gutschein für eine Probephase an.

Seit Längerem engagiert ist man auch bei der Wüstenrot & Württembergischen AG. Insbesondere mit dem Kursverlauf dieses Wertes zeigte sich Dr. Issels nicht wirklich zufrieden. Operativ ist die Entwicklung nach seiner Angabe okay und W&W konnte 2016 weitere Zuwächse im Neugeschäft erzielen und Marktanteile hinzugewinnen. Auf der Kursseite lastet jedoch die Abgabebereitschaft eines der beiden Großaktionäre. Der Konzernjahresüberschuss lag mit 253,3 (274,3) Mio. Euro erwartungsgemäß unter dem von Sondereffekten geprägten Vorjahreswert. Forciert wurde 2016 unter anderem der online-Vertrieb von Versicherungsprodukten und dem Wüstenrot Wohnsparen. Positiv auf die Ergebnisprognose könnte sich das Urteil des BGH zu Bausparverträgen auswirken, die seit mehr als zehn Jahren zuteilungsfähig sind. Die Kündigung solcher Verträge wurde damit höchstrichterlich in einem Grundsatzurteil für rechtmäßig erklärt.

Freude bereitet nach Vorstandsangabe weiterhin die Beteiligung an der Allerthal-Werke AG. Im Geschäftsjahr 2016 konnte das Unternehmen einen Jahresüberschuss von 1,689 Mio. Euro erzielen, das wirtschaftliche Eigenkapital beträgt 16,61 Euro per Ende 2016 und der im Juli 2017 stattfindenden Hauptversammlung wird die Ausschüttung einer Dividende von 0,50 Euro vorgeschlagen. Die Aktien wurden in der Vergangenheit zu einem Preis von etwas über 9 Euro erworben und der aktuelle Aktienkurs steht bei 19 Euro. Positiv wertete Dr. Issels auch, dass unlängst der Mietvertrag für die Friesenstraße verlängert worden ist und damit auch die bewährte Bürogemeinschaft dort zusammen mit der Allerthal-Werke AG weiter fortbestehen wird.

Nicht ganz so glücklich zeigte sich Herr Neuroth hingegen mit der Entwicklung bei der MOBOTIX AG. Nach dem Einstieg der japanischen Konica Minolta AG, die rund 65 Prozent der Aktien zu einem Preis zwischen

18 und 27 Euro übernommen hat, wurde für das abgelaufene Geschäftsjahr keine Dividende gezahlt und mit Thomas Lausten spätestens zum 01. Juli 2017 ein viertes Vorstandsmitglied bestellt, wobei Herr Lausten das Amt des Vorstandsvorsitzenden übernehmen soll. Ende April 2017 korrigierte MOBOTIX seine Umsatz- und Ergebnisprognose für das Geschäftsjahr 2016/2017 herunter. Der Umsatz lag nach 6 Monaten bei 31,8 statt erwarteten 36,5 Mio. Euro, das Ergebnis bei minus 2,4 gegenüber minus 0,8 im Vorjahr. Für das Gesamtjahr geht der Vorstand lediglich noch von einer leichten Erholung gegenüber dem ersten Halbjahr aus. Dennoch wird durch die Einbindung der Mobotix-Produkte in das starke weltweite Vermarktungsnetzwerk von Konica Minolta mit einer deutlichen Geschäftsbelebung gerechnet.

Pure Freude bereitet hingegen die Lotto24 AG. Das Unternehmen betreibt die Lottoannahme im Internet und konnte auch 2016 den Marktanteil weiter ausbauen und die Zahl der Spielteilnehmer steigern. Trotz des Marketingaufwands zur Gewinnung von neuen Kunden soll 2017 der Breakeven erreicht werden. An der Börse sind diese Nachrichten sehr positiv aufgenommen worden und der Kurs stieg auf in der Spitze über 10 Euro. Seit Ende 2016 hat sich Scherzer & Co. von einem Teil der Aktien getrennt und die erzielten Kursgewinne realisiert. Nach in der Spitze über 5 Prozent beträgt der Anteil an der Lotto24 AG nunmehr noch 1,8 Prozent.

Bei der K+S AG ist man seit dem letztlich gescheiterten Übernahmeangebot von Potash beteiligt. Mit der Anfangsposition liegt man dort auch deutlich im Minus. Statt der in Aussicht stehenden Übernahme ist der Kurs nach Nichtzustandekommen im Tief auf 15,80 Euro abgestürzt. Inzwischen hat sich der Aktienkurs wieder stabilisiert und auch operativ geht es bei der Gesellschaft voran. Insbesondere ist das seit Jahren ausgebaute Legacy Projekt in Kanada nach einigen Verzögerungen inzwischen in Produktion gegangen. Für 2017 rechnet das Unternehmen daher mit einem Anstieg bei Umsatz und EBIT. Aktuell hat der neue Vorstandsvorsitzende von K+S die Aktie in einem Zeitungsinterview auch als unterbewertet bezeichnet. Nach dessen Einschätzung sei der K+S Anteilsschein das Doppelte wert.

Weiterhin spannend ist die Entwicklung bei der Pfeiffer Vacuum Technology AG. Dort ist inzwischen die ebenfalls in der Branche tätige Familie Busch mit 30 Prozent beteiligt, ein erstes Übernahmeangebot zu 96,20 Euro wurde zurückgezogen, mit dem zweiten zu 110,00 Euro überschreitet die Familie die 30-Prozent Schwelle. Das Unternehmen der Familie Busch ist nach allen bekannten Informationen schuldenfrei und erwirtschaftet ein Ergebnis von rund 100 Mio. Euro im Jahr. Mit diesem Aktionär verfügt die Pfeiffer Vacuum nach Einschätzung von Dr. Issels über einen starken Ankeraktionär, der sich in der Branche auskennt und der möglicherweise schwächere Kurse auch einmal zum Aufstocken nutzt, so dass der Aktienkurs in gewisser Weise abgesichert sein dürfte. An der Börse wird die Pfeiffer-Aktie, die zudem ein verlässlicher Lieferant attraktiver Dividendenrenditen ist, mit Kursen von über 125 Euro und damit deutlich über dem Angebotspreis bewertet.

Die bereits seit Längerem im Portfolio befindliche MAN SE ist verglichen mit Pfeiffer etwas langweiliger, der bestehende BuG-Vertrag mit dem VW Konzern bietet aber auch eine gewisse Stabilität im Depot und ist eine gute Beimischung. Dr. Issels erinnerte in diesem Kontext an die Historie der Gesellschaft. In den ersten Jahren bei der Scherzer & Co. war die Volatilität im Portfolio deutlich höher, diese wurde unter anderem durch die gezielte Beimischung auch solcher Positionen verringert.

Zufrieden zeigte sich der Vorstand auch mit der Entwicklung bei der MAX Automation AG. Das Unternehmen ist ein international agierender Hightech-Maschinenbauer und führender Komplettanbieter integrierter und komplexer System- und Komponentenlösungen in den Segmenten Industrieautomation und Umwelttechnik. Der Einstieg erfolgte im Umfeld eines freiwilligen Übernahmeangebots der Familie Günter, mit der man auch bei der Lotto24 AG bereits sehr gute Erfahrungen gemacht hat. Seit dem Einstieg von Scherzer & Co. hat sich der Aktienkurs des Unternehmens gut entwickelt.

Abschließend informierte Herr Neuroth noch über ein Projekt zur Nachwuchsförderung an der Börse. So hat man in das vom Münsteraner Börsenparkett (MBP) konzipierte Wikifolio im Dezember 2016 einen Betrag von rund 160 TEUR investiert, handelbar ist das Wikifolio unter der WKN LS9KD5. Nach Vorstandsangabe ist es ein besonderes Anliegen auch Nachwuchstalente für die Börse und das von Scherzer & Co. betriebene Geschäft zu finden.

## Allgemeine Aussprache

Als erster Redner meldete sich Dr. Clemens Scholl als Sprecher der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) zu Wort. Er bezeichnete 2016 als ein wunderbares Jahr und gratulierte dem Vorstand zum vorliegenden Ergebnis und auch zur guten Kursentwicklung und der aktuellen Kursnotierung sogar über

dem inneren Wert der Aktie. Hieran schloss sich sogleich die Frage an, ob das derzeitige Kursniveau gegebenenfalls für eine Kapitalmaßnahme genutzt werden soll. Hierzu antwortete Dr. Issels, dass ein solcher Schritt derzeit nicht geplant ist und auch kein Thema ist. Insbesondere würde eine Kapitalmaßnahme zu einer erheblichen Verwässerung des Nachbesserungsvolumens je Aktie von derzeit durchgerechnet gut 3,20 Euro führen, selbst wenn es gelänge, die Kapitalerhöhung nahe dem NAV zu platzieren.

Ferner interessierte sich der Redner für die Ideen hinter den beiden Engagements bei Q2M und Youbisheng Green Paper, die im Geschäftsbericht im Anteilsbesitz ausgewiesen werden. Hierzu antwortete Dr. Issels, dass das Engagement bei Q2 sich nicht wie erhofft entwickelt hat und sich letztlich als totaler Flop erwiesen hat. Daher hat man sich von den Anteilen, nachdem keine wirkliche Besserung in Sicht war, über die Börse getrennt. Im Fall Youbisheng hat sich Scherzer & Co. mit einem sehr geringen Betrag engagiert, und es handelt sich bei dem Investment um eine „Anguckposition“.

Mit Blick auf die Rheiner Management AG war dem Aktionärsschützer aufgefallen, dass sich die Allerthal-Werke AG dort inzwischen komplett zurückgezogen hat, allerdings sind wohl nicht alle Stücke von der Scherzer & Co. übernommen worden. Hier interessierte sich Dr. Scholl für den Verbleib der übrigen Anteile. Nach Angabe von Dr. Issels hat Scherzer & Co. den Bestandaufgestockt, soweit dies möglich war ohne die steuerlichen Verlustvorträge zu gefährden. Die übrigen Stücke wurden an Investoren umplatziert. Er selbst habe dabei auch ein Paket von etwas über 5 Prozent erworben und sieht für die Gesellschaft eine sehr attraktive Zukunftsperspektive.

Zudem war dem Redner auch aufgefallen, dass sich der Anteil an der Horus AG auf inzwischen über 78 Prozent erhöht hat. Hier interessierte sich Dr. Scholl für die Hintergründe und „was so toll“ an der Gesellschaft ist. Aus Sicht von Dr. Issels sind Kurse von bis 1,40 Euro attraktive Kaufkurse angesichts eines von der Gesellschaft veröffentlichten NAVs zwischen 1,50 und 1,60 Euro. Für die Zukaufentscheidung gilt hier die Devise "wenn es Brei regnet, muss man die Löffel raushalten".

Des Weiteren interessierte sich der SdK-Sprecher für den aktuellen Stand im laufenden Spruchverfahren beim AXA Konzern, zu dem im vergangenen Jahr im Markt die Phantasie ja doch recht groß gewesen ist. Laut Herrn Neuroth hat sich dort noch kein Fortschritt ergeben, ein Gutachter ist jedoch, wie bereits im vergangenen Jahr bekannt wurde, zu einem deutlich höheren Wert je AXA Konzern-Anteilsschein gekommen als die gewährte Barabfindung. Sollte es bei dieser Einschätzung bleiben und auch das Gericht dieser dann folgen, ergäbe sich durchgerechnet inklusive der Beteiligungen bei der RM Rheiner Management AG als auch bei der Allerthal-Werke AG ein Nachbesserungsbetrag von rund 0,60 Euro je Scherzer & Co.-Aktie. Eine Prognose, wann bei AXA und auch bei den anderen Verfahren mit einem Ergebnis zu rechnen ist, kann allerdings nicht seriös gegeben werden. Insbesondere bei AXA geht Neuroth noch von einer in Jahren zu bemessenden Verfahrensdauer aus.

Befragt nach dem aktuellen Stand bei der STRABAG AG antwortete Herr Neuroth, dass man hier angesichts des Kursanstiegs deutlich über den Abfindungspreis von 300,00 Euro einen Teil der Position zwischenzeitlich veräußert hat. Angesichts der dort im Raume stehenden möglichen Ersatzansprüche gegen die Hauptaktionärin STRABAG SE geht er dennoch davon aus, dass im Rahmen eines gerichtlichen Spruchstellenverfahrens eine deutlich über 300 Euro liegende Abfindung ermittelt wird.

Bezogen auf das Gesamtdepot interessierte sich Dr. Scholl für die Zahl der aktuell von der Scherzer & Co. gehaltenen Depotpositionen. Dabei interessierten ihn jedoch nur Bestände im Volumen von über 10 TEUR und nicht etwaige „Eintrittskartenpositionen“. Nach Angabe von Herrn Neuroth befinden sich nach diesen Kriterien betrachtet etwa 80 Positionen im Portfolio, wobei bei den kleineren meist nur wenige tausend Euro investiert sind. Der Portfolioanteil der auch monatlich veröffentlichten TOP 10 Positionen bewegt sich erfahrungsgemäß immer zwischen 50 und 55 Prozent des Gesamtportfolios.

Weiterhin interessierte sich der Aktionärsschützer auch für die vorgenommenen Änderungen bei den zustimmungspflichtigen Geschäften durch den Aufsichtsrat. Hierzu antwortete Dr. Issels, dass es bei Geschäften des Vorstands bestimmte Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats gibt. Diese beziehen sich unter anderem auf Neueinstellungen von Mitarbeitern, Gehaltserhöhungen bei Mitarbeitern und verschiedene weitere Rechtsgeschäfte. Hierbei waren die vorgesehenen Budgets vergleichsweise klein und an der früher deutlich geringeren Unternehmensgröße orientiert. Insbesondere die vorgesehenen Budgets wurden dabei den aktuellen Gegebenheiten angepasst – und, wie Aufsichtsratschef Dr. Göckeler noch ergänzte, zugleich auch von DM-Beträgen auf Euro-Beträge umgestellt.

Breiteren Raum in der diesjährigen Generaldebatte nahmen das Thema Vorstandsvergütungen und der im Jahresvergleich deutliche Anstieg dieser Position ein. Hierzu erläuterte Dr. Issels dass die Tantieme an die

Entwicklung des jeweiligen jährlichen Aktienkurses gekoppelt ist und daher in der Vergangenheit in vielen Jahren keinerlei oder keine nennenswerten erfolgsbezogenen Vergütungen geflossen sind. Die Vergütung ist dabei an einen jeweils festgelegten Mindestkurs gekoppelt und, wie im Asset-Management üblich, gilt auch ein High-Watermark Prinzip, das erst bei Überschreiten des bisherigen Höchstkurses weitere erfolgsbezogene Zahlungen zulässt. Die Kopplung an den Aktienkurs halten Vorstand und auch Aufsichtsrat für sachgerecht, da auf diese Weise auch gleichgerichtete Interessen von Vorstand und Aktionären als Erfolgsmaßstab herangezogen werden können. Zudem ist ab dem Geschäftsjahr 2017 vorgesehen, dass die Hälfte der erhaltenen Netto-Tantieme in Aktien der Scherzer & Co. Aktiengesellschaft investiert werden muss.

Herr Erlebach, Vertreter der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) interessierte sich mit Blick auf den zuletzt über dem NAV notierenden Kurs der Scherzer & Co.-Aktie für die möglichen positiven Effekte aus dem vorhandenen Portfolio an Nachbesserungsrechten. Dieses weist nach Angabe von Herrn Neuroth ein Volumen von 112 Mio. Euro auf, eine Prognose zu den möglichen Zuflüssen in der Zukunft ist naturgemäß nicht möglich. Der Vorstand geht aber mit Blick auf das 2015 erfolgreich beendete Spruchverfahren bei der Bayer Schering AG von einer Werthaltigkeit der Nachbesserungsrechte aus.

Auf die Frage nach der künftigen Dividendenpolitik erinnerte Herr Neuroth an die Diskussionen zu diesem Thema in der Vergangenheit und bekräftigte nochmals die ausgegebene Strategie, dass, sofern es die Ergebnisentwicklung der Gesellschaft zulässt, eine Dividende gezahlt werden soll, die sich sinnvollerweise mindestens in einer Größenordnung von 0,05 Euro bewegt. Sollte es jedoch in der Zukunft einmal keinen ausreichenden Gewinn geben, werde man auch keine Dividende ausschütten, so Neuroth weiter.

Mit Blick auf die im Geschäftsbericht veröffentlichte Prognose interessierte sich der DSW-Vertreter für die vom Vorstand gesehene Risiken im laufenden Jahr. Hierzu erklärte Herr Neuroth, dass es immer schwierig ist, Prognosen zu veröffentlichen, und es bei einem Unternehmen wie der Scherzer & Co. AG, die schließlich kein Waschpulver verkauft, schon nahezu hellseherischer Fähigkeiten bedarf, um eine belastbare und seriöse Prognose abzugeben. Wie in der Vergangenheit dargelegt, arbeitet Scherzer & Co. bei der Verwaltung des Portfolios situationsbezogen mit Absicherungsgeschäften. So werden bis zu 15 bis 20 Mio. Euro Volumen über Derivate abgesichert, aktuell ist die Absicherung nach seiner Angabe eher gering. Ergänzend wies Dr. Issels noch darauf hin, dass das Risikomanagementsystem Excel-basiert erfolgt und die Positionen und die Entwicklung der Werte regelmäßig überwacht und diskutiert werden. Bei Engagements von 5 Prozent des Portfoliovolumens ist zudem eine Genehmigung des Aufsichtsrats einzuholen, gleiches gilt auch beim Überschreiten eines 10-Prozentanteils beim Portfoliovolumen.

Ferner interessierte sich der DSW-Vertreter auch für die Kosten der Abschlussprüfung und dafür, wie lange die Firma Formhals bereits die Scherzer & Co. AG prüft. Hierzu antwortete Dr. Göckeler, dass die Gesellschaft angesichts der Zugehörigkeit zum Segment SCALE nicht den Änderungen im Gesetz unterliegt. Neben der Abschlussprüfung ist Formhals auch mit der steuerlichen Beratung der Gesellschaft beauftragt, was angesichts der bestehenden Struktur und des Geschäftsmodells auch sinnvoll ist. Insgesamt sieht der Aufsichtsratschef die Gesellschaft in puncto Abschlussprüfer gut aufgestellt, auch das notwendige kritische Element in der Abschlussprüfung ist gegeben, so der Versammlungsleiter weiter.

Aktionär Hellmerichs erkundigte sich im Rahmen seiner Wortmeldung unter anderem nach den sog. Dauerläufern im Depot und vermisste dabei Werte wie eine FUCHS Petrolub oder andere, die sich in ihrem Börsenleben als wahre Marathonaktien erwiesen haben. Hierzu antwortete Dr. Issels, dass sich das Portfolio, wenn man die Zusammensetzung der TOP 10 Positionen betrachtet, in den letzten Jahren vergleichsweise stabil zeigt. Wenn man eine Entwicklung als ausgereizt ansieht, werden allerdings auch einmal Gewinne realisiert. Zudem hat man den Markt immer sehr genau im Blick und auch da kann sich „das Interessantere zum Feind des Interessanten“ entwickeln, so Herr Neuroth weiter.

Ferner regte der Redner an, einmal über eher passive Investments nachzudenken und wies dabei auf die an den globalen Märkten erzielbaren Renditen zwischen 7 und 9 Prozent p.a. hin und verwies auch auf die Einschätzung von Warren Buffet, der durchaus eine Überlegenheit einer passiven Strategie sieht. Eine solche Anlagepolitik kommt aus Sicht des Vorstands nicht in Frage, Scherzer & Co. ist als aktiver Investor und Anleger im Markt aufgestellt und will dies auch in der Zukunft bleiben.

Wie in jedem Jahr beschäftigte sich Herr Hellmerichs auch kritisch mit den Absicherungsgeschäften des Managements und forderte dieses auf: „Beerdigen Sie das!“. Dr. Issels verwies auf die dahinter stehende Idee einer gewissen Portfolioabsicherung, die aus diesen Geschäften möglichen negativen Ergebnisbeiträge sind als eine Art Versicherungsprämie zu sehen, die er gerne zahlt. Letztlich ist es ja wie bei jeder Versicherung, auch wenn es etwas kostet, freut man sich am Ende, wenn man die Versicherung nicht in Anspruch nehmen muss.



Die Portfoliosition Wüstenrot & Württembergische AG ist Herrn Hellmerichs ebenfalls aus eigenem Engagement bekannt. Er bezeichnete das Unternehmen als „einen lahmen Gaul“ und meinte, da müssten in der Zukunft noch höhere Ausschüttungen kommen. Dr. Issels sieht die Kursentwicklung auch nicht als befriedigend an, wies dabei aber auch auf die für alle Finanzwerte schwierige Niedrigzinsphase hin. Letztlich ist W&W in gewisser Weise eine Wette auf kommende künftige Zinserhöhungen, bei einem Buchwert von rund 40 Euro sieht er das Rückschlagpotenzial in dem Wert jedoch als eher überschaubar an.

Aktionär Ehresmann interessierte sich unter anderem für die Idee hinter dem gemeldeten Anteil bei der FORIS AG. Laut Dr. Issels lag der von Scherzer & Co. gehaltene Anteil zeitweise bei über 5 Prozent und man hat sich auch mit dem dortigen Aufsichtsratschef getroffen. Letztlich war man dort aber wohl weniger begeistert vom Engagement der Scherzer & Co. und man hat dabei vom Rückkaufangebot der FORIS-Aktien Gebrauch gemacht, ist aber weiterhin engagiert dort. Bei schwächeren Kursen ist auch ein Rückkauf von FORIS-Aktien laut Dr. Issels durchaus denkbar.

Nicht ganz nachvollziehen konnte der Redner überdies das Engagement bei der Infas Holding AG, die Gesellschaft war Herrn Ehresmann vor allem für eher unruhige Hauptversammlungen bekannt. Die Beteiligung dort besteht laut Dr. Issels schon seit einiger Zeit, insbesondere das ausgesprochen aufgeräumte Aktionariat und die operative Entwicklung überzeugen ihn dort. Mit den beiden Großaktionären Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV und Effecten-Spiegel AG hat er auch keine Bedenken und zeigt sich überzeugt, dass die Überwachung funktioniert.

Aktionär Dieter Suchan erkundigte sich im Rahmen seiner Wortmeldung nach der Aufteilung der variablen Vergütung auf Vorstand und die übrigen Mitarbeiter der Scherzer & Co. Aktiengesellschaft. Der Anteil der variablen Vergütung bei den Mitarbeitern bewegte sich nach seiner Angabe bei etwa 20 TEUR.

Aktionär von Beek zeigte sich ebenfalls erfreut, dass es eine Dividende für die Investoren gibt. Mit Blick auf das Thema Delistingwerte bat er den Vorstand jedoch noch um weitergehende Erläuterungen. Hierzu erklärte Dr. Issels, dass seit Inkrafttreten der gesetzlichen Regelung im Fall einer Delistingankündigung den Aktionären eine Barabfindung auf Basis eines 6-Monats-Durchschnittskurses angeboten werden muss. Leider kann diese nicht wie bei anderen Strukturmaßnahmen im Rahmen eines sog. Spruchstellenverfahrens gerichtlich überprüft werden. Bei Strukturmaßnahmen wird im Vergleich zudem auf den 3-Monats-Durchschnittskurs abgestellt. Aktuelle Engagements im Umfeld von solchen Delistingankündigungen waren laut Dr. Issels die msg life AG und die Sachsenmilch AG.

Ferner interessierte sich der Redner für eine Angabe zum aktuellen Streubesitzanteil bei der Scherzer & Co. AG. Nach Vorstandsangabe verfügt die Gesellschaft über ein breit gestreutes Aktionariat. Viele Anteile liegen auch im Umfeld der Aufsichtsratsmitglieder und diesen näherstehenden Personen. Meldungen gemäß Aktiengesetz liegen der Gesellschaft allerdings nicht vor, einen gewissen Aufschluss gibt aber die ausliegende Präsenzliste, die Dr. Issels in diesem Kontext zum Studium empfahl.

Aktionär Udo Rüter zeigte sich mit dem vorliegenden Ergebnis ebenfalls zufrieden und meinte, dieses kann sich durchaus sehen lassen. Mit Blick auf den Anteil von 8 bis 9 Prozent an unnotierten Positionen im Portfolio interessierte er sich für eine Einschätzung des Risikos des Vorstands hierzu. Laut Dr. Issels ist die Liquidität im außerbörslichen Handel in der Schweiz weitaus besser und höher als dies in Deutschland z.B. bei der Valora Effektenhandel AG der Fall ist. Natürlich ist auch klar, dass derartige OTC-Werte eben nicht zum Trading geeignet sind. Andererseits stellen die Engagements in der Schweiz auch eine gewisse Absicherung gegen das Risiko in der Eurozone dar und hedgen diese teilweise ab. In der Vergangenheit haben sich die betreffenden Werte auch in einem schwächeren Marktumfeld recht stabil gehalten.

Befragt nach einer Einschätzung des Vorstands, ob bei der MAX Automation AG ähnlich wie bei der ZEAL Network, an der die Günter-Gruppe ebenfalls nennenswert beteiligt ist, eine Sitzverlegung nach Großbritannien droht, antwortete Herr Neuroth, dass er eine solche Entwicklung dort nicht sieht. Im Fall der ZEAL Network (frühere Tipp24) hatte die Sitzverlegungen einen anderen, mit dem betriebenen Geschäftsmodell verbundenen Hintergrund. Letztlich war die Sitzverlegung laut Neuroth aber gar nicht so nachteilig, da diese mit einem Spruchstellenverfahren verbunden gewesen ist.

## Abstimmungen

Nach Beendigung der allgemeinen Aussprache um 14:55 Uhr wurde die Präsenz mit 13.515.217 Aktien oder 45,14 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals festgestellt. Sämtliche Beschlussvorschläge der Verwaltung wurden mit sehr großer Mehrheit bei nur vereinzelt Gegenstimmen und Enthaltungen verabschiedet.

Im Einzelnen beschlossen wurde die Ausschüttung einer Dividende von 0,05 Euro je Aktie (TOP 2), die Entlastung von Vorstand (TOP 3) und Aufsichtsrat (TOP 4), die Wahl der Formhals Revisions- und Treuhand-GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Wipperfürth, zum Abschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2017 (TOP 5) sowie die Wahl der Herren Dr. Stephan Göckeler, Rolf Hauschildt und Dr. Dirk Rüttgers in den Aufsichtsrat (TOP 6). Der Versammlungsleiter konnte die Hauptversammlung nach einer Dauer von gut vier Stunden gegen 15 Uhr schließen.

## **Fazit**

Wie aus unseren Research-Updates zur Scherzer & Co. AG bekannt, stellen wir angesichts der Besonderheiten bei Prognosen für Beteiligungsgesellschaften und der damit verbundenen Unsicherheiten unsere Anlageempfehlung für das Unternehmen auf den inneren Wert (NAV) der Aktie ab. Der innere Wert bildet im Gegensatz zu einer reinen Betrachtung auf Basis des Ergebnisses je Aktie auch die im Portfolio enthaltenen stillen Reserven „realtime“ ab und ist damit nach unserer Meinung aus Investorensicht die deutlich geeignetere Kennzahl zur Bewertung dieses Unternehmens.

Derzeit dürfte der NAV der Scherzer-Aktie nach unseren Berechnungen bei etwa 2,51 Euro liegen und damit etwa 2 Prozent über dem aktuellen Aktienkurs. Neben den im NAV abgebildeten Nettovermögenspositionen enthält dieser noch eine gewisse Fantasie aus dem vorhandenen Portfolio an Abfindungsergänzungsansprüchen, wobei dort keine verlässliche Prognose zu den möglichen Nachbesserungen möglich ist.

Mit dem Abschlag von rund 2 Prozent auf den inneren Wert sowie einer Dividendenrendite von knapp 2 Prozent stellt die Scherzer & Co-Aktie nach unserer Einschätzung eine interessante Depotbeimischung für den an Nachbesserungsthemen interessierten Investor dar, wenn er diese Aktivitäten nicht selbst mit seinem Portfolio abdecken will. Wir sehen den fairen Wert der Aktie im Bereich des NAV von 2,50 Euro je Anteilsschein – ohne Berücksichtigung der möglichen Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – und sehen die Aktie auf dem aktuellen Kursniveau als eine gute Halteposition an.

## **Kontaktadresse**

Scherzer & Co. AG  
Friesenstraße 50  
D-50670 Köln

Tel.: +49 (0)2 21 / 8 20 32-0  
Fax: +49 (0)2 21 / 8 20 32-30

Internet: [www.scherzer-ag.de](http://www.scherzer-ag.de)  
E-Mail: [info@scherzer-ag.de](mailto:info@scherzer-ag.de)

## **Investor Relations**

E-Mail: [ir@scherzer-ag.de](mailto:ir@scherzer-ag.de)

Hinweis: Der Verfasser ist Aktionär der beschriebenen Gesellschaft, zudem ist Dr. Georg Issels Vorsitzender des Aufsichtsrats der GSC Holding AG, der Muttergesellschaft der GSC Research GmbH.



GSC Research GmbH  
Tiergartenstr. 17  
D-40237 Düsseldorf

Postanschrift:  
Postfach 48 01 10  
48078 Münster

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 26  
Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

Email: [info@gsc-research.de](mailto:info@gsc-research.de)  
Internet: [www.gsc-research.de](http://www.gsc-research.de)