

HV-Bericht

# Scherzer & Co. AG

WKN 694280      ISIN DE0006942808

am 13.05.2019 in Köln

***Eingetrübtes Börsenumfeld wirkt sich belastend aus –  
Andienungsvolumen in Spruchverfahren bei 4,23 Euro je Aktie***

## Tagesordnung

1. Vorlage des festgestellten Jahresabschlusses und des Lageberichts für das Geschäftsjahr 2018 sowie des Berichts des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2018
2. Entlastung des Vorstands für das Geschäftsjahr 2018
3. Entlastung des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2018
4. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2019  
(Vorschlag: Formhals Revisions- und Treuhand GmbH, Wipperfürth)

## HV-Bericht Scherzer & Co. AG

Zu Ihrer diesjährigen Hauptversammlung hat die Scherzer & Co. AG ihre Anteilseigner am 13. Mai 2018 wie bereits in den Vorjahren in das Lindner Hotel in Köln eingeladen. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dr. Göckeler begrüßte die über 150 Aktionäre, Gäste und Vertreter der Presse, darunter Alexander Langhorst von GSC Research, sowie den beurkundenden Notar Dr. Klein und erteilte nach Erledigung der üblichen einleitenden Hinweise und Formalien den beiden Vorstandsmitgliedern Dr. Georg Issels und Hans-Peter Neuroth das Wort.

### Bericht des Vorstandes

Nach Begrüßung der Teilnehmer dankte Dr. Issels diesen zunächst für die Teilnahme an der Hauptversammlung und die damit zum Ausdruck gebrachte Wertschätzung und die dafür aufgewendete Zeit, beides Dinge, die nach seiner Aussage in der heutigen Zeit nicht mehr selbstverständlich sind. Das Börsenjahr 2018 war erneut sehr ereignisreich und von einer hohen Volatilität geprägt. Konnte der DAX im Januar 2018 mit über 13.500 Punkten noch ein neues Alltime-High markieren, gab es Ende Januar und Anfang Februar in 10 Handelstagen einen Kursrückgang um 10 Prozent. Nach einer unterjährigen Erholung mit Kursen wieder über 13.000 Punkten musste im Oktober der amerikanische NASDAQ-Index einen Rückgang um über 12 Prozent verkraften. Zudem ist erstmals seit vielen Jahren die übliche Jahresendrallye komplett ausgefallen. Vielmehr hat der DAX am 27. Dezember 2018 und damit kurz vor dem Ultimo-Stand bei 10.279 Punkten sein Jahrestief markiert. Erfreulicherweise haben die Kurse seither wieder Tritt fassen und inzwischen wieder ein Niveau von über 12.000 Punkten zurückerobern können.

Wesentliche Themen, die im Berichtsjahr 2018 belasteten – und die auch im laufenden Jahr weiterhin ungelöst sind – sind neben geopolitischen Risiken etwa in Nordkorea und am Golf vor allem die Handelsauseinandersetzungen zwischen den USA und China. Je nach Entwicklung haben hier Tendenzen der Entspannung zu wieder steigenden Kursen und Zeichen der weiteren Eskalation zu fallenden Kursen geführt. Je länger die Auseinandersetzung andauert, umso stärker werden die Konjunktursorgen der Marktteilnehmer, wenngleich diese insbesondere zuletzt von den Signalen der Notenbanken, bei etwaigen Zinsanhebungen doch sehr zurückhaltend zu agieren, wieder eher gestützt worden sind. Neben diesen Themen wirken sich am Markt laut Dr. Issels auch immer mehr passive Investoren wie ETFs oder die sog. „Algotrader“ aus, wodurch sich die Bewegungen im Markt in alle Richtungen auch beschleunigen können und was die Umsetzung von Strategien zunehmend schwieriger macht.

Insgesamt war 2018 kein erfreuliches Börsenjahr und wartete nach Jahren der Kursanstiege mit zum Teil zweistelligen Rückgängen in den großen Indizes auf. So verlor der DAX 18,3 Prozent, der MDAX 17,6 Prozent und der SDAX sogar 20,0 Prozent zu. Am besten geschlagen im Inland hat sich indes noch der TecDAX mit einem vergleichsweise moderaten Rückgang um lediglich 3,1 Prozent. Auch die internationalen Indizes entwickelten sich überwiegend negativ, wenngleich hier die Ausschläge deutlich moderater ausgefallen sind. Die in Euro umgerechnete Entwicklung des Dow Jones lag bei minus 0,9 Prozent und die des S&P 500 bei minus 1,5 Prozent, während der NASDAQ Composite sogar um 1,0 Prozent zulegen konnte. Beim Nikkei 225 liegt das Minus in Euro gerechnet bei 5,2 Prozent und beim MSCI World bei minus 5,9 Prozent.

Dem beschriebenen Marktumfeld konnte sich im abgelaufenen Jahr auch Scherzer & Co. nicht entziehen, wenngleich man sich besser als der Gesamtmarkt schlagen konnte. So war beim NAV per Jahresultimo ein Rückgang auf 2,31 Euro nach zuvor 2,74 Euro zu verzeichnen, dies entspricht einem Rückgang um 12,04 Prozent. Der Aktienkurs der Scherzer & Co. Aktie gab im Jahresverlauf um 7,85 Prozent auf 2,44 Euro nach 2,648 Euro per Ende 2017 nach. Weiterhin positiv bewertete Dr. Issels den Umstand, dass an der Börse auch weiterhin tendenziell eher ein Aufschlag auf den inneren Wert der Aktie gezahlt wird und die Zeiten, in denen ein Abschlag von bis zu 15 Prozent zu beobachten gewesen war, offenbar vorbei sind.

Sodann erläuterte Vorstandsmitglied Hans Peter Neuroth die wesentlichen Eckdaten des vorliegenden Jahresabschlusses. Dabei merkte er an, dass ihm dieses in den vergangenen sechs Jahren deutlich mehr Freude bereitet habe, als in diesem Jahr für das Jahr 2018. Mit den vorliegenden Werten ist auch die Verwaltung nicht glücklich und wird alles daran setzen, dass die Zahlen im kommenden Jahr wieder besser sein werden. Die Erträge aus Finanzinstrumenten erreichten ein Volumen von 12,132 (Vorjahr: 17,819) Mio. Euro, die Aufwendungen für Finanzinstrumente lagen bei 2,727 (4,937) Mio. Euro. Vereinnahmt werden konnten zudem sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 0,267 (0,94) Mio. Euro, die vereinnahmten Dividendenerträge lagen bei 2,568 (1,80) Mio. Euro und die sonstigen Zinsen und ähnlichen Erträge sind auf 113 (80) TEUR leicht angestiegen. Der Rückgang bei den Löhnen und Gehältern auf 0,647 (2,64) Mio. Euro resultiert nach Vorstandsangabe insbesondere daraus, dass im Vorjahr fällig gewordene und an die Entwicklung des Aktienkurses gekoppelte Tantiemen in 2018 nicht erneut angefallen sind.

Die Abschreibungen lagen mit 18 (11) TEUR erneut auf einem ausgesprochen niedrigen Niveau, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erreichten einen Wert von 0,716 (0,976) Mio. Euro. Die Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens erhöhten sich deutlich auf 9,939 (3,79) Mio. Euro. Weitere Aufwandspositionen waren Zinsen und ähnliche Aufwendungen von 317 (297) TEUR sowie Steuern vom Einkommen und Ertrag in Höhe von 1,558 (0,03) Mio. Euro. Unter dem Strich ergab sich ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit von minus 0,855 (7,91) Mio. Euro und ein Jahresüberschuss von minus 0,855 (7,901) Mio. Euro. Dies entsprach einem Ergebnis je Aktie von minus 0,03 nach zuvor plus 0,26 Euro.

Mit Blick auf die Ergebnisentwicklung betonte der Vorstand, dass die zentrale Steuerungsgröße bei der Scherzer & Co. AG nach wie vor die Entwicklung des inneren Wertes (NAV) ist. Dieser hat im Jahresvergleich um 0,43 Euro abgenommen, wobei hier auch die im Vorjahr gezahlte Dividende von 0,10 Euro zu berücksichtigen ist. Angesichts des negativen Jahresergebnisses und der ebenfalls negativen Entwicklung des inneren Wertes wird in diesem Jahr kein Dividendenvorschlag unterbreitet. Ungeachtet des leichten Verlustes im abgelaufenen Geschäftsjahr ist die Scherzer & Co. bilanziell weiterhin sehr solide aufgestellt. So liegt die Eigenkapitalquote mit 67,3 nach 67,5 Prozent weiterhin auf einem hohen Niveau und nur minimal unter dem Vorjahreslevel.

Vor Erläuterung der wesentlichen Transaktionen und Ereignisse im abgelaufenen Geschäftsjahr gab Dr. Issels noch einen kurzen Einblick in die Anlagestrategie von Scherzer & Co. Diese hat sich auch in 2018 nicht geändert und fokussiert sich weiterhin auf Unternehmen, die am Markt z. B. wegen mangelnder Coverage, fehlender Investor Relations-Aktivitäten oder eines illiquiden Handels unbekannt sind. Ein zweiter Schwerpunkt liegt bei Unternehmen, die an der Börse unbeliebt sind, z. B. weil das betriebene Geschäftsmodell nicht verstanden wird 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.

Schwerpunkte im Berichtsjahr waren dabei der aktienrechtliche Squeeze-out bei der Oldenburgischen Landesbank AG, der verschmelzungsrechtliche Squeeze-out bei der Linde AG und der Gesellschafterausschluss (Squeeze-out) bei der BUWOG AG in Österreich. Zudem das freiwillige Übernahmeangebot bei der innogy SE, die Beendigung des Spruchverfahrens zum BGAV bei der MAN SE und in der Folge auch die Kündigung des Unternehmensvertrages zwischen MAN und Volkswagen. Zudem hat Volkswagen die Beteiligung an der Audi AG aufgestockt. Bei der ZEAL Network SE ist das Spruchverfahren anlässlich der Sitzverlegung nach Großbritannien beendet worden und im Herbst wurde ein Übernahmeangebot von ZEAL für die frühere Tochtergesellschaft Lotto24 AG veröffentlicht.

Sodann berichtete Dr. Issels über die Entwicklung bei den Nachbesserungsrechten. Das Volumen dieser Abfindungsergänzungsansprüche belief sich laut Dr. Issels per Ende April 2019 auf 126,6 (93,2) 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 Rheiher Management AG (ca. 41 Prozent) sowie der Allerthal-Werke AG (ca. 20 Prozent) mit hinzu, ergibt sich nach seiner Angabe ein Andienungsvolumen von über 139 (110) Mio. Euro. Im Geschäftsjahr 2018 endeten zwei von drei Verfahren mit einem Ergebnisbeitrag von 108 TEUR, während ein weiteres Spruchverfahren ohne positive Ergebnisbeiträge zu Ende gegangen ist. Neu hinzugekommene Volumina jeweils infolge eines Squeeze-out sind u. a. Oldenburgische Landesbank AG (8.440 TEUR), BUWOG AG (2.791 TEUR), C-QUADRAT Investment AG (1.006 TEUR), sowie Diebold Nixdorf AG (490 TEUR), dort wurden gehaltene Aktien in den laufenden Unternehmensvertrag eingereicht. Bezieht man das vorhandene Nachbesserungsvolumen auf die Zahl der ausgegebenen Scherzer & Co.-Aktien, ergibt sich ein Volumen von 3,47 (3,11) Euro je Anteilsschein. Im aktuell laufenden Geschäftsjahr 2019 konnte im Rahmen des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out bei Linde ein weiteres Nachbesserungsvolumen von 22,8 Mio. Euro generiert werden. Hierdurch erhöht sich das Nachbesserungsvolumen je Scherzer & Co.-Aktie auf nunmehr 4,23 Euro je Anteilsschein.

Die größten Positionen im Nachbesserungsvolumen sind nach Vorstandsangabe per Ende April 2019 entsprechend Linde AG mit 22,8 Mio. Euro, 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 Oldenburgische Landesbank AG mit 8,4 Mio. Euro, die Kölner Rück mit 3,8 Mio. Euro, BUWOG AG mit 2,8 Mio. Euro, Deutsche Postbank und Sky Deutschland mit jeweils 2,6 Mio. Euro, Vattenfall AG mit 2,5 Mio. Euro sowie die Conwert Immobilien Invest SE mit 2,3 Mio. Euro, die jeweils alle

aus den Squeeze-outs bei den genannten Gesellschaften resultieren. Auf sonstige Positionen entfällt ein Volumen von zusammen 17,6 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 in gewohnter Weise auch einige der Engagements noch näher vor. Größte Positionen nach Kurswerten per 29. April 2019 sind GK Software SE inklusive der Wandelanleihe (13,45 Prozent), freenet AG (9,0 Prozent), Audi AG (5,60 Prozent), Allerthal-Werke AG (4,93 Prozent), Horus AG (4,22 Prozent), MOBOTIX AG (4,01 Prozent), AG für Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur (3,21) Prozent, Weleda AG PS (3,21 Prozent), eine weitere noch im Aufbau befindliche Position, deren Namen noch nicht bekanntgegeben wird (2,62 Prozent), sowie zum Verkauf eingereichte innogy SE-Aktien (2,47 Prozent). Auf die zehn größten Positionen entfallen 52,72 Prozent des Gesamtvolumens.

Der Anteil des Schweiz-Portfolios beträgt etwa 10 Prozent. Gehalten werden Positionen bei der AG für Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur (25 Aktien), bei der auf jede Aktie etwa zwei Drittel einer Wohnung aus dem vorhandenen Bestand entfallen, der Biella-Neher Holding AG mit rund 3,5 Prozent des Grundkapitals, der Highlight Communications AG, der Highlight Event & Entertainment AG, der Thurella Immobilien AG, dem Partizipationsschein der Weleda AG (aus deren Produktportfolio in diesem Jahr auch das Aktionärs Geschenk zur Hauptversammlung stammte), der Züblin Immobilien Holding AG sowie der Zur Rose Group AG, letzterer Gesellschaft gehört die bekannte Versandapotheke (DocMorris).

Sodann berichteten Dr. Issels und Herr Neuroth noch zu einigen der großen Portfoliowerte. Aus aktuellem Anlass wurde auch über das Engagement bei der Linde AG berichtet, hier wurde im Dezember 2018 der verschmelzungsrechtliche Squeeze-out zum Kurs von 189,46 Euro beschlossen. Durch Anfechtungsklagen und noch ausstehende Zustimmungen von Aufsichtsbehörden konnte die Maßnahme erst am 05. April 2019 ins Handelsregister eingetragen werden. Im Rahmen des anstehenden Spruchverfahrens, an dem auch die Scherzer & Co. AG als Antragstellerin teilnehmen wird, sieht Dr. Issels durchaus erhebliche Chancen auf eine Nachbesserung. Je nach Herangehensweise erscheinen hier Aufschläge von 20 bis 80 Euro je Anteilsschein denkbar, bereits kurz nach Veröffentlichung der Abwicklungshinweise zur Entgegennahme der Barabfindung wurde von der GANÉ Aktiengesellschaft ein Angebot für die Nachbesserungsrechte zum Preis von 7,50 Euro je Nachbesserungsrecht veröffentlicht. Auch daran wird deutlich, dass im Markt hier durchaus nennenswertes Nachbesserungspotenzial gesehen wird.

Größte Position im Portfolio ist unverändert die GK Software SE. Auch wenn sich hier die operativ positive Entwicklung im Geschäftsjahr 2018 mit einem Anstieg beim Umsatz und Ergebnis fortsetzen konnte, ist der Kurs im Berichtsjahr deutlich zurückgekommen. An der ursprünglichen Investmentidee inklusive der Chance einer Übernahme durch SAP im Rahmen eines Vorkaufsrechts von den dortigen Gründern hat sich allerdings nicht geändert. Daher wird man hier weiter engagiert bleiben und hofft auf eine Fortsetzung des operativen Wachstums und der Erträge. Spätestens im Jahr 2020 soll bei GK ein deutlich verbessertes Margenniveau erreicht werden, was sich auch auf die Bewertung am Markt auswirken sollte.

Ebenfalls deutliche Rückgänge beim Kurs hatte auch die zweitgrößte Portfolioposition freenet AG zu verzeichnen. Hier hat man die Dynamik der Einschätzung des Marktes zum Geschäftsmodell offenbar etwas unterschätzt, der Kurs hat sich im Tief auf um die 16 Euro annähernd halbiert. Zuletzt konnte sich der Kurs wieder etwas in Richtung von 21 Euro erholen. Vom Thema 5G sollte freenet nach Einschätzung des Scherzer-Vorstandes profitieren können, vorteilhaft sollte hier sein, dass die Erwerber der Lizenzen auf entsprechend vertriebsstarke Partner wie freenet zurückgreifen müssen, um die getätigten Investitionen perspektivisch auch wieder herauszubekommen. Der Bereich TV-Geschäft läuft ebenfalls gut, gewisse Sorgen bereitet derzeit das Engagement bei der schweizerischen Sunrise. Mit einer Dividendenrendite von etwas über 9 Prozent bietet die Aktie auch eine sehr ordentliche laufende Verzinsung.

Einen Besuch auf der Hauptversammlung plant man laut Dr. Issels auch in diesem Jahr wieder bei der Audi AG in Ingolstadt. Ausweislich der Unterlagen hat VW hier zuletzt seine Beteiligung weiter auf 99,64 (99,55) Prozent aufgestockt, damit hat sich der bestehende Freefloat um weitere gut 20 Prozent reduziert. Bei Audi ist der Ansatz weiterhin der bereits seit über 50 Jahren bestehende BGAV, der eine Garantiedividende je Anteilsschein in Höhe der Dividende einer VW-Aktie von 3,90 Euro vorsieht. Allerdings wurde im Zeitraum zwischen 1997 bis 2017 ein Betrag von 649,65 Euro je Audi-Aktie an den VW-Konzern abgeführt, die gezahlten Garantiedividenden lagen bei lediglich 39,60 Euro. Das Jahr 2019 soll nach Managementangabe ein Übergangsjahr mit einer operativen Umsatzrendite von 7,0 bis 8,5 Prozent werden. Als Gründe werden hier der WLPT-Übergang und massive Vorleistungen in die Elektromobilität angegeben.

Bei innogy SE wartet man auf den Fortgang der kartellrechtlichen Genehmigungen für die Übernahme durch den E.ON-Konzern. Hier wird mit einer Entscheidung auf EU-Ebene im dritten Quartal 2019 gerechnet, angesichts der bisher positiven Begleitung aus dem politischen Bereich wird hier im Ergebnis mit einer Genehmigung des Deals gerechnet. Ausweislich der Veröffentlichungen hat sich E.ON bereits den Zugriff auf über 90 Prozent aller innogy-Aktien gesichert, sodass hier bei Umsetzung wohl zeitnah mit einem verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out zu rechnen sein wird.

Operativ weiterhin erfreulich entwickelt sich auch das Geschäft bei DATA MODUL, wenngleich hier der ursprünglich angekündigte Unternehmensvertrag nicht umgesetzt wurde. Nicht erfreulich aus Sicht der außenstehenden Aktionäre ist die Ausschüttungspolitik des Unternehmens, hier wurden die eigentlich guten Vorschläge der Verwaltung in der Hauptversammlung von der Hauptaktionärin abgelehnt und stattdessen nur die gesetzliche Mindestdividende von 0,12 Euro beschlossen. Da die Hauptaktionärin Arrow Electronics mitgeteilt hat, alle Optionen prüfen zu wollen, ist hier auch ein möglicher Verkauf der Beteiligung an einen neuen Eigentümer oder einen Finanzinvestor und damit verbunden ein neues Übernahmeangebot an die Streubesitzaktionäre nicht ausgeschlossen.

Nicht so toll ist indes das Geschäftsjahr 2018 bei der K+S AG verlaufen. Auch wenn das neue Werk in Kanada („Bethune“) inzwischen positive Beiträge liefert, hatte man in Deutschland infolge des sehr heißen und trockenen Sommers im September 2018 mit Produktionsunterbrechungen zu kämpfen. Auch ist die Aktie weiterhin im Fokus von Shortsellern. Für 2019 rechnet K+S mit einer deutlichen Verbesserung des EBITDA in Richtung 700 bis 850 Mio. Euro nach einem EBITDA von 606 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2018.

Zu greifen beginnen die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen („Fit for the Future“) bei der MOBITIX AG. So hat man zu Beginn des Jahres 2019 ein neues Partnerprogramm für die globalen Partner eingeführt, um die Absatzsituation weiter zu verbessern. Ziel ist es hier, durch eine engere und direkte Kommunikation zu Partnern und Endverbrauchern zusammen mit den Distributoren die Absatzmengen weiter zu steigern und hierdurch die Zahlenseite weiter zu stärken. Im laufenden Geschäftsjahr 2018/2019 wird ein Umsatz von 67,5 Mio. Euro bei einem EBIT von 1,4 Mio. Euro angestrebt, bis zum Jahr 2022/2023 soll ein Umsatz von mindestens 100 Mio. Euro bei einer EBIT-Marge von 12 Prozent erreicht werden.

Ein spannender Fall ist nach Angabe von Herrn Neuroth auch die Entwicklung bei der Lotto24 AG, bei der Scherzer & Co. bereits seit deren Börsengang mit zuletzt 0,63 Prozent beteiligt ist. Am 19. November 2018 wurde bekanntgegeben, dass die frühere Muttergesellschaft ZEAL Network SE eine Übernahme der Lotto24 AG anstrebt. Ein entsprechendes Business Combination Agreement wurde am 24. Dezember 2018 unterzeichnet und publiziert. Hintergrund der Transaktion aus Sicht von ZEAL ist die beabsichtigte Einstellung des Zweitlotterie-Geschäfts von Tipp24 in Deutschland. Zweitlotterieanbieter besitzen in Deutschland keine Wettlizenz, sondern verfügen über eine solche in einem anderen EU-Land. Diese Konstruktion führt dazu, dass die Zweitlotterieanbieter in Deutschland nicht reguliert sind und damit in einer gewissen rechtlichen Grauzone agieren. Der ZEAL Network SE fehlen nur noch etwa 2 Prozent bis zum Erreichen der Squeeze-out-Schwelle von 95 Prozent. Scherzer & Co. wird insbesondere die Ausgestaltung der Konditionen in der Zusammenarbeit zwischen der Lotto24 AG und der Hauptaktionärin im Auge behalten und hierzu auch an der diesjährigen Hauptversammlung in Hamburg teilnehmen und die Aktionärsrechte wahrnehmen.

Weiterhin sehr solide entwickelt sich Pfeiffer Vacuum, hier besitzt die Hauptaktionärin Pangea/Busch inzwischen 50,02 Prozent des Grundkapitals. Auch wenn das Management hier mit einem eher verhaltenen Start ins laufende Jahr rechnet, hat sich der Aktienkurs zuletzt sehr solide gezeigt. Trotz des auch eher schwierigen Umfeldes an der Konjunkturfront konnte die Notierung von Pfeiffer Vacuum um gut ein Drittel zulegen.

Ebenfalls zufrieden zeigte sich Dr. Issels auch mit der Entwicklung bei der schweizerischen Weleda AG. Hier ist Scherzer & Co. mit umgerechnet 2,72 Prozent über stimmrechtslose Partizipationsscheine beteiligt. Auch im laufenden Jahr ist beim Anbieter von Naturkosmetik und anthroposophischen Arzneimitteln mit weiterem Wachstum zu rechnen. Positive Impulse sollen aus einer neuen Skin-Food-Pflegeserie und der konsequenten Fortführung der Internationalisierungsstrategie resultieren.

## Allgemeine Aussprache

Als erster Redner meldete sich Dr. Clemens Scholl als Vertreter der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) e.V. zu Wort und wunderte sich zunächst über die mit lediglich 36 Prozent aus seiner Sicht geringe Präsenz in der Hauptversammlung, obwohl der Saal nach Köpfen betrachtet recht gut besucht erschien. Nähere Angaben zur Aktionärsstruktur der Gesellschaft sind nach Angabe von Dr. Issels auch nur schwer

möglich, da die Scherzer & Co. über Inhaberaktien verfügt und sich erfahrungsgemäß etwa die Hälfte der Anteilseigner auch nicht zu den Hauptversammlungen anmeldet. Zudem liegen der Gesellschaft auch keine Stimmrechtsmitteilungen über einen Anteilsbesitz von 25 Prozent oder mehr vor.

Mit Blick auf das schwierige Marktumfeld und den deutlichen Rückgang bei den großen Indizes wie dem DAX im abgelaufenen Jahr bescheinigte der Aktionärsschützer der Verwaltung, sich wacker geschlagen zu haben. Etwas erklärungsbedürftig erschien dem SdK-Sprecher wie auch weiteren Rednern der Umstand, dass in 2018 eine vergleichsweise hohe Steuerlast entstanden ist, die letztlich auch zu einem dann negativen Ergebnis unter dem Strich geführt hat. Hierzu verwies Dr. Issels auf die zu Jahresbeginn 2017 in Kraft getretene Änderung der steuerlichen Behandlung von Erträgen aus der Veräußerung von im Umlaufvermögen gehaltenen Wertpapieren. In der Vergangenheit hat der Steuergesetzgeber bei der Höhe der Besteuerung darauf abgestellt, ob die gehaltenen Wertpapiere unter kurzfristigen Anlageaspekten im Umlaufvermögen verbucht waren oder aber langfristig im Anlagevermögen gehalten werden sollten. Seit 2017 ist diese Unterscheidung entfallen, sodass seither sowohl im Umlauf- wie auch im Anlagevermögen generell die 95-prozentige Steuerfreistellung des Veräußerungserlöses greift. Bei realisierten Gewinnen greift so lediglich noch eine effektive Besteuerung von rd. 1,5 Prozent. Andererseits wirken sich entsprechend eingetretene Verluste allerdings auch nur noch marginal aus und können nur noch in sehr geringem Maße geltend gemacht werden.

Genau dieser Umstand hat sich im Berichtsjahr belastend ausgewirkt, da Wertpapiere des Umlaufvermögens mit einem Anschaffungsdatum vor 2017 mit Gewinn veräußert wurden und darauf die entsprechenden Ertragssteuern abzuführen waren. Gleichzeitig konnten entstandene Abschreibungen auf ab 2017 angeschaffte Wertpapieren nicht gegengerechnet werden. Insgesamt geht der Vorstand allerdings davon aus, dass sich ein solcher Effekt in der Zukunft nicht in vergleichbarer Größenordnung wiederholen wird, da ein großer Teil der vor 2017 erworbenen Positionen im Umlaufvermögen inzwischen realisiert worden ist.

Ferner interessierte sich Dr. Scholl für die aktuelle Entwicklung bei der Lotto24 AG, wo sich Scherzer & Co. jüngst mit zwei offenen Briefen an den dortigen Vorstand und Aufsichtsrat zur wohl anstehenden Integration in die ZEAL Network-Gruppe und die Aushandlung der Verträge zur Zusammenarbeit der beiden Unternehmen geäußert hatte. Hierzu teilte Herr Neuroth mit, dass man zwar entsprechende Antworten erhalten habe und auch der bisherige Aufsichtsratsvorsitzende Prof. Berchtold erklärt hat, für die weiteren Verhandlungen noch zur Verfügung zu stehen, allerdings hat die Hauptaktionärin auf ihre Weise eine Antwort gegeben und die Abberufung des Aufsichtsratsvorsitzenden mit Wirkung zum Ende der ordentlichen Hauptversammlung am 04. Juni 2019 auf die Tagesordnung im Wege eines Ergänzungsverlangens setzen lassen. Scherzer & Co. wird an der Hauptversammlung teilnehmen und die weitere Entwicklung sehr aufmerksam und eng begleiten.

Ebenfalls nicht so erfolgreich hat sich nach Wahrnehmung des Aktionärsschützers auch das Fondsvolumen des von der RM Rheiner Fondskonzept gemanagten Fonds Do-RM Special Situations Total Return I entwickelt. Hierzu erklärte Herr Neuroth, dass der Start in das Jahr 2018 insbesondere durch die Zusammenarbeit mit einer Bank in Köln sehr erfolgreich begonnen hat. Allerdings hat sich das schlechte Börsenumfeld im weiteren Jahresverlauf entsprechend belastend ausgewirkt und auch zu Mittelabflüssen geführt, sodass die ursprünglich positiven Effekte aus der Zusammenarbeit weitgehend aufgezehrt worden sind.

Des Weiteren interessierte sich Dr. Scholl für die Systematik der NAV-Berechnung bei der Scherzer & Co. Hier interessierte den Redner insbesondere die Frage, wie hoch der Anteil an liquiden und an vergleichsweise illiquiden Werten im Depot ist und wie diese im Rahmen der monatlichen NAV-Berechnung bewertet werden. Laut Herrn Neuroth bewegt sich das Volumen der vergleichsweise liquiden Werte innerhalb einer Größenordnung zwischen 16 und 20 Mio. Euro. Dabei handelt es sich um Wertpapiere wie Aktien der K+S AG oder der freenet AG. Die übrigen Werte werden entweder mit den zuletzt gehandelten Kursen angesetzt oder aber es erfolgt ein Wertansatz auf Basis der im Markt verfügbaren Geldkurse. Bei den schweizerischen Werten aus dem außerbörslichen Handel wird ebenso verfahren, entweder wird der zuletzt gehandelte Kurs oder auch hier unter konservativen Gesichtspunkten die im Markt gestellte Geldseite angesetzt.

Angesprochen auf die Anzahl der relevanten Positionen im Portfolio führte Herr Neuroth aus, dass auf die 26 größten Positionen im Bestand ein Gesamtkurswert von 70 Mio. Euro entfällt. Bei diesen Werten handelt es sich auch um die maßgeblichen Investments. Darüber hinaus ist man aus verschiedenen Erwägungen auch an einer ganzen Reihe weiterer Gesellschaften in geringem Umfang beteiligt. Diese Positionen dienen der Beobachtung der entsprechenden Unternehmungen oder etwa auch, um die Hauptversammlungen der Gesellschaften besuchen zu können.

Mit Blick auf Termingeschäfte meinte Dr. Scholl, vernommen zu haben, dass Scherzer & Co. gezielt auf fallende Kurse beim US-Elektroautohersteller Tesla setzt. Hierbei handelt es sich nach Angabe von Herrn Neuroth

nicht um eine Strategie im eigentlichen Sinne, vielmehr hat man in diesem Wert in sehr geringem Umfang auf eine rückläufige Entwicklung des Aktienkurses gesetzt. Insgesamt erfolgen Engagements am Terminmarkt, wenn durch den Verkauf von Put-Optionen oder den Kauf von Call-Optionen ein Engagement aufgebaut werden soll oder durch Call- und Put-Strategien Absicherungen des Portfolios vorgenommen werden sollen. Ergänzend führte hierzu Aufsichtsratsmitglied Dr. Rüttgers aus, dass etwaige Shortpositionen über Derivate abgebildet werden, sonstige Transaktionen, wie etwa die Absicherung des Gesamtportfolios, erfolgen über Optionen. Echte Leerverkäufe finden nach seiner Angabe nicht statt.

Sowohl Dr. Scholl als auch weitere Redner interessierten sich für nähere Details zu der mit „N.N.“ im Portfolio gekennzeichneten Position. Bezogen auf das erfragte Engagement bat Herr Neuroth um Verständnis, dass sich dieses noch im Aufbau befindet und man daher derzeit noch keine weiteren Angaben hierzu machen möchte.

Auf die abschließende Frage des SdK-Sprechers, ob für Scherzer & Co. auch einmal Werte oder Unternehmen außerhalb der DACH-Region als Investitionsobjekte in Frage kommen könnten und ob man ganz konkret auch einmal einen Blick auf die Firma trivago geworfen hat, die vom Geschäftsmodell mit der früheren Hotel.de AG durchaus vergleichbar ist, antwortete Herr Neuroth, dass man sich diesen Wert bisher noch nicht angesehen habe und er dort auch aus Sicht von Scherzer & Co. derzeit keinen Targetcharakter erkennen kann. Ergänzend merkte Dr. Issels hierzu noch an, dass man sich aufgrund der bisherigen Historie in den drei genannten deutschsprachigen Märkten am besten auskenne und einem hier auch die rechtlichen Rahmenbedingungen vertraut sind. Zudem sieht er mit Blick auf das aktuell gemanagte Volumen auch noch ausreichend attraktive Investmentchancen in der DACH-Region, sodass sich ohnehin gar keine Notwendigkeit ergibt, hier aktiv in weitere Länder zu expandieren. Dr. Issels gab ferner zu bedenken, dass insbesondere für den Fall, dass Engagements einmal nicht so laufen wie gewünscht, schon allein die unterschiedliche Sprache zu einer gewissen Barriere führen kann, auch zwingen Unterschiede im Rechtssystem zur Notwendigkeit, neben dem inländischen Rechtsanwalt auch einen weiteren Anwalt im Zielland engagieren zu müssen, was zu erheblich höheren Kosten führt, als wenn man in der DACH-Region im Rahmen der Wahrnehmung von Aktionärsrechten einmal aktiv werden muss.

Als zweiter Redner meldete sich Dietmar Erlebach, Sprecher der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) e.V. zu Wort und zeigte sich nach der sehr guten Entwicklung in den Vorjahren doch etwas enttäuscht über die Entwicklung in 2018, wenngleich Scherzer & Co., wie der Redner positiv hervorhob, besser als der DAX abschneiden konnte. Der Vorstand verwies in seiner Antwort auf die bereits erläuterten Belastungen auf der steuerlichen Seite, aber ein Teil der Performanceentwicklung ist natürlich auch dem verfolgten Geschäftsmodell geschuldet. Als Beispiel wurde hier das Engagement bei der Linde AG angeführt. Dort hatte Scherzer & Co. insgesamt 120.000 Aktien, der Squeeze-out erfolgte zum Kurs von 189,46 Euro, der letzte Börsenkurs lag bei über 197 Euro. Durch die Abgabe im Rahmen des Squeeze-out hat man hier zunächst „Performance liegen gelassen“ in einer Größenordnung von rund 800 TEUR, verfügt aber zugleich über die Chance, an einer möglichen gerichtlichen Erhöhung des Abfindungspreises im Rahmen des bereits von verschiedenen Antragstellern eingeleiteten Spruchstellenverfahrens teilhaben zu können. Im Markt gehen Beobachter von einer möglichen Nachbesserung je Linde-Aktie zwischen 20 und bis zu 80 Euro aus. Dass die Chancen als recht gut eingeschätzt werden, zeigt sich nach Einschätzung von Dr. Issels auch daran, dass seitens der GANÉ Aktiengesellschaft direkt im Anschluss an die Ausbuchung der Linde-Aktien aus den Depots im Rahmen des Squeeze-out bereits ein Kaufangebot zu 7,50 Euro je Linde-Nachbesserungsrecht unterbreitet worden ist.

Bezogen auf das zuletzt deutlich volatilere Marktumfeld macht sich der DSW-Sprecher Gedanken zum Geschäftsmodell der Scherzer & Co. AG und interessierte sich dabei insbesondere auch für die Frage, wie krisenfest dies ist. Hierzu antwortete Dr. Issels, dass man auch in der Vergangenheit gut mit dem verfolgten opportunistischen Investmentansatz gefahren ist. Durch den Anteil an Übernahme- und Abfindungswerten im Bestand ergibt sich zudem eine gewisse Risikominimierung gegenüber der Gesamtmarktentwicklung. Dass dieser Ansatz funktioniert, hat sich nach seiner Einschätzung ja auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 gezeigt, während der DAX einen Rückgang um 18 Prozent zu verzeichnen hatte, war der Rückgang beim inneren Wert von Scherzer & Co. mit minus 12 Prozent deutlich geringer, was auch auf die im DAX-Vergleich deutlich defensivere Aufstellung und die getroffene teilweise Absicherung des Portfolios zurückzuführen ist.

Bezogen auf die aus seiner Sicht ausgesprochen überschaubare Tagesordnung interessierte sich der DSW-Sprecher zum Abschluss seiner Ausführungen noch für die künftige Dividendenstrategie der Gesellschaft, nachdem sich die Anteilseigner in den vergangenen Jahren über Ausschüttungen von zunächst 0,05 Euro und dann 0,10 Euro im vergangenen Jahr freuen durften. Zum Thema Dividende erläuterte Dr. Issels, dass es bei der bekannten Dividendenstrategie bleibt. Um eine Dividende zahlen zu können, muss die



Scherzer & Co. AG ein entsprechend positives Ergebnis erzielt haben, das eine Ausschüttung an die Anteilseigner zulässt, und zugleich muss es im NAV zu einem echten Zuwachs gekommen sein. Auf Nachfrage bestätigte der Vorstand, dass als „Mindestbetrag“, ab dem im beschriebenen Fall eine Ausschüttung denkbar ist, ein Betrag von 0,05 Euro gilt.

Aktionär Hellmerichs, der sich im Zuge seines Wortbeitrages selbst als aktiver Aktionär bezeichnete, hob unter anderem die aus seiner Sicht positiven Aspekte einer Geldanlage in Wertpapieren hervor und hielt ein Plädoyer für die Aktienanlage. Mit Blick auf die Struktur und die größere Zahl an in der Friesenstraße ansässigen Gesellschaften wollte er wissen, ob hier nicht eine Zusammenlegung von Gesellschaften zu einer Vereinfachung der Strukturen und damit auch zu Effizienzgewinnen führen könnte. Eine Zusammenführung etwa von RM Rheiner Management und der Scherzer & Co. AG oder auch von Scherzer und Allerthal Werke ist nach Aussage von Dr. Issels nur schwer möglich. In den beiden Gesellschaften sind jeweils auch Minderheitsaktionäre investiert und im Fall einer Verschmelzung ergäben sich insbesondere aus den in den Unternehmen vorhandenen Nachbesserungsrechten entsprechende Probleme bei der Bewertung. Zudem wäre in diesen Fällen auch mit entsprechenden Spruchstellenverfahren zu rechnen, sodass im Ergebnis wohl – wenn überhaupt – nur auf sehr lange Sicht entsprechende Strukturvereinfachungen und Kostenersparnisse realisierbar wären.

Auch Aktionär Hellmerichs regte an, den Investitionsfokus weiter zu fassen, um auch von Chancen in anderen Märkten als ausschließlich der DACH-Region profitieren zu können. Dr. Issels verteidigte den eingeschlagenen Weg und wies auf die entsprechenden Risiken bei Engagements in Regionen und Märkten hin, in denen man sich nicht auskennt und daher hiervon doch Abstand nehmen möchte. Hierzu erinnerte er auch an die wenig erfreulichen Erfahrungen bei der RM Rheiner Management, die man dort vor Jahren mit Engagements in China gemacht hatte. Mit den Engagements im DACH-Raum sieht der Vorstand das Portfolio auch gut diversifiziert und es finden sich mehr als ausreichende Investitionsmöglichkeiten.

Ferner hielt Herr Hellmerichs ein Plädoyer für die Anlage in Aktien im Allgemeinen und regte an, sich auch einmal näher mit der Anlage in ETFs zu befassen. Nach seiner Einschätzung kann sich eine Investition in ETFs etwa auf den SDAX oder den TecDAX als sehr lohnend erweisen. Hier regte der Redner an, doch einen gewissen Betrag in eben solche ETFs zu investieren und nach einer Laufzeit von 5 oder 10 Jahren einmal zu schauen, wie sich diese entwickelt haben. Seitens des Aufsichtsratsvorsitzenden wurde zugesagt, dass sich das Kontrollgremium mit diesem Thema in einer der nächsten Sitzungen befassen wird.

Aktionär van Beek interessierte sich für mögliche Risiken für Scherzer & Co. aus dem Delisting von Portfoliowerten. Ein solcher Delistingvorgang ist nach Angabe von Dr. Issels je nach Konstellation ein entsprechendes Abfindungsangebot, was eine gewisse Mindestkursschwelle (6-Monats-Durchschnittskurs) erfüllen muss. Insoweit ergibt sich hier auch immer die theoretische Möglichkeit, auszusteigen. Auf der anderen Seite haben sich derartige Delistingankündigungen in der Vergangenheit auch durchaus als interessante Kaufzeitpunkte erwiesen, sodass hier sowohl Risiken als auch Chancen existieren. Hinsichtlich der vom Redner befürchteten möglichen nicht mehr gegebenen Handelbarkeit der Aktien wies der Scherzer-Vorstand darauf hin, dass oftmals weiter ein Handel im Freiverkehr der Börse Hamburg möglich und damit auch weiterhin eine Fungibilität gegeben ist. Ein Beispiel, bei dem sich im Zuge des Delistings entsprechende Chancen ergeben haben – ohne dass Scherzer & Co. sich dort engagiert hatte –, war zuletzt die Stada AG, bei der ein solcher Schritt nach Übernahme vorgenommen worden ist. Allerdings ist auch für die Stada-Aktie weiterhin ein Handel an der Börse in Hamburg möglich.

Nicht ganz nachvollziehen konnte der Redner indes die unterschiedlichen Stimmrechtsschwellenwerte für einen Squeeze-out, die mal bei 90 Prozent und mal bei 95 Prozent liegen. Hierzu antwortete Herr Neuroth, dass bei einer 90-prozentigen Beteiligungsquote ein sog. verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out möglich wird, d. h. eine Gesellschaft mit einem Streubesitzanteil von dann unter 10 Prozent kann auf die Muttergesellschaft verschmolzen werden und dabei können zugleich die Minderheitsaktionäre ausgeschlossen werden. Ab einer Beteiligungsquote von 95 Prozent ist ein sog. aktienrechtlicher Squeeze-out, also die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer entsprechenden Barabfindung, möglich.

Aktionär Paul Roth erkundigte sich unter anderem danach, ob die Scherzer & Co. AG auch über eigene Anlagealgorithmen verfügt oder solche beabsichtigt programmieren zu lassen. Nach Angabe von Dr. Issels verfügt man über keine derartigen Algorithmen und beabsichtigt auch nicht, solche programmieren zu lassen. Mit derartigen Instrumenten würde man allerdings nach seiner Einschätzung auch in dem von Scherzer & Co. bearbeiten Smallcap-Markt ohnehin kaum agieren können, da hier die Handelsumsätze viel zu gering sind. Es ist hier zum Teil schon schwierig genug, vernünftig Positionen aufzubauen. Teilweise

bieten Banken infolge der immer restriktiveren Regulatorik schon keine interessewahrenden Orderausführungen mehr an, mit denen marktschonend agiert werden kann. Hier dankte Dr. Issels ausdrücklich den Banken, mit denen Scherzer & Co. zusammenarbeitet, und die diese Angebote weiter aufrecht erhalten.

Ferner interessierte sich der Redner dafür, inwieweit man im Portfolio auch auf Themen wie alternative Antriebe im Automobilbereich, etwa Hybrid oder Brennstoffzellentechnologie, setzt und von den auf diesem Gebiet zu erwartenden Trends profitieren kann. In seiner Antwort erläuterte Dr. Issels, dass sich die Industrie bei der Frage nach der künftigen Antriebstechnologie selbst noch nicht so richtig einig ist. So gibt es einige Hersteller wie etwa VW, die auf E-Mobilität setzen, um die Klimaziele zu erreichen, andere wie etwa auch die zum VW-Konzern gehörende Marke Audi experimentieren gleichzeitig auch mit Brennstoffzellen. Aktuell sind hier neben erheblichen Chancen auch nicht zu unterschätzende Risiken zu beachten, sodass man sich bei diesem Thema eher zurückhält. Wenngleich mit einem anderen Investitionsansatz eingegangen, ist man über die Audi-Aktien auch in diesem Bereich investiert.

Aktionär Udo Rüter zeigte sich mit dem vorgelegten Jahresergebnis 2018 angesichts des schwierigen Marktumfeldes durchaus zufrieden und wies darauf hin, dass die Performance besser als der vergleichbare Gesamtmarkt ausgefallen ist. Allerdings wunderte sich der Redner darüber, dass der Vorstand in seinen Ausführungen nichts zur Entwicklung bei den Portfoliowerten wie Allerthal-Werke AG oder RM Rheiner Management AG gesagt hat. Den Vermutungen, dass man sich von dieser Beteiligung getrennt hat, widersprach Dr. Issels. Mit dem Engagement bei Allerthal zeigte er sich sehr zufrieden, seinerzeit wurden die Aktien zu einem Preis von 9,50 Euro erworben. Inzwischen liegt der Aktienkurs bei rund 19 Euro und während der Haltedauer konnten auch Dividenden in Summe von über 5 Euro je Allerthal-Aktie vereinnahmt werden. Laut Dr. Issels macht der dortige Vorstand Alfred Schneider hervorragende Arbeit. Den aktuell gehaltenen Anteil an der Gesellschaft bezifferte Herr Neuroth auf knapp unter 20 Prozent.

Zu den weiteren gehaltenen Werten führte der Vorstand aus, dass man an der RM Rheiner Management AG rund 41,5 Prozent der Aktien hält, die direkte Beteiligungsquote an der Smart Equity AG liegt bei 44,4 Prozent und bei der Horus AG bei 80,52 Prozent. Zur ebenfalls angesprochenen ausgewiesenen Beteiligung an der Independent Capital AG erläuterte Dr. Issels, dass dieses Engagement wirtschaftlich betrachtet von vollkommen untergeordneter Bedeutung ist und sich die Gesellschaft in keinem guten Zustand befindet. Die Stücke stammen aus einer Manteltransaktion in der Vergangenheit.

Im weiteren Debattenverlauf meldeten sich auch noch Aktionär Wissmann zu Wort und zeigte sich kritisch in Bezug auf die Entwicklung bei der GK Software SE und wollte wissen, warum hier seitens Scherzer & Co. nicht entsprechend reagiert und rechtzeitig vor dem Kursrückgang die Position reduziert worden ist. Mit der Kursentwicklung zeigte sich Dr. Issels naturgemäß ebenfalls nicht zufrieden. An der grundsätzlichen Investitionsüberlegung bei GK Software hat sich aber nach seiner Angabe nichts geändert, auch wird damit gerechnet, dass sich die Margensituation in der Zukunft wieder verbessern wird und damit auch bessere Ergebnisse erzielt werden können. Zudem besteht weiterhin das Vorkaufsrecht, aus dem SAP zum Hauptgesellschafter von GK Software SE werden könnte. Vor diesem Hintergrund eignet sich dieses Engagement nicht für kurzfristige Tradingaktionen, da sich hier bei Sichtbarwerdung einer deutlich besseren Ertragslage oder bei nennenswerten Veränderungen im Gesellschafterkreis auch sehr schnell eine Kursentwicklung ergeben kann, die dann einen Wiedereinstieg unmöglich machen würde.

Weitere Erläuterungen erbat der Fragesteller auch in Bezug auf die Engagements in den Schweizer Werten und was diese Investments aus Sicht des Managements bisher gebracht haben. In seiner Antwort erinnerte der Vorstand an den diversifizierenden Effekt dieser Werte im Portfolio, da sich diese in einem anderen Währungsraum bewegen und daher auch überwiegend anderen Korrelationen unterliegen als Werte vom deutschen Aktienmarkt. Genau diesen Ansatz hat man seinerzeit bei den ersten Engagements verfolgt und dieser hat sich bisher auch als erfolgreich erwiesen. Beispielfhaft nannte er erfolgreiche Transaktionen etwa bei der Thurella AG. Diese Aktie wurde zwar inzwischen durch Squeeze-out verloren, allerdings hatte man bereits Aktien der Thurella Immobilien quasi in Form einer Sachausschüttung erhalten. Diese Stücke mit einem faktischen Einstand von null notieren bei 28,50 CHF. Erfolgreich war auch das Engagement bei der Zur Rose Group AG, die unter anderem die Onlineapotheke DocMorris betreibt. Bei Zur Rose erfolgte laut Dr. Issels der Einstieg zu 80 bis 90 CHF und der erfolgreiche Verkauf bei 140 CHF. Bei der Biella-Neher wurde zwischenzeitlich das operative Geschäft veräußert. Allerdings ergibt sich auch die Möglichkeit, sich an einer AG zu beteiligen, in der noch gehaltene Immobilien gebündelt sind und an deren weiterer Entwicklung die Anteilseigner auf diesem Wege weiter partizipieren können.

## Abstimmungen

Nach Beendigung der allgemeinen Aussprache gegen 14:00 Uhr wurde die Präsenz mit 10.830.326 Aktien oder 36,17 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals festgestellt. Sämtliche Beschlussvorschläge der Verwaltung wurden mit sehr großer Mehrheit bei nur vereinzelt Gegenstimmen und/oder Enthaltungen verabschiedet.

Im Einzelnen beschlossen wurde die Entlastung von Vorstand (TOP 2) und Aufsichtsrat (TOP 3) sowie die Wahl der Formhals Revisions- und Treuhand GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft, Wipperfürth, zum Abschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2019 (TOP 4). Der Versammlungsleiter konnte die Hauptversammlung nach einer Dauer von etwa dreieinhalb Stunden gegen 14:30 Uhr schließen.

## Fazit

Die Scherzer & Co. AG konnte infolge der in der zweiten Jahreshälfte zunehmend negativen Börsenentwicklung sowie eines nachteiligen steuerlichen Sondereffekts aufgrund der seit Anfang 2017 geänderten Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Wertpapieren des Umlaufvermögens nicht an den Erfolg der sechs Vorjahre anknüpfen. Allerdings dürften die vor Inkrafttreten der steuerlichen Änderungen erworbenen Wertpapierpositionen aus unserer Sicht weitgehend bis Ende 2018 veräußert worden sein, sodass der Verfasser aus den geänderten Besteuerungsgrundlagen künftig keine weiteren nennenswerten Effekte mehr erwartet.

Auch wenn das negative Jahresergebnis und der Ausfall einer Dividendenzahlung auf den ersten Blick natürlich nicht erfreulich erscheinen, ist die Scherzer-Aktie unverändert ein interessantes Investment vor allem für den an Nachbesserungsthemen interessierten Anleger, der diese Aktivitäten nicht selbst mit seinem Portfolio abdecken will oder kann. Das aktuell gemeldete Nachbesserungsvolumen – inklusive der quotalen Anteile über die Beteiligungen an der Allerthal-Werke AG und der RM Rheiner Management AG – beläuft sich auf rund 139 Mio. Euro und wird im ausgewiesenen NAV der Gesellschaft nicht abgebildet. Insoweit steckt insbesondere in dieser Position auch eine gewisse Fantasie für weitere positive Ergebnisbeiträge in der Zukunft.

Analog zu unserer Herangehensweise im Research sehen wir den fairen Wert der Scherzer-Aktie – ohne Berücksichtigung der Ertragschancen aus den Spruchstellenverfahren – derzeit bei etwa 2,35 Euro und setzen auch unser Kursziel dementsprechend an. Auf dieser Basis stufen wir den Titel unverändert mit „Halten“ ein. Dabei könnten sich vor allem an schwächeren Börsentagen auch (Nach-)Kaufgelegenheiten ergeben.

## 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)