

Scherzer & Co.

## Aktieninvestoren aus Überzeugung und Leidenschaft

Die Kölner Beteiligungsgesellschaft Scherzer & Co. AG verfolgt das Ziel, ihr Vermögen langfristig aufzubauen. Mittelfristig will das Vorstandsduo Dr. Georg Issels und Hans-Peter Neuroth das Eigenkapital, die harte Währung jeder Beteiligungsgesellschaft, auf € 100 Mio. verdoppeln.

Das soll möglichst ohne weitere Kapitalerhöhungen durch gezielte Investments, in erster Linie in aussichtsreiche Nebenwerte, gelingen. Käme es so, wobei sich das Ziel auf der Zeitschiene nicht beziffern lässt, würde dies rein rechnerisch mit einer Verdoppelung des Nettovermögenswertes einhergehen, der in diesem Fall dann die Marke von € 3.- knacken würde. Einen typischen Abschlag von 10 bis 15 % unterstellt, stünde die Scherzer-Aktie dann bei mehr als € 2.50, mithin zwei Drittel höher als aktuell – temporäre Schwankungen einkalkuliert.

### Nachbesserungsrechte als eine Art Extra-Reserve

Nicht berücksichtigt in dieser Hochrechnung ist das Volumen der nicht bilanzierten Nachbesserungsrechte von aktuell € 98 Mio. Bei den sogenannten Abfindungsergänzungsansprüchen handelt es sich um potenzielle Ansprüche, die sich aus der Durchführung von gerichtlichen Spruchstellenverfahren im Nachgang von Strukturmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften ergeben. Ob und wann die Nachbesserungsrechte werthaltig werden, ist kaum zu prognostizieren. Ein Anhaltspunkt, welche Erträge daraus resultieren können, liefert das Beispiel Repower Systems. Scherzer hat im September 2014 aus

dem Spruchverfahren eine Nachbesserung (inklusive Zinsen) von € 162 0000 erhalten. Bezogen auf den Preis zum Squeeze-out ergibt sich daraus eine zusätzliche Rendite von 7 %. Ein solcher Wert modellhaft auf den gesamten Bestand hochgerechnet, würde das Eigenkapital um etwa € 7 Mio. ansteigen lassen. Werden zusätzlich die Nachbesserungsrechte der Beteiligungen Allerthal-Werke AG und der RM Rheiner Management AG berücksichtigt, die Scherzer auf Grund ihrer Beteiligungshöhe zuzurechnen sind, ergibt sich ein angeordnetes Volumen von € 113 Mio. Völlig zu Recht verweisen beide Vorstände auf den Modellcharakter dieser Hochrechnung. Es lasse sich weder seriös vorher-sagen, ob jedes Nachbesserungsrecht zu einem Extra-Ertrag führen wird, noch die exakte Höhe. Da jedoch das Portfolio relativ jung ist, sollten die Extra-Erträge daraus in den kommenden Jahren tendenziell zunehmen. Anleger sollten diese Position daher als eine Art Extra-Reserve einstufen.

### Heute Aktien, früher Porzellan

Scherzer & Co. war nicht immer eine Beteiligungsgesellschaft. Den ersten Bericht über die Porzellanfabrik Zeh, Scherzer & Co. AG mit Sitz im fränkischen Rehau verfasste Dr. Günter Roß im August 1994 unter der Überschrift „eine Provinzposse!“. Ihm drängte sich damals der Eindruck auf, als handle es sich bei dem Management der Gesellschaft um eine Art „Pensions-sicherungsverein für sich selbst“. Nachdem der ehemalige Porzellanhersteller schon 1990 seine Betriebsgrundstücke und seine sonstigen Immobilien verkauft und 1991/

92 gerade noch rechtzeitig vor der dramatischen Zuspitzung der kritischen Lage in der deutschen Porzellanindustrie die eigene Produktion aufgegeben hatte, blieb nur noch die Verwaltung des eigenen bescheidenen Vermögens. Das Aktienkapital betrug DM 1 767 500.

Nach der Bereinigung von Altlasten durch die Abfindung von Pensionären und Anwartschaften verfügte die Gesellschaft 1999 über DM 1.74 Mio. Umlaufvermögen in Wertpapieren und ein Eigenkapital von DM 1.07 Mio. Im August 2000 schrieben wir: „Während Vorstand und Aufsichtsrat nichts dabei fanden, den nicht informierten Aktionären per Brief ein angeblich vorteilhaftes Kaufangebot zu 45 % zu unterbreiten, wurde in der HV erwähnt, dass sich mit der Allerthal-Werke AG ein Interessent für den Mantel und wohl auch für den erheblichen steuerlichen Verlustvortrag gemeldet habe.“ Auf jede Aktie entfiel damals nach unserer Rechnung ein Eigenkapital von DM 60. Im Mai 2001 meldeten wir, dass in der HV am 23.03.2001 ein bestehender Liquidationsbeschluss verschoben wurde und stellten die Frage, ob die Großaktionäre das Angebot der Allerthal-Werke annehmen würden. Allerthal hatte ein Kaufangebot von 58.75 % Nennwert je Aktie vorgelegt. Wie schon vermutet, stockte der damalige Allerthal-Vorstand Dr. Issels die Offerte auf 70 % des Nennwertes auf, so dass 89.85 % des Aktienkapitals übernommen werden konnten. Ein nettes Bonmot zur Übernahme findet sich in unserem Bericht im NJ 12/02. Dort heißt es: „Neuer Vorstand findet Gold. Beim Sichten der Unterlagen und Bestände fand Dr. Issels u. a. für DM 12 000 Gold, das zu

Scherzer & Co. AG, Köln  
 Telefon: 0221/820-320  
 Internet: www.scherzer-ag.de  
 ISIN DE0006942808,  
 29.94 Stückaktien, AK € 29.94 Mio.  
 KGV 2014e 10, KBV 0.97 (6/14)  
 Börsenwert: € 44.9 Mio.  
 Aktionäre: Mehrheit bei institutionellen Investoren, mehr als 200 Privataktionäre

Kennzahlen	H1 2014	H1 2013
<b>Erträge aus</b>		
WP-Geschäften	6.1 Mio.	2.8 Mio.
Dividenderträge	1.3 Mio.	0.8 Mio.
Periodenergebnis	2.8 Mio.	0.7 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.09	0.02
EK-Quote	68.3 %	67.1 %

Kurs am 20.11.2014:  
 € 1.50 (Xetra), 1.82 H / 1.34 T



Bis zum Nettovermögenswert von € 1.76 je Aktie per 31.10.2014 ist noch Luft.

**FAZIT:** Wer die Aktienausswahl nicht selbst in die Hand nehmen möchte bzw. den skizzierten Investmentansatz im eigenen Depot auf Grund des Volumens nicht nachbauen kann, für den ist die Aktie der Scherzer & Co AG die bessere und kostengünstigere Alternative zu einem Nebenwerte-Fonds. Das Vorstandsduo leistet eine saubere Arbeit und übererfüllt die Transparenzanforderungen im wenig regulierten Freiverkehr deutlich. Anleger kaufen folglich nicht die Katze im Sack. Auf mittlere Sicht das Eigenkapital auf € 100 Mio. verdoppeln zu wollen ist ohne Frage ein ambitioniertes Ziel. Rückschläge werden nicht zu vermeiden sein, da die Gesellschaft direkt von der Börsenlage abhängig ist. Der Investitionshorizont sollte daher auf mindestens 24, besser 36, Monate angelegt sein. KH/C

Produktionszeiten für Dekorationszwecke benötigt wurde. Das wirft ein bezeichnendes Bild auf die Zustände bei der früheren Verwaltung.“ Mit der Änderung der Firma in Scherzer & Co. AG und der folgenden Einbeziehung der Gesellschaft in den Freiverkehr endete ein Kapitel für das 1880 gegründete Unternehmen, und ein neues Börsenleben als Beteiligungsgesellschaft begann.

**H1 2014 verlief gut**

Zurück in die Gegenwart: Scherzer schloss H1 2014 mit einem Gewinn je Aktie von € 0.09 (0.02) ab. Das Ergebnis wurde insbesondere aus den Verkäufen von Aktien und den Gewinnen aus Stillhalterpositionen generiert, die auf € 6.1 (2.8) Mio. kletterten. Auch die Dividendenerträge nahmen um € 0.5 Mio. auf € 1.3 (0.8) Mio. zu. Zuschreibungen auf Wertpapiere des Anlage- und Umlaufvermögens wurden anders als im Vorjahr nicht vorgenommen. Die entsprechenden Abschreibungen fielen etwas geringer aus als im Vorjahr. Der Buchwert je Aktie stand am 30.06.2014 bei € 1.55 und der Nettovermögenswert zu Marktwerten bei € 1.94. Damit verfügte Scherzer über bilanzielle Reserven von € 12 Mio. bzw. € 0.39 je Aktie. Per Ende Oktober stand der Nettovermögenswert zu Marktwerten bei € 1.76 je Aktie.

**Anleger sehen, was drin steckt**

Transparenz wird in Köln groß geschrieben. Monatlich veröffentlicht die Scherzer & Co. AG die zehn wertmäßig größten Aktienpositionen des Portfolios. Zuletzt wurde der Stand mit Anteilen der Positionen am Gesamtportfolio zum 31.10.2014 bekanntgegeben, die rund die Hälfte des Portfolios ausmachen. Gegenüber dem Stand per Ende 2013 sind Württembergische Lebensversicherung AG und High-

*Weitblick, wie hier auf den Kölner Dom, ist auch an der Börse eine gefragte Tugend.*



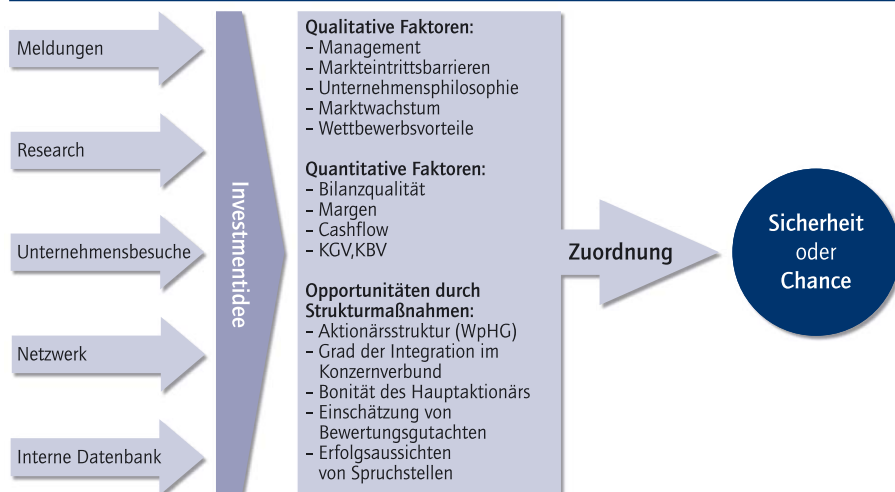
light Communications AG neu in den Top 10 vertreten. Es ist zu erwarten, dass die Großaktionärin Wüstenrot & Württembergische AG (Anteil: 83.42 %) über kurz oder lang ein Squeeze-out anstrebt. Highlight ist interessant, weil hier eine Vereinfachung der komplexen Konzernstruktur ansteht. Letztlich geht es darum, Constantin Medien, die 52.39 % an Highlight hält, mit Highlight zusammenzuführen. Herausgefallen aus dem Portfolio sind Generali Deutschland und IBS. Bei Generali wurde der Squeeze-out eingetragen. Im Fall von IBS verkaufte Scherzer ein Paket von 15 % mit Gewinn an den Großaktionär Siemens, der nun die Squeeze-out-Schwelle von 95 % überschritten hat. Kommt der Squeeze-out, würden sich für Scherzer daraus wiederum Nachbesserungsrechte ergeben.

**Investments mit Bedacht**

Scherzer baut grundsätzlich auf ein ausbalanciertes Portfolio und unterteilt die Engagements in die Kategorien Sicherheit und Chance. Unter sicherheitsorientierten Investments verstehen Issels und Neuroth

den Aufbau von Beteiligungen an Unternehmen, die ein geringes Kursrisiko aufweisen, ohne dass auf Kurschancen verzichtet werden muss. Hierbei handelt es sich häufig um Unternehmen, die Ziel eines Übernahme- oder Pflichtangebots waren bzw. sind. Der dabei angebotene Übernahmepreis bildet für die Zukunft dann häufig eine Kursuntergrenze, die mit einer hohen Wahrscheinlichkeit nicht mehr unterschritten wird. Gleichzeitig sorgt das Bestreben des neuen Großaktionärs, seine Beteiligung weiter auszubauen, dafür, dass die Kurse tendenziell ansteigen. Neben den Engagements in Übernahme-situationen greifen die Kölner auch bei Substanzwerten zu. Value Titel zeichnen sich – bei nachvollziehbarem, stabilem und nachhaltigem Geschäftsmodell – durch besonders attraktive Finanz- und Bilanzstrukturen aus. Geringe oder keine Verschuldung, im Idealfall eine vorhandene Nettoliquidität, eine hohe Dividendenrendite sowie niedrige Bewertungskennzahlen sind typische Merkmale solcher Unternehmen. Eher spekulative Investments klassifiziert Scherzer in die Kategorie Chance ein, wobei im Idealfall der Übergang zur Kategorie Sicherheit möglich sein soll. Solche Investitionsmöglichkeiten sind u. a. im Umfeld von sanierenden Kapitalmaßnahmen oder bei der Wiederbelebung von Börsenmänteln zu finden. Grundsätzlich verfolgt Scherzer einen opportunistischen Investmentansatz. Daher wurden im Geschäftsjahr 2013 die sich bietenden Chancen im Bereich der Corporate Bonds genutzt. Stillhaltergeschäfte werden mit dem Ziel der Teilsicherung von Investments bzw. zur Erhöhung der Rendite des Portfolios durchgeführt, zusätzlich dienen Long-Puts auf Aktienindizes der Teilsicherung des Portfolios.

**Der Investmentprozess verläuft nach klaren und einfachen Regeln**



Quelle: Scherzer & Co. AG

Klaus Hellwig/  
Carsten Stern

Scherzer &amp; Co.

## „Aktien sind für uns alternativlos“

Anlagen in Aktien sind für die beiden Vorstände Dr. Georg Issels und Hans Peter Neuroth vom Kölner Nebenwerte-Spezialisten Scherzer & Co. AG ohne Alternative. Erklärtes Ziel des Duos ist die möglichst stetige Steigerung des Nettovermögenswerts, den Scherzer jeden Monat veröffentlicht. Über die Grundsätze der Anlagephilosophie sowie die Perspektiven für 2015 sprach das Nebenwerte-Journal mit den beiden Firmenlenkern.

**NJ:** Herr Dr. Issels, Herr Neuroth, warum geben Sie keine Unternehmensprognose, sondern erklären Anlegern nur ganz allgemein, dass Sie den Nettovermögenswert (Net Asset Value, kurz NAV) steigern wollen. Andere Beteiligungsgesellschaften nennen zumindest ihre Renditevorstellungen p. a.?

**Issels (schmunzelt):** Gegenfrage, wenn sie mir eine Idee geben können, wie die Bilanzkurse zum Jahresende stehen, kann ich Ihnen auch sagen, welches Ergebnispotenzial in unseren Depotpositionen steckt. In meinen Augen ist das Kaffeesatzleserei. Der ehrlichere Wert für den Anleger ist der NAV, den wir einmal monatlich veröffentlichen. Dort sind im Übrigen nur unsere Depotpositionen aufsummiert. Mögliche Erträge aus unseren Nachbesserungsrechten bzw. zugekauften Nachbesserungsrechten sind nicht enthalten, womit der Fair Value der Aktie sicher über dem NAV anzusiedeln ist.

**Neuroth:** Ich möchte nur noch ergänzen, dass die NAV-Betrachtung überdies den Vorteil mit sich bringt, dass wir zum Stichtag 31. Dezember nicht gezwungen sind, Positionen zu verkaufen, nur um das Ergebnis in die Höhe zu hebeln bzw. einen Gewinn auszuweisen. Diese Vorgehens- bzw. Betrachtungsweise ist darüber hinaus eng mit unseren Ankeraktionären abgestimmt.

**NJ:** Heißt, solange der NAV steigt, sind ihre Ankeraktionäre zufrieden. Hand aufs Herz: Wie häufig diskutieren sie intern über das Thema Dividendenausschüttung? Im Rahmen der HV-Aussprache ist das jedenfalls jedes Jahr ein Diskussionspunkt.

**Neuroth:** Wir stellen diesen Punkt jedes Jahr aufs Neue zur Diskussion – und zwar ergebnisoffen. Dabei hielten sich bisher das Lager der Befürworter und der Gegner in etwa die Waage. Gestatten Sie mir noch ein paar grundsätzliche Überlegungen zu diesem Thema. In Jahren, in denen wir einen Gewinn erwirtschaften, können wir uns durchaus vorstellen, eine Dividende auszuschütten. In Jahren ohne Gewinn würden wir die finanziellen Mittel lieber im Unternehmen lassen.

**NJ:** Verstehe, außerdem würde die Dividendenzahlung ihr Mittelfristziel eines Eigenkapitals von € 100 Mio. ein Stück weit konterkarieren. Das gilt erst recht, wenn sie zur Erreichung dieses Ziels auch Kapitalerhöhungen planen sollten?

**Issels:** Das eine zu tun, ohne dass andere aus dem Auge zu verlieren, lautet hier unsere Devise. Natürlich kann ich Stand heute eine Kapitalerhöhung nicht für alle Zeiten ausschließen. Geplant ist aber zurzeit nichts dergleichen, um ihre mögliche Frage gleich vorweg zu beantworten. Unser Ziel ist es, möglichst in jedem Jahr einen Gewinn zu erzielen und das Eigenkapital auf diese Weise in Richtung € 100 Mio. zu steigern. Aktuell stehen wir bei gut € 50 Mio.

**NJ:** Dann müssen viele Investments aufgehen, womit wir zu den Grundsätzen ihrer Anlagephilosophie kommen. Wie sieht die aus?

**Neuroth:** Wir klassifizieren ein Investment in Chance und Sicherheit. Anfangs gehen wir wie viele Investoren vor. Wir suchen aus unserer Sicht unterbewertete Titel, dazu müssen u. a. die Bilanz, die Aktionärsstruktur und auch das Management stimmen. Außerdem suchen wir gezielt nach Kandidaten, die die Möglichkeit bieten, dass aus einer Chance- ein Sicherheits-Investment werden kann.

**NJ:** Dazu bitte ein Beispiel?

**Issels:** Gerne, hier ist GK Software zu nennen. Über kurz oder lang können wir uns vorstellen, dass SAP (Anteil: 5 %) das Unternehmen komplett übernehmen wird, sofern die Geschäftsentwicklung aus Sicht von SAP in die richtige Richtung läuft. Ein Vorkaufsrecht hat SAP ja bekanntlich schon vereinbart. Zum Schutz des Streubesitzes ist es uns gelungen, in Gesprächen mit GK Software letztlich ein Delisting per Satzungsänderung auszuschließen. Das zeigt aus unserer Sicht ganz klar das Bekenntnis zum Kapitalmarkt und schafft Vertrauen. Sollten wir mit unserem Ansatz richtig liegen, was die Zukunft zeigen wird, würde z. B. bei einer Übernahmeofferte durch SAP die Aktie bei uns intern von Chance auf Sicherheit umgruppiert. Des Weiteren würden wir zusätzliche Nachbesserungsrechte generieren, aber das nur am Rande.

**NJ:** Geben Sie mir eine Idee, was aus Nachbesserungsrechten im Volumen von € 98 Mio. per 30.06.2014 als Nachschlag zu erwarten ist?

**Issels:** Das ist leider unmöglich zu sagen.

**Neuroth:** Um Ihnen eine Idee zu geben, in welche Richtung das gehen könnte, verweise ich auf den H1-Bericht. Bei Repower gab es eine Nach-



Die Vorstände Dr. Georg Issels (li.) und Hans-Peter Neuroth: „Nachhaltig niedrigere Zinsen lassen wenig Raum für starke Kurseinbrüche“.

besserung, die durchgerechnet auf unseren Einstand, einem zusätzlichen Aufschlag von etwa 7 % entsprach. Aber bitte nicht die 7 % auf unseren gesamten Bestand hochrechnen. Jedes Nachbesserungsrecht ist ein separater Fall. Ein letztes Wort zu diesem Thema: Unser Portfolio ist relativ jung. Heißt, in den kommenden Jahren werden die Erträge daraus tendenziell zunehmen.

**NJ:** Kommen wir zurück zum Thema Aktienauswahl. Inwieweit haben Ankeraktionäre bei der Titelauswahl eine Art Mitspracherecht?

**Issels:** Unsere Ankeraktionäre, die auch zwei Aufsichtsratsmandate innehaben, fungieren für uns eher als Sparringspartner. Sowohl Rolf Hauschildt als auch Dr. Dirk Rüttgers, die ihrerseits große Vermögen betreuen, sind absolute Fachleute. Im Zwiegespräch gemeinsam die Chancen einer Einzelanlage auszuloten, ist allemal zielführender als seine Anlagenentscheidungen allein im stillen Kämmerlein zu treffen. Das mindert letztlich auch die Gefahr, sich in eine Idee zu verrennen.

**NJ:** Letzte Frage an beide Herren: Welche Themen werden uns Börsianer im Jahr 2015 beschäftigen?

**Issels:** Störungen von außen, etwa durch Konflikte wie aktuell in der Ukraine oder auch konjunkturellen Gegenwind, hat es schon immer gegeben und wird es auch immer geben. Entscheidend ist für einen Langfristinvestor in letzter Konsequenz, wie gut die Unternehmen verdienen.

**Neuroth:** Ich mache eine verbale Anleihe bei unserer Bundeskanzlerin Dr. Angela Merkel: Aktien sind allein schon mit Blick auf die Politik der Notenbanken rund um den Globus alternativlos.

**NJ:** Vielen Dank für das Gespräch.

Das Gespräch führte Carsten Stern