

Veröffentlicht bei [www.gsc-research.de](http://www.gsc-research.de)

## Windsor AG (ISIN DE000A0EQVT2)

Lassenstraße 32 Tel.:

+49 (0) 30 / 886722 - 0

**Kontakt Investor Relations:**

D-14193 Berlin Fax:

+49 (0) 30 / 886722 - 99

Heiko Alexander Zybell

Deutschland

**Internet:** <http://www.windsor-ag.com>**Email:** [info@windsor-ag.com](mailto:info@windsor-ag.com)

### HV-Bericht Windsor AG

#### Ist die Talsohle bei den Immobilienpreisen erreicht?

Am 25. August 2009 fand im Berliner Ludwig-Erhard-Haus die diesjährige ordentliche Hauptversammlung der Windsor AG statt. Etwa 30 Interessierte, darunter auch Mathias Türk von GSC Research, waren der Einladung gefolgt und hatten sich um 11 Uhr eingefunden, um sich über das abgelaufene Geschäftsjahr 2008 und über die neuesten Entwicklungen in der Gesellschaft zu informieren.

Begrüßt wurden die Anwesenden vom Aufsichtsratsvorsitzenden Dr. Michael Feldhahn. Dieser erläuterte zunächst in angenehm zügiger Weise alle notwendigen Formalien und gab sodann den schon im Vorfeld der Hauptversammlung bei der Gesellschaft eingegangenen Gegenantrag des Aktionärs Voigtsberger bekannt. Demnach ist dieser mit dem Gewinnverwendungsvorschlag der Verwaltung nicht einverstanden (TOP 2) und schlägt in seinem Gegenantrag eine Ausschüttung des hälftigen Bilanzgewinns an die Aktionäre vor. Wie der Versammlungsleiter weiter ankündigte, sollte dieser Gegenantrag auch noch Gegenstand des Vorstandsberichts sein.

Dr. Feldhahn gab auch bekannt, dass der erst im Frühjahr 2008 als weiteres Vorstandsmitglied berufene Niklas Helmreich schon zum 31. Dezember 2008 auf eigenen Wunsch wieder aus der Gesellschaft ausgeschieden ist. Anschließend erteilte der Versammlungsleiter dem Alleinvorstand Heiko Alexander Zybell das Wort.

#### Bericht des Vorstands

Gleich zu Beginn seiner Ausführungen konnte Herr Zybell mit zwei guten Nachrichten aufwarten. Dies war zum einen, dass die Gesellschaft die anhängigen Verfahren in Bezug auf die Anfechtungsklagen aus den Jahren 2007 und 2008 durch einen Vergleich beenden konnte, und zum anderen, dass ein sehr attraktives Grundstück im Herzen von Leipzig zu einem hervorragenden Preis erworben werden konnte. Über die erste Nachricht zeigte sich Herr Zybell sehr erleichtert, über die zweite sehr erfreut, denn mit dem Erwerb der Kleinen Fleischergasse 8 ist der Gesellschaft ein wahres Schnäppchen gelungen, wie er meinte.

Wie Herr Zybell weiter ausführte liegt das Gebäude, welches sich noch im Rohbau befindet und eine bereits sanierte Fassade besitzt, in der sehr beliebten Fußgängerzone in absoluter Spitzenlage. Der Kaufpreis pro Quadratmeter betrug dabei gerade einmal circa 330 Euro. Insgesamt umfasst das Gebäude etwa 5.000 Quadratmeter je nachdem, wie es aus- und umgebaut wird. Wie der Vorstand ankündigte, wollte er am Ende seines Berichts noch näher auf das Objekt eingehen.

Das Jahr 2008 war, wie auch das noch laufende Geschäftsjahr in seinem ersten Quartal, geprägt von der Krise nicht nur auf den Finanzmärkten, sondern auch bei den in der Folge sich verringernden Immobilienpreisen. Die Unternehmensinsolvenzen nahmen dabei merklich zu, was die Kreditvergabe der Banken negativ beeinflusste und auch für die Gesellschaft spürbar war. So lässt sich laut Vorstand immer schwerer eine Finanzierung auch für gute Projekte durchbringen, auch wenn die Kapitalausstattung so gut ist wie bei der Windsor AG.

In 2009 verbesserte sich die Lage leicht, und auch die Umsätze stiegen an, wie Herr Zybell weiter berichtete. Trotz dieser insgesamt schwierigen Zeit ist es der Gesellschaft gelungen, das nach IFRS zweitbeste Ergebnis in der Firmengeschichte zu erreichen. Dies macht klar, so der Vorstand, dass die gewählte Strategie die richtige war. Angesichts einer komfortablen Eigenkapitalquote von 62 Prozent ist es auch weiterhin möglich, aktiv im Markt für Immobilien tätig zu sein. Eine Abhängigkeit zu Banken besteht nicht. Dies spiegelt sich auch in der Bewertung der Kreditwürdigkeit der Creditreform Bank wider, die die Gesellschaft mit „A-“ bewertete.

Die nun erläuterten Geschäftszahlen konnten sich in der Tat sehen lassen. So konnte ein Jahresüberschuss nach IFRS von 4,01 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Nach HGB fiel dieser mit 2,1 Mio. Euro niedriger aus. Hauptwerttreiber war die Veräußerung der Beteiligung an der CR Capital Real Estate AG über die Börse, aber auch außerbörslich. Die CR Real Estate AG ist eine Immobiliengesellschaft, die in den beiden Geschäftsfeldern Bestandsimmobilien und Immobilienhandel aktiv ist. Der bei der Veräußerung erzielte Preis pro Aktie bewegte sich zwischen 1,60 Euro und 2,20 Euro. Wie der Vorstand weiter ausführte, liegt der Kurs momentan deutlich darunter.

Die noch gehaltene Position beträgt nun nur noch weniger als 5 Prozent. Wie Herr Zybell aber ausführte, soll diese wieder erhöht werden, da der Kurs momentan so günstig ist und die Gesellschaft ein gutes Investment darstellt.

Der Umsatz im Geschäftsjahr 2008 belief sich nach IFRS auf 13,79 Mio. Euro, nach HGB waren es 13,03 Mio. Euro. Grund für diesen schwachen Umsatz war die Zurückhaltung im Jahr 2008 in Bezug auf Zukäufe, was sich allerdings im Nachhinein als richtig erwiesen hat, da die Preise tatsächlich, wie erwartet, weiter gefallen sind. Auch zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres verhielt man sich seitens der Gesellschaft noch zögerlich, so Herr Zybell weiter, so dass bisher nur ein Zukauf getätigt wurde.

Aufgeteilt auf die verschiedenen Geschäftsbereiche trugen diese zum Gesamtumsatz in sehr unterschiedlicher Höhe bei. Auf den Geschäftsbereich der Bestandsimmobilien entfielen dabei rund 4 Mio. Euro und auf das Beteiligungsgeschäft etwa 10,3 Mio. Euro. Im Bereich Brokerage wurden keine nennenswerten Umsätze generiert, da dieser Bereich rechtzeitig zurückgefahren werden konnte. Auch im Bereich Sanierung und Service ziehen die Umsätze jetzt erst wieder an.

Die weiteren Chancen schätzt Herr Zybell momentan als sehr gut ein. Aufgrund der geringen Einkaufspreise lassen sich hohe Renditen erwirtschaften bei überschaubaren Risiken, eine seltene Mischung, wie sie sich nicht oft im Markt bietet, so der Vorstand weiter. Mit den Bestandsimmobilien zeigte sich dieser äußerst zufrieden, denn mit den gehaltenen Objekten konnten Erlöse von circa 1,5 Mio. Euro eingefahren werden, der Leerstand betrug dabei weniger als 3 Prozent. Dies entspricht etwa der Hälfte des durchschnittlichen Leerstands am Markt.

Den Wert des Bestandsportfolios bezifferte Herr Zybell auf etwa 19 Mio. Euro. Aufgrund der hohen liquiden Mittel in der Kasse der Gesellschaft konnten auch weitere Genussscheine zurückgekauft werden, so dass die Zinsbelastung aus diesen auf 0,4 Mio. Euro pro Jahr reduziert werden konnte.

Mit dem nun gezeigten Kursverlauf der Windsor-Aktie zeigte sich der Vorstand hingegen nicht zufrieden. Angesichts der guten Ertrags- und Vermögenslage der Gesellschaft sprach er jedoch von Sippenhaft und äußerte sich zuversichtlich, dass bald auch wieder höhere Kurse zu sehen sein werden. Wie er weiter bekannt gab, hat die Gesellschaft von der Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien gebraucht gemacht und 27.000 Aktien zu einem durchschnittlichen Kurs von 1,17 Euro erworben, um diese den Mitarbeitern anbieten zu können. Abschließend bezifferte der Vorstand den Gewinn pro Aktie auf 0,43 Euro.

Angesichts der Tatsache, dass der Hauptversammlung erneut keine Ausschüttung einer Dividende vorgeschlagen wurde, merkte Herr Zybell an, dass dieser Entschluss niemandem leicht gefallen ist, dass es die momentane Lage jedoch nicht erlaubt, auf liquide Mittel zu verzichten. Zu hoch sind die Hürden bei der Kapitalbeschaffung, so dass jeder Euro benötigt wird und Projekte mit eigenem Geld realisiert werden.

In Bezug auf die Halbjahreszahlen gab der Vorstand nur zwei Kenngrößen bekannt. So wurde bei einem im Vergleich zur Vorjahresperiode schlechteren Umsatz ein Ergebnis nach HGB von minus 0,2 Mio. Euro erwirtschaftet, nach IFRS war dies noch etwas schlechter. Wie Herr Zybell weiter ausführte, ist eine seriöse Prognose für das Gesamtjahr 2009 sehr schwierig. Als Ziele hat man sich bei der Gesellschaft jedoch gesetzt, die Substanz des Unternehmens zu steigern und mit allen Geschäftsfeldern einen positiven Deckungsbeitrag zu erreichen. Ferner soll 2009 wieder verstärkt zugekauft werden, erste Schritte wurden hier bereits gemacht.

Der Fokus für Neuinvestitionen liegt dabei eindeutig auf der Stadt Leipzig, da diese auf stetig steigende Einwohnerzahlen blicken kann und vor allem bei jungen Familien. aber auch bei Singles sehr beliebt ist. Die erzielbaren Mieten für Wohnraum belaufen sich dabei auf durchschnittlich 4,94 Euro pro Quadratmeter, die Höchstmieten liegen im Durchschnitt bei 6,07 Euro pro Quadratmeter. Für Häuser aus der Gründerzeit werden inzwischen Höchstpreise bezahlt. Die im vergangenen Jahr erzielte Mietsteigerung belief sich, ähnlich wie in Berlin, auf über 5 Prozent.

Zum Schluss seiner Ausführungen stellte Herr Zybell nun das neu ersteigerte Objekt in der Kleinen Fleischergasse 8 vor. Die Anfangsrendite bezifferte er hier auf 10 Prozent. Durch diesen Zukauf steigt die vermietbare Fläche in Leipzig auf insgesamt 10.000 Quadratmeter. Ziel ist es, diese Fläche mittelfristig zu verdoppeln.

#### **Allgemeine Aussprache**

Zu der nun vom Versammlungsleiter eröffneten allgemeinen Aussprache hatte sich als Erster Michael Kunert von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) zu Wort gemeldet. Dieser dankte zunächst für die ausführlichen Darstellungen des Vorstands und führte dann in seinem Beitrag weiter aus, dass der Gegenantrag des Aktionärs Voigtsberger durchaus auch eine Zustimmung verdiente. Wie er weiter in Erinnerung rief, war der Grund für die Aussetzung der Dividendenzahlung ein Formfehler des damaligen Aufsichtsrats sowie Anfechtungsklagen einiger Aktionäre. Über die Beilegung des Streits mit diesen Aktionären zeigte sich der SdK-Sprecher sehr erfreut, wollte jedoch die damit verbundenen Kosten für die Gesellschaft wissen und ob diese Kosten der D&O-Versicherung gemeldet worden sind.

Verständnis zeigte der Aktionärsschützer auch für den Rückerwerb von Genussscheinen, da dadurch die Zinsbelastung reduziert werden kann. Andererseits sind bei einer Ausschüttung von 8

Prozent die Genussscheininhaber besser gestellt als die Aktionäre, die keine Ausschüttung erhalten, so die Feststellung von Herrn Kunert. In Bezug auf die noch ausstehenden Genussscheine wollte dieser wissen, ob ein weiterer Rückkauf geplant ist.

Kritik übte Herr Kunert an den geplanten Satzungsänderungen zur Anzahl der Aufsichtsratssitzungen, deren Anzahl dadurch auf zwei reduziert werden soll. Hier regte er an, den entsprechenden Satz zu streichen. Zudem kritisierte der SdK-Sprecher den geplanten Rückkauf eigener Aktien und die damit verbundene Möglichkeit zu deren Einzug. Anlässlich der veräußerten Beteiligung an der CR Capital Real Estate AG erkundigte sich Herr Kunert, inwieweit diese Position in der Zukunft wieder ausgebaut bzw. erhöht werden soll. Auch bei der Windsor Real Estate AG interessierte er sich für die strategischen Überlegungen, die der Vorstand damit verfolgt.

Der zweite Redner, Aktionär Helmrichs, sprach den erst in 2008 nominierten zweiten Vorstand der Gesellschaft und dessen schon im Dezember 2008 wieder niedergelegtes Mandat an. Hier wollte der Aktionär die Laufzeit seines Vertrags sowie die Vergütung des Vorstands wissen. Des Weiteren interessierte ihn, ob die Vergütung auch über die Zeit des Ausscheidens hinaus weiter von der Gesellschaft bezahlt wurde.

Bezüglich der auch von Herrn Kunert angesprochenen Beteiligung an der CR Capital wollte Herr Helmrichs wissen, an wen die Anteile verkauft wurden. Eine weitere Frage in diesem Zusammenhang war, welche Beziehungen die Gesellschaft zu der Driver & Bengsch AG unterhält. Angesprochen wurde seitens dieses Aktionärs auch das Aktienoptionsprogramm für Mitarbeiter.

Der nächste Redner war Aktionär Hagen Voigtsberger. Dieser hatte auch den Gegenantrag zu TOP 2 gestellt und gratulierte zunächst dem Vorstand zu der Leistung und den im Jahr 2008 erreichten Kennziffern. Angesichts der Vielzahl von Objekten, die der Gesellschaft monatlich zur Prüfung vorgelegt werden, wundere er sich allerdings über die geringe Zahl an Transaktionen in der Vergangenheit, gleichzeitig gab er jedoch zu bedenken, dass der optimale Zeitpunkt für den Kauf einer Immobilie, ähnlich wie beim Kauf einer Aktie, wohl nie getroffen werden kann.

Unzufrieden zeigte sich Herr Voigtsberger mit dem Aktienkurs, der sich auch im ersten Quartal 2009 nur seitwärts bewegt hat in einer Zeit, in der der DAX über 40 Prozent zulegen konnte. Angesichts des Rückkaufs von Genussscheinen im Wert von über 17 Mio. Euro erkundigte sich der Aktionär nach dem Stand des Rückkaufs per 31. Juni 2009. Erinnern wollte er auch an das noch nicht eingelöste Versprechen des Vorstands, einen Halbjahresbericht zu erstellen.

Abschließend erläuterte Herr Voigtsberger seinen Gegenantrag zu TOP 2 und die Gründe, die aus seiner Sicht, entgegen dem Vorschlag der Verwaltung, die Ausschüttung einer Dividende als gerechtfertigt erscheinen lassen. Demnach soll seinem Antrag zufolge eine Summe von insgesamt 7.203.351,48 Euro oder 0,78 Euro pro Aktie an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Dies entspricht in etwa 50 Prozent des Bilanzgewinns des Jahres 2008. Angesichts von liquiden Mitteln in Höhe von über 11 Mio. Euro und kurzfristigen Forderungen in Höhe von nahezu 14 Mio. Euro sah der Aktionär eine Dividendenfähigkeit der Gesellschaft als gegeben an. Wie Herr Voigtsberger weiter ausführte, könnte durch eine solche Ausschüttung auch ein Stück Vertrauen der Aktionäre zurückgewonnen werden.

Ein letzter Redner interessierte sich für die Buchwerte der verkauften Objekte und wollte wissen, ob diese jeweils unter oder über diesem veräußert werden konnten. Bei den im Geschäftsbericht aufgeführten Finanzanlagen in Höhe von 2,7 Mio. Euro bat er um nähere Erläuterungen, um welche Anlagen es sich hier handelte. Bezüglich der gehaltenen Gewerbeimmobilien wollte er noch wissen, ob die vom Vorstand erwähnten Leerstände von 3 Prozent auch für diese zutreffen oder ob damit nur die Wohnimmobilien gemeint waren.

## Antworten

Die Fragen von Herrn Kunert wurden zunächst dahingehend beantwortet, dass die Kosten der Anfechtungsklagen sich auf 200 TEUR belaufen. Dabei beinhaltet diese Summe die Kosten für Anwälte und die Gerichtskosten. Wie Herr Zybell weiter ausführte, wurde die Windsor AG damals noch als Beteiligung der GCI Management AG konsolidiert, so dass die Versicherung der GCI dafür aufkommen müsste. Da jedoch noch nicht klar ist, wie hoch der durch die Klagen entstandene Schaden tatsächlich ist, kann noch kein Betrag geltend gemacht werden. Eine Kanzlei ist jedoch damit beauftragt, eine genaue Schadensanalyse vorzunehmen. Wenn diese abgeschlossen ist, wird auch ein Schaden geltend gemacht werden.

Im Hinblick auf die Frage nach den noch ausgegebenen Genussscheinen führte Herr Zybell aus, dass im ersten Quartal 2009 noch Genussscheine im Wert von etwa 5,3 Mio. Euro im Umlauf waren, was einer jährlichen Zinslast von circa 0,4 Mio. Euro entspricht. Die Kritik an den Satzungsänderungen, die die Aufsichtsratssitzungen zum Gegenstand haben, wies der Aufsichtsratsvorsitzende zurück, da mit diesem Vorschlag lediglich die Formulierung in der Satzung an den Gesetzeswortlaut angepasst wird und dies seiner Meinung nach die Lehren aus den Anfechtungsklagen sind.

Wie Herr Zybell nun wieder klarstellte, soll die Beteiligung an der CR Capital Real Estate AG langfristig wieder auf 10 Prozent erhöht werden, wenn diese Gesellschaft den REIT (Real Estate Investment Trust)-Status erlangt hat. Dies wird jedoch erst in 2010 der Fall sein, und bis dahin ist noch nicht sicher, wie hoch die Beteiligung sein wird. Beim Börsengang dieser Tochter wurden größere Anteile an einen Schweizer Investor verkauft, der zunächst eigentlich die Windsor Real Estate kaufen wollte.

Da es mit der Wandlung in eine REIT-Gesellschaft jedoch zu lange dauerte und der Investor schon ungeduldig wurde, kam es zu einem Tausch von Aktien, so dass der Schweizer Investor nunmehr größere Anteile an der CR Real Estate hält. In diesem Zusammenhang ging Herr Zybell auch auf die Geschäftsbeziehung zur Driver & Bengsch AG ein. Demnach unterhält die Gesellschaft schon lange eine Geschäftsbeziehung mit der Bank, unter anderem hat diese Genussscheine für die Gesellschaft platziert und auch die Anteile der CR Capital im Vertrieb gehabt.

Zum vorzeitigem Ausscheiden des zweiten Vorstandsmitglied nach nicht einmal einem Jahr gab nun der Versammlungsleiter bekannt, dass sich dieser aufgrund familiärer Gründe wieder aus dem Vorstand zurückgezogen hat, aber auch keine Zahlungen mehr von der Gesellschaft erhält und dass keine Abfindung bezahlt wurde.

Für das Lob von Herrn Voigtsberger bedankte sich Herr Zybell und bestätigte die Aussage, dass viele Angebote auf die Gesellschaft einströmen, aber dennoch nur wenige Käufe in der vergangenen Zeit getätigt wurden. Das Warten war jedoch die richtige Strategie, da die Preise auch zu Beginn des laufenden Jahres noch nachgegeben haben. Momentan ist nach Einschätzung des Vorstands die Talsohle erreicht, weshalb nun auch wieder verstärkt gekauft werden soll. Durch das Nichtausschütten einer Dividende hat die Gesellschaft auch genügend finanziellen Spielraum, um auch ohne Banken Objekte zu erwerben.

Wie Herr Zybell weiter ausführte, wurde der tatsächlich versprochene Halbjahresbericht aus Kostengründen nicht herausgebracht, die Zahlen wurden jedoch veröffentlicht.

In Beantwortung der abschließenden Fragen von Herrn Hoffmann merkte der Vorstand an, dass der Verkauf der Immobilien in 2008 zum Teil unter, zum Teil aber auch über dem Buchwert

erfolgte. So konnte das Objekt in der Erlanger Straße nicht über Buchwert veräußert werden, das in der Schilling Straße jedoch schon.

Bei den Finanzanlagen im Geschäftsbericht in Höhe von 2,7 Mio. Euro handelt es sich um die Beteiligung an der CR Capital Real Estate AG und der Meridio AG. Letztere ist eine Gesellschaft, die Vermögensverwaltung betreibt. Zu der von Herrn Hoffmann erbetenen Auskunft bezüglich den gewerblichen Immobilien führte Herr Zybell aus, dass auch hier der Leerstand bei circa 3 Prozent liegt. Besonders erfreut zeigte er sich darüber, dass auch der ehemalige Problemfall Borsigturm innerhalb sehr kurzer Zeit vermietet werden konnte und dass nun dort die gesamte Fläche vermietet ist.

### **Abstimmungen**

Nach dem Ende der Debatte verkündete der Aufsichtsratsvorsitzende die Präsenz auf der Hauptversammlung. Vom Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von 9.235.066 Euro, eingeteilt in ebenso viele Aktien, waren demnach 3.403.822 Aktien entsprechend 36,86 Prozent vertreten. Da alle von der Verwaltung vorgeschlagenen Beschlussvorlagen die erforderliche Mehrheit erhielten, wurde über den Gegenantrag zu TOP 2 nicht mehr abgestimmt.

Im Einzelnen beschlossen wurden der Vortrag des Bilanzgewinns auf neue Rechnung (TOP 2), die Entlastung von Vorstand (TOP 3) und Aufsichtsrat (TOP 4), die Aufhebung des bestehenden und die Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals 2009 nebst entsprechender Satzungsänderung (TOP 5), die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien (TOP 6), zwei Satzungsänderungen (TOP 7.1 und 7.2.) und die Wahl der Deloitte & Touche GmbH zum Abschlussprüfer und Konzernabschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2009 (TOP 8).

### **Fazit und eigene Meinung**

Die Windsor AG kann nach wie vor überzeugen. Bei einer mehr als komfortablen Eigenkapitalquote von 62 Prozent und gut gefüllter Kasse kann die Gesellschaft von Banken recht unabhängig agieren und nutzt gerade jetzt, in einer Markphase, die wohl absolut als Käufermarkt zu bezeichnen ist, die sich bietenden Chancen konsequent. Dadurch setzt sich die Windsor AG deutlich von den meisten anderen Immobilienaktien ab und wird aller Voraussicht nach gestärkt aus der Krise hervorgehen. Ein gutes Händchen für lukrative Investments scheint der Vorstand auch zu haben.

### **Kontaktadresse**

Windsor AG  
Lassenstraße 32  
D-14193 Berlin

Tel.: +49 / (0) 30 / 886722 - 0  
Fax: +49 / (0) 30 / 886722 - 99

E-Mail: [info\(at\)windsor-ag.com](mailto:info@windsor-ag.com)  
Internet: <http://www.windsor-ag.com>