

HV-Bericht

Windsor AG

WKN A0EQVT ISIN DE000A0EQVT2

am 21.08.2008 in Berlin

Gewinne sollen erst einmal in weiteres Wachstum investiert werden

Tagesordnung

1. Bericht über die Geschäftsjahre 2006 und 2007
2. Verwendung des Bilanzgewinns 2006
3. Verwendung des Bilanzgewinns 2007
4. Entlastung des Vorstands
5. Entlastung des Aufsichtsrats
6. Wahlen zum Aufsichtsrat
(Vorschlag: Frau Prof. Dr. Dr. Sabine Meck, Panketal sowie
Herren Dr. Michael Feldhahn, München und Anton Pfeiffer, München)
7. Erwerb eigener Aktien

HV-Bericht Windsor AG

Am 21. August 2008 fand in Berlin die diesjährige ordentliche Hauptversammlung der Windsor AG statt. Rund 50 Aktionäre und Gäste, unter ihnen auch Thorsten Renner für GSC Research, hatten sich im Ludwig-Erhard-Haus eingefunden, um sich über die weiteren Zukunftsaussichten der Gesellschaft zu informieren, da sich der Großaktionär GCI Management AG von seinem Anteil trennen möchte. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dr. Michael Feldhahn eröffnete die Hauptversammlung und stellte zunächst das neue Vorstandsmitglied Niklas Helmreich vor, der am 16. Juni 2008 zum Vorstand bestellt wurde.

Am 29. Mai 2008 haben alle Aufsichtsratsmitglieder ihr Mandat niedergelegt, am 3. Juni 2008 wurden die Aufsichtsräte dann vom Amtsgericht bestellt, erklärte Dr. Feldhahn. Dies diente als Vorsichtsmaßnahme und um die Handlungsfähigkeit des Aufsichtsrats sicherzustellen, da noch eine Anfechtungsklage gegen die Aufsichtsratswahl vom 1. Februar 2008 anhängig war. Zudem waren bei der Gesellschaft zwei Gegenanträge zur Gewinnverwendung und zum Erwerb eigener Aktien eingegangen.

Die Beschlüsse der [letzten Hauptversammlung](#) wurden durch vier Anfechtungsklagen angegriffen, wobei es u.a. um angebliche Ladungsmängel beim Record Date ging. Laut Dr. Feldhahn ist man bei der Gesellschaft jedoch der Meinung, dass die Einladung ordnungsgemäß erfolgt ist. Da in der Satzung der Windsor AG keine entsprechende Regelung darüber enthalten ist, hat man sich für den Record Date am Geregelteten Markt orientiert.

Nach dem Verlesen der sonstigen Formalien übergab der Aufsichtsratsvorsitzende dann das Wort an den Vorstand Heiko Alexander Zybell.

Bericht des Vorstands

Nach Aussage von Herrn Zybell handelt es sich um eine besondere Hauptversammlung, nachdem die Gesellschaft im Mai bereits ihr 15-jähriges Jubiläum feiern konnte. Insgesamt kann man bei Windsor in 2007 auf eine gute Entwicklung zurückblicken. Für die Erwirtschaftung schwarzer Zahlen in den vergangenen 15 Jahren dankte Herr Zybell allen Mitarbeitern.

Gegen die außerordentliche Hauptversammlung laufen noch zwei Verfahren, wobei ein Termin bereits verhandelt wurde, allerdings noch ohne Ergebnis. Das zweite Verfahren soll dann am 17. September 2008 verhandelt werden. Mit Beginn der Subprime-Krise wurde auch die Windsor AG in Sippenhaft genommen, und so haben sich bei der Kreditvergabe die Rahmenbedingungen deutlich erschwert, berichtete Herr Zybell. Zudem haben sich die Immobilienpreise in den vergangenen Monaten reduziert, und dieser Trend dürfte sich auch im laufenden Jahr fortsetzen.

In 2006 hatte sich im Konzern die Bilanzsumme von 36,5 auf 68,9 Mio. Euro nahezu verdoppelt. Der Umsatz wurde sogar von 7 auf mehr als 28 Mio. Euro vervierfacht, und der Jahresüberschuss sprang von 1,6 auf 8,1 Mio. Euro. Beim EBIT verzeichnete Windsor einen Anstieg von 1,6 auf mehr als 13 Mio. Euro, und das Eigenkapital stieg weiter auf 19,1 Mio. Euro. So konnte die Gesellschaft in 2006 eine Eigenkapitalrendite von über 40 Prozent erwirtschaften. Die Eigenkapitalquote im Einzelabschluss lag bei 27 Prozent und konnte in 2007 deutlich auf 42 Prozent verbessert werden, im Konzern lag die Eigenkapitalquote sogar bei 62 Prozent.

Im Geschäftsjahr 2007 stieg der Jahresüberschuss im Einzelabschluss nach Aussage von Herrn Zybell leicht auf 5,06 Mio. Euro, während im Konzern mit 3,25 Mio. Euro ein geringeres Ergebnis anfiel. Der Umsatz verbesserte sich um rund 15 auf 43 Mio. Euro. Die Gesellschaft habe den Zuschreibungswahn nicht mehr mitgemacht, da die Hochpreisphase nicht von langer Dauer war.

Laut Herrn Zybell wurde bei Windsor im vergangenen Jahr noch die Chance genutzt und durch Immobilienverkäufe eine gute Rendite erzielt. Die Verkaufspreise lagen dabei deutlich über dem HGB-Wert, aber teilweise unter dem IFRS-Ausweis. Im Portfolio liegt der durchschnittliche Wert der Wohnimmobilien bei 850 Euro je Quadratmeter und bei 1.350 Euro bei Gewerbeimmobilien. Vor diesem Hintergrund dürfte kein großer Korrekturbedarf bestehen, meinte Herr Zybell.

Der Geschäftsbereich Vertrieb von Immobilien wies einen Umsatz von 28,7 Mio. Euro auf, der durch den Verkauf von 14 Objekten und Grundstücken realisiert wurde. Das Sanierungsgeschäft wurde zurückgefahren, wodurch noch Erlöse von 3,1 Mio. Euro erzielt wurden. Aus dem Bereich Vermietung stammten Erlöse von 2,6 Mio. Euro, und der Bereich Verkauf von Beteiligungen steuerte 8,6 Mio. Euro zum Umsatz bei. Dieser Umsatz stammte aus dem Verkauf von 25 Prozent der Windsor Real Estate AG bereits in der Vor-REIT-Phase (REIT, Real Estate Investment Trust). Wie Herr Zybell ausführte, werden die restlichen 75 Prozent weiter von der Windsor AG gehalten.

Da sich nur wenige geeignete Objekte zum Einkauf anboten, wurden die liquiden Mittel zum Rückkauf von Genussscheinen in Höhe von 14,9 Mio. Euro und zur Rückführung von Verbindlichkeiten genutzt. Dies führt dann auch zu geringeren Zinsausgaben, die im Zusammenhang mit der Unternehmenssteuerreform nur noch begrenzt absetzbar sind, betonte der Vorstand. Im abgelaufenen Geschäftsjahr sank die Bilanzsumme wieder auf gut 48 Mio. Euro, was eine Eigenkapitalquote von 62 Prozent bedeutete.

Anfang 2008 legte der Kurs der Windsor-Aktie teilweise deutlich zu und pendelte sich bei rund 4 Euro ein. Im Umfeld der Immobilienkrise spiegelt die Aktie aber auch die Marktentwicklung wider, so dass der Kurs teilweise bis auf 1,80 Euro abgestürzt ist. Aktuell hat er sich aber wieder auf 2,46 Euro erholt. Die positive Kursentwicklung setzte laut Herrn Zybell insbesondere nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichts ein.

Da seit der Subprime-Krise ein neue Zeitrechnung angebrochen ist, hat sich die Unternehmensführung dazu entschlossen, keine Dividende auszuschütten. Aufgrund der Verschlechterung des Marktumfelds soll nun eine Stärkung der Gesellschaft erreicht werden. Nach Ansicht von Herrn Zybell haben die Zinsen nun nämlich ein Niveau erreicht, bei dem es keinen Sinn mehr macht, Kredite zum Erwerb von Immobilien aufzunehmen. Man habe sich die Entscheidung über die Nichtausschüttung einer Dividende nicht leicht gemacht, rechne aber auch wieder mit Anfechtungsklagen, so dass sich die Situation für den Vorstand nicht gerade einfach darstelle, bat Herr Zybell um Verständnis.

Aufgrund des schwierigen Umfelds und der sinkenden Immobilienpreise hat sich Windsor im ersten Halbjahr 2008 defensiver verhalten. In Zukunft wird sich der Immobilienmarkt nach Überzeugung von Herrn Zybell aber wieder beleben, auch vor dem Hintergrund der demographischen Entwicklung. Einerseits werden die Leute immer älter, und es erfolgt ein Zuzug in die Städte. Zudem besteht ein klarer Trend zu 1-Personen-Haushalten, die sich in den vergangenen Jahren fast verdoppelt haben. Während die Nachfrage nach Wohnungen steigen wird, ergibt sich auf der Angebotsseite aber kaum neuer Wohnraum.

Bei einfachen bis mittleren Wohnlagen und Kosten je Quadratmeter von rund 1.200 Euro muss man eine Kaltmiete von mindestens 7,20 Euro erzielen, damit sich die Investition überhaupt rechnet. Dies wirkt sich auch extrem auf die Fertigstellung von Wohneinheiten aus, die sich in den vergangenen Jahren kräftig reduziert hat. Windsor legt den Fokus bei den Immobilieninvestitionen auf Berlin, Leipzig und Potsdam, berichtete Herr Zybell. So hat das Unternehmen kürzlich ein Haus in der Mittelstraße in Potsdam erworben. Mangel sah der Vorstand speziell bei 1- und 2-Zimmerwohnungen.

Nach Aussage des Vorstands hat das Unternehmen das Objekt Daumierstraße 26 in Leipzig für 630 TEUR erworben. Mit einer Nettokaltmiete von 52 TEUR liegt die Bruttorendite bei 8,3 Prozent, wobei bereits kurz nach Fertigstellung am 01.07.2008 über die Hälfte der Wohnungen bei Mieten zwischen 5,30 Euro und 5,50 Euro je Quadratmeter vermietet sind. Der Kaufpreis für das Objekt in der Mittelstraße lag bei 410 TEUR, und bezogen auf den Preis je Quadratmeter konnte der Erwerb deutlich günstiger als vergleichbare Objekte in der Straße realisiert werden. Bei einer Jahresnettokaltmiete von 30.800 Euro ergibt sich eine Rendite von 7,5 Prozent, so der Vorstand. Ein weiteres Objekt in Köpenick wurde für 820 TEUR gekauft und erwirtschaftet eine Bruttorendite von annähernd 10 Prozent.

Herr Helmreich stellte sich vor seinen Ausführungen kurz den Anwesenden vor. Nach seiner Tätigkeit bei der Mercedes Benz-Bank stellt die Tätigkeit bei Windsor für ihn nun eine neue Herausforderung dar. Er sah die Gesellschaft hervorragend aufgestellt und positioniert, auch wenn die aktuelle Krise Auswirkungen auf die Refinanzierung zeigt. Der neue Vorstand bedauerte auch die Anfechtung der Hauptversammlungsbeschlüsse mit einem ungewissen Ausgang, da diese das operative Geschäft belasten. Auch die Pläne des Großaktionärs, seinen Anteil zu verkaufen, hat zusätzlichen Druck auf die Aktie gebracht, so dass 2008 durchaus eine Herausforderung darstellen wird, meinte Herr Helmreich.

Im ersten Halbjahr 2008 hat man bei Windsor eine defensivere Einkaufsstrategie verfolgt und sich auf die Minimierung der Risiken konzentriert. Bei einem Umsatz von 1,8 Mio. Euro wies die Gesellschaft einen Fehlbetrag von 0,344 Mio. Euro aus, womit sich der Vorstand nicht zufrieden zeigte. Trotzdem soll im Gesamtjahr ein Konzernergebnis auf Vorjahresniveau erzielt werden. Dazu müssen die geplanten Beteiligungsverkäufe realisiert werden. Darüber hinaus arbeitet man auch am Börsengang des REIT, teilte Herr Helmreich mit. Sollten die Gespräche nicht erfolgreich verlaufen oder der IPO nicht gelingen, dann werde es allerdings sehr schwierig, an das Ergebnis des Vorjahres anzuknüpfen. Man werde aber hart daran arbeiten, ein positives Ergebnis zu erzielen und sich dem Ziel einer Eigenkapitalrendite von mindestens 20 Prozent zu nähern.

Allgemeine Diskussion

Michael Kunert von der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) zeigte durchaus Verständnis für die Nichtausschüttung der Dividende, da der Großaktionär bisher selbst nicht wusste, was er überhaupt will. Trotzdem wollte er gegen den Gewinnverwendungsvorschlag für 2007 stimmen, da man den Aktionären zumindest eine kleine Dividende zukommen lassen sollte. Anschließend stellte Herr Kunert den Antrag auf Einzelentlastung des Aufsichtsrats, um zwischen den alten und jetzigen Aufsichtsräten differenzieren zu können, denn immerhin habe der alte Aufsichtsrat Pflichtversäumnisse begangen.

Des Weiteren wollte der SdK-Sprecher gegen die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien stimmen, da dort auch der Einsatz von Derivaten vorgesehen ist, was auch von anderen Rednern kritisiert wurde. Auch die mögliche Einführung der Aktien an ausländischen Börsen stieß auf die Kritik der Aktionäre. Herr Loßagk als Vertreter des Aktionärs Prof. Dr. Locarek-Junge stellte hierzu ebenfalls einen Gegenantrag, nach dem der Einsatz der Derivate gestrichen werden soll. Angesichts der Kritik entschloss sich das Management, den Tagesordnungspunkt abzuändern und sowohl die Möglichkeit der Einführung der Aktien an ausländischen Börsen als auch den Einsatz der Derivate zu streichen.

Sehr zufrieden zeigte sich Herr Kunert mit der verbesserten Eigenkapitalquote. Ihn interessierte dann die weitere Planung für die vorhandene Liquidität. Nach Angaben der Verwaltung will die Gesellschaft in Zukunft weitere Objekte kaufen, und man beachtet den Markt derzeit sehr genau. Der anhaltende Preisverfall ist gut für den Einkauf, und man befindet sich bei mehreren Objekten in Verhandlung, allerdings müssen diese auch die vorgegebenen Rentabilitätskriterien erfüllen.

Interesse bekundete Herr Kunert hinsichtlich Anfragen von Investoren nach einem möglichen Immobilienwerb. Wie Herr Zybell jedoch berichtete, gab es von Investorenseite keine Nachfrage nach Paketkäufen. Für das laufende Jahr war bei Windsor ein Paketverkauf eingeplant, es dürfte jedoch schwierig werden, dies auch zu realisieren. Auf die Frage nach der Einzahlung von 175 TEUR in die Rücklage für die Abfindung von Herrn Ax erklärte Herr Zybell, diese Zahlung sei von der GCI geleistet worden, so dass die Abfindungszahlung Windsor in keiner Weise belastet.

Weitere Fragen von Herrn Kunert betrafen die Pflichtverletzung des Aufsichtsrats im Hinblick auf die D&O-Versicherung und das Gesundheitszentrum Bergmannstraße. Wie der Vorstand berichtete, ist im Aufsichtsrat damals ein Fehler passiert, ein Schaden kann aber noch nicht konkret beziffert werden, so dass auch bei der D&O-Versicherung noch kein Schaden geltend gemacht werden kann.

Das Projekt Bergmannstraße hat genügend Nerven gekostet und anstatt der kalkulierten 30 wohl 40 Mio. Euro verschlungen. Beim jetzigen Kompromiss erhält Windsor das Darlehen komplett zurück, auch wenn die erwarteten 20 Prozent Verzinsung beim Mezzanine-Darlehen wohl nicht ganz erreicht werden. Bis zum 30. September 2008 muss das Geld inklusive Zinsen, also 2,8 Mio. Euro, zurückgezahlt werden. Sollte das Geld nicht fließen, erhält Windsor statt dessen zwei Grundstücke, die laut Gutachten deutlich mehr wert sind als 2,8 Mio. Euro.

Des Weiteren wollte Herr Kunert wissen, wie realistisch es ist, dass der REIT noch in 2008 an die Börse kommt. Aber auch Herr Zybell konnte hier keine konkrete Einschätzung abgeben, wann dies der Fall sein wird. Sollte das Marktumfeld stimmen, dann ist auf jeden Fall noch der Börsengang vorgesehen. Wenn die Umwandlung nicht innerhalb von zwei Jahren erfolgt, dann wird der Vor-REIT-Status wieder aberkannt. Abschließend bat Herr Kunert noch um Angabe, ob ein Segmentwechsel der Aktie geplant ist. Laut Herrn Zybell bestehen durchaus Pläne, den Freiverkehr zu verlassen.

Herr Loßagk verlas seinen Gegenantrag zur Gewinnverwendung, in dem sowohl für 2006 als auch für 2007 die Ausschüttung einer Dividende von 0,30 Euro gefordert wird. Nach seiner Meinung könnte nämlich auch der Beschluss angefochten werden, wenn nicht mindestens 4 Prozent als Dividende ausgeschüttet werden.

Allerdings vertrat Herr Zybell die Ansicht, dass die von der Gesellschaft dargelegten Argumente ausreichen, um keine Dividende ausschütten zu müssen. Er betonte jedoch noch einmal, man habe sich mit dieser Entscheidung schwer getan. Aber derzeit sei es sehr schwierig, Geld von der Bank zu bekommen, und die Situation dürfte sich auch nicht so schnell verbessern. Zudem seien die Investments bei 6 Prozent Zinszahlungen an die Banken nicht mehr profitabel. Grundsätzlich stehe Windsor aber für eine aktionärsfreundliche Dividendenpolitik, betonte Herr Zybell.

Herr Fassnacht hatte im Vorfeld der Hauptversammlung ebenfalls einen Gegenantrag zur Gewinnverwendung gestellt, zog diesen dann aber zurück und schloss sich dem schon gestellten Antrag an.

Im weiteren Verlauf bemängelte Herr Thiesmeier, dass die Aktionäre nicht zur 15-Jahr-Feier eingeladen waren. Hier stellte Herr Zybell jedoch klar, dass es sich nicht um eine große Feier gehandelt hat. Man habe lediglich im kleinen Kreis mit den Mitarbeitern einen Grillabend veranstaltet. Der Aktionär verlangte dann noch die Vorlage des Abhängigkeitsberichts, der laut Herr Zybell nicht vorgelegt werden muss, aber zur Einsicht ausgehändigt wurde. Des Weiteren wollte Herr Thiesmeier wissen, von wem die Genussscheine zurückgekauft wurden. Wie ihm der Vorstand daraufhin mitteilte, wurden diese sämtlich über die Börse erworben.

Herr Köhler konnte die Gründe für die Nichtausschüttung der Dividende nicht ganz nachvollziehen, da noch auf der außerordentlichen Hauptversammlung im Februar 2008 eine Dividende für 2006 vorgeschlagen wurde. Seiner Meinung nach müsste auch erst die alte Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien aufgehoben werden, bevor wieder eine neue Ermächtigung beschlossen wird, da sonst zwei Ermächtigungen parallel bestünden. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dr. Feldhahn sagte zu, man werde dies später präzisieren und den alten Beschluss aufheben.

Schließlich erkundigte sich noch Herr Lechner nach etwaigen Verbindlichkeiten oder Ansprüchen gegenüber dem Großaktionär, was Herr Zybell jedoch verneinte. Weitere Fragen betrafen den Erwerb der Anteile an der Windsor Real Estate AG und die Entwicklung des Objekts Borsigturm. Beim Erwerb der Anteile handelte es sich um eine Schweizer Gesellschaft, so Herr Zybell. Im Objekt Borsigturm gibt es zwar noch einige Leerstände, ansonsten zeigte sich der Vorstand mit der Entwicklung aber recht zufrieden.

Abstimmungen

Vom Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von 9.235.066 Euro waren 3.153.264 Euro entsprechend 34,14 Prozent vertreten. Mit Ausnahme von TOP 7, der Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien, wurden alle Tagesordnungspunkte bei wenigen Gegenstimmen und Enthaltungen im Sinne der Verwaltung verabschiedet. Bei TOP 7 wurde mit 75,67 Prozent knapp die erforderliche 75-prozentige Mehrheit erreicht.

Im Einzelnen abgestimmt wurde über den Vortrag des Bilanzgewinns 2006 (TOP 2) und des Bilanzgewinns 2007 (TOP 3) auf neue Rechnung, die Entlastung von Vorstand (TOP 4) und Aufsichtsrat (TOP 5), die Wahl der Herren Dr. Michael Feldhahn und Anton Pfeffer sowie von Frau Prof. Dr. Dr. Sabine Meck in den Aufsichtsrat (TOP 6), die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien (TOP 7) und über die Wahl der Deloitte & Touche GmbH zum Abschlussprüfer und Konzernabschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2008 (TOP 8).

Vor dem Ende der Hauptversammlung gaben einige Aktionäre noch Widerspruch zu Protokoll.

Fazit und eigene Meinung

Bei der Windsor AG kann man auf ein relativ erfolgreiches Geschäftsjahr zurückblicken. Aufgrund der veränderten Kapitalmarktbedingungen profitieren die Aktionäre jedoch nicht in Form einer Dividende von den erzielten Gewinnen. Angesichts der Unstimmigkeiten über die Gewinnverwendung auf den beiden letzten Hauptversammlungen ist es allerdings absolut verständlich, dass der Vorstand mit dem Gewinnvortrag auf neue Rechnung erst einmal auf Nummer sicher geht.

Operativ lief das Geschäft im ersten Halbjahr 2008 eher auf Sparflamme, im Gesamtjahr soll bei der Windsor AG aber an den Vorjahreserfolg angeknüpft werden. Allerdings ist dies davon abhängig, wie Verkäufe oder der Börsengang der REIT (Real Estate Investment Trust)-Gesellschaft realisiert werden können. Auf der anderen Seite bieten die gesunkenen Immobilienpreise auch wieder gute Einkaufsmöglichkeiten, und Windsor verfügt noch über ausreichend Mittel, um einige Objekte zu realisieren.

Ansonsten erscheint der Aktienkursverlust angesichts der operativen Entwicklung der Gesellschaft überzogen. Das Eigenkapital je Aktie liegt deutlich über 3 Euro, während der Kurs noch bei 2,55 Euro umherdümpelt. Sollte sich die allgemeine Marktsituation für Immobiliengesellschaften verbessern, dann wird die Windsor AG zukünftig auch Dividenden an ihre Anteilseigner ausschütten.

Kontaktadresse

Windsor AG
Rudi-Dutschke-Straße 7
D-10969 Berlin

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

E-Mail: info@windsor-ag.com
Internet: <http://www.windsor-ag.com>



Über GSC Research

GSC Research ist ein unabhängiges Research-Haus und operiert mit einem dezentralen Netzwerk von rund 70 festen und freien Mitarbeitern in Deutschland und Österreich. Schwerpunkt der Tätigkeit ist die Erstellung von umfassenden Studien, Analysen, Interviews und HV-Berichten.

Pro Jahr berichtet GSC über rund 1.000 Hauptversammlungen in Deutschland und Österreich. Darüber hinaus werden zahlreiche Studien mit umfangreichen Hintergrundinformationen zu börsennotierten und unnotierten Unternehmen sowie ausführliche Interviews mit Vorständen und Firmensprechern publiziert.

Kunden von GSC Research sind private und institutionelle Anleger, die kostenpflichtige Teile des Internetangebots in Form eines Jahresabonnements oder im Einzelabruf nutzen, sowie börsennotierte und vorbörsliche Gesellschaften, vor allem im Bereich Small und Mid Caps, die unabhängige Research-Berichte von GSC zur Information ihrer Aktionäre verwenden.

GSC Research GmbH
Immermannstr. 35
D-40210 Düsseldorf

Tel.: 0211 / 17 93 74 - 0
Fax: 0211 / 17 93 74 - 44

Email: info@gsc-research.de
Internet: www.gsc-research.de