

Aktionärsbrief Nr. 5 - Juni 2022

Verehrte Aktionäre der ConValue SE,

als **Gang nach Canossa** bezeichnet man den Bitt- und Bußgang des **römisch-deutschen Königs Heinrich IV.** im Dezember 1076 zu **Papst Gregor VII.** auf dessen Burg Canossa. Dieser Marsch war politisch notwendig geworden, nachdem Heinrich IV. im Zuge seiner Auseinandersetzung mit dem Papst exkommuniziert worden war. Auch wenn wohl keine Exkommunikation durch unsere Aktionäre droht, ist es in jedem Fall nötig, Abbitte zu leisten, denn der NAV der ConValue SE ist seit dem Jahresanfang 2022 um **rund 14%** gesunken.

Dieses Resultat ist umso bedauerlicher, da wir im (Rumpf-)Geschäftsjahr 2021 einen (noch untestierten) Gewinn von rund 50.000 Euro erzielt haben. Grundsätzlich konnten wir im eigenen Portfolio den dramatischen Rückgang der populären Nasdaq-Werte ebenso vermeiden, wie die deutliche Abwertung vieler Aktien, denen man als „Covid-Gewinner“ eine blühende Zukunft vorausgesagt hatte. Das gilt leider nicht für einige unserer Einzeltitel und auch nicht für verschiedene Fonds-Investments.

So verlor allein unsere größte Fondsbeteiligung, der **Berenberg International Micro Cap Fonds**, rund 22% seit seiner Auflage im November 2021, ebenso viel wie der **Berenberg European Micro Cap** seit unserem Investment im Juni 2021. Grundsätzlich halten wir das Anlagekonzept gleichwohl für überzeugend: bis zu 100 Unternehmen pro Fonds – international gestreut – mit einer Marktkapitalisierung bis zu 1 Mrd. Euro mittels einer „disziplinierten Bottom-up-Aktienauswahl“ auszuwählen. *„Die entscheidenden Kriterien sind insbesondere Endmärkte mit strukturellem Wachstum, hohe Eintrittsbarrieren und exzellente Management Teams“*. An dieses Konzept, was nebenbei bemerkt für die Portfolio-Manager extrem arbeitsintensiv ist, glauben wir auch nach wie vor. Denn im langfristigen Vergleich haben qualitativ hochwertige Small- und Microcap-Fonds besser abgeschnitten als alle anderen Aktien-Anlageklassen. Dem steht auch grundsätzlich nicht entgegen, dass nach unserem Verständnis bei den Investments von den Fondsmangern (zu) hohe Bewertungen akzeptiert wurden.

Was uns aber in ganz besonderer Weise belastet (hat), ist das Engagement in der **Corestate Capital Holding S.A.** Ende November 2021 haben wir – gemeinsam mit einer Reihe bekannter „institutioneller Privatanleger“ – im Rahmen einer Privatplatzierung Aktien für 9 Euro erworben. Dabei haben wir 8% unseres Eigenkapitals investiert, wie auch im letzten Aktionärsbrief Ende Dezember 2021 kommuniziert wurde. Notierte die Corestate-Aktie noch Mitte Februar 2022 bei gut 12 Euro (Anfang 2020 übrigens noch bei 30 Euro), steht der Kurs heute rund 85% niedriger bei rund 1,60 Euro. Dieser – man muss es so sagen – desaströse Verlust ist für annähernd 50% der gesamten Abschreibungen verantwortlich.

Wie konnte das bloß passieren, fragen Sie völlig zurecht. In einem Aktionärsbrief kann man die vielschichtige Situation sicher nicht ausreichend beleuchten. Es ist aber glasklar, dass wir uns in diesem Fall über eine Reihe unsere eigenen „**eisernen**“ **Anlagekriterien** hinweggesetzt haben.

Beteilige Dich nicht an einem Unternehmen,

- dessen Geschäftsmodell sich angesichts seiner Komplexität Dir nicht intuitiv erschließt
- dessen Bilanz hohe Goodwill-Positionen enthält, die für Dich nicht plausibel sind,
- dessen Anleihen in Höhe von mehreren 100 Millionen Euro innerhalb eines Jahres fällig werden
- wo in den letzten Jahren mehr Führungsorgane ausgetauscht wurden als beim HSV
- wo in der Vergangenheit Altaktionäre nach Kapitalerhöhungen durch Sach-einlagen aus ihrem persönlichen Umfeld wiederholt „Kasse gemacht haben“.

Gleichwohl hätte alles nicht so kommen müssen. Corestate hat in der Vergangenheit – trotz des vergleichsweise hohen Leverage – substantielle Gewinne erzielt. Im „Financial Outlook“ für 2021 stellte die Gesellschaft z.B. (adjustierte) Net Profits von 50 bis 75 Mio. Euro in Aussicht, woraus sich bei 34,2 Mio. ausstehenden Aktien auf aktueller Kursbasis **ein KGV von 1,0** errechnen würde.

Auch eine meldepflichtige Veränderung im Aktionärskreis der Corestate Capital S.A. (Ende November 2021) durch die Beteiligung historisch erfolgreicher Investoren aus der Immobilienbranche hat(te) zwischenzeitlich zu einer positiven Neubewertung der Corestate beigetragen.

Hoch problematisch für Immobilienaktien im Allgemeinen und für Corestate im Besonderen ist jedoch der rapide Zinsanstieg seit dem Jahresbeginn. Die Bauzinsen sind von Januar bis Mai 2022 im Durchschnitt um fast zwei Prozentpunkte von rund **1,0% auf knapp 3,0%** gestiegen. Besonders drastisch spiegelt die populäre **100-jährige Anleihe der Republik Österreich** (Coupon 2,1% p.a.) diese Entwicklung wider. Der Kurs fiel seit **Ende 2021 von 150% auf aktuell 91%**.

Offensichtlich ist aber auch, dass die neuen Großaktionäre die Probleme bei Corestate nicht selbst verursacht, sondern von ihren (mindestens) leichtsinnig agierenden Vorgängern „geerbt“ haben. Das mag auch eine Rolle bei der Sachverhaltsprüfung durch die nun entscheidenden Anleihegläubiger spielen.

Was bleibt?

Wir sind weit davon entfernt, die schwierige Situation im Finanzmarkt für die eigenen Fehler verantwortlich zu machen, wenn auch das ConValue-Portfolio mit Sicherheit nicht für die aktuelle geopolitische Situation und deren Zweitrundeneffekte strukturiert war.

Nach wie vor glauben wir, dass unser Anlagekonzept – also Investments in ein breit gestreutes Fondsportfolio unter der Obhut versierter Fondsmanager, ergänzt um ein konzentriertes Portfolio von Einzelwerten – ein sinnvoller Ansatz ist.

Wir schätzen das Chance-Risikoverhältnis an der Börse aktuell bestenfalls als ausgeglichen ein. Viele Unternehmen, insbesondere aus der verarbeitenden Industrie haben – trotz ihres hohen Auftragsbestands – gravierende Schwierigkeiten, auskömmliche Ertragsmargen zu erzielen. Inflationsraten von 8% und mehr sind eine hohe Belastung für Produzenten, Konsumenten und den Kapitalmarkt. Auf die grundsätzlichen Problemfelder wie die Preisentwicklung von Energie und Rohstoffen, die Lieferkettenproblematik und vor allem das deutlich steigende Zinsniveau müssen wir nicht gesondert eingehen.

Vor diesem Hintergrund glauben wir, dass die aktuelle Portfoliostruktur ein ausgewogenes Risikoprofil aufweist. Rund 30% des Portfolios ist in sieben Einzelwerte investiert, etwa 40% in diversen Fonds und gut 30% halten wir aktuell in Cash.

Zudem erzielt das Portfolio Zins- und Dividendeneinnahmen von rund 80.000 Euro p.a., was einen fühlbaren Teil der Verwaltungskosten abdeckt.

Nach wie vor besitzen die Mitglieder des Aufsichtsrats gemeinsam mit den Vorständen (direkt und indirekt) deutlich mehr als 50% der ausstehenden Aktien.

Sie können damit absolut sicher sein – Ihre wirtschaftlichen Interessen als geschätzte Aktionäre sind vollkommen deckungsgleich mit den unseren.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Olaf Hein

Volker Lemke

Die größten Portfolio-Positionen (gewichtet)

- Lloyd Fonds AG (Wandelanleihe 2020-2024 & Aktien)
- Glanbia Plc (Börse Dublin)
- MLP SE
- Havila Kystruten AS (Börse Oslo)
- Tracker Zertifikat auf den FuW-Risk-Portfolio-Index (Börse Zürich)
- Porsche Vz.
- Bauer AG
- Corestate Capital Holding S.A.
- 15 Aktienfonds (Investitionsvolumen ca. 5,7 Mio. Euro)