

## Aktionärsbrief Nr. 6 – Dezember 2022

Verehrte Aktionäre der ConValue SE,

die ConValue SE wird das Jahr 2022 – bedingt durch bereits realisierte Verluste und Abschreibungen auf die Anschaffungskosten des aktuellen Wertpapierbestands – mit einem Verlust in der Größenordnung von 3,6 Mio. Euro abschließen. Die Höhe des Verlustes ist ebenso bedauerlich wie schmerzhaft und ohne Zweifel erschreckend hoch. Diese Einschätzung wird auch nicht dadurch abgeschwächt, dass M-Dax und S-Dax (die zusammen 120 deutsche Aktien umfassen) jeweils rund 28% verloren haben, während der Verlust im NAV des ConValue-Portfolios mit voraussichtlich minus 22% etwas darunter liegt.

Wie sich denken lässt, gab es in den letzten Wochen und Monaten viele Tage, an denen wir uns intensive Gedanken darüber gemacht haben, welche Fehleinschätzungen zu diesem absolut ungenügenden Ergebnis geführt haben. Die Performance primär mit dem Timing der Unternehmensgründung und dem seither „schwachen“ Aktienmarkt in Verbindung zu bringen, wäre zu kurz gegriffen.

Im Kern geht es um die Frage, ob und wie wir diese Verluste grundsätzlich hätten vermeiden können und inwieweit die Erkenntnisse daraus zu einer Neubewertung unseres Anlagekonzeptes führen sollten. Denn wir glauben, dass eine Erklärung wie jene, die wir gerade vom Portfolio-Manager einer unserer Fondsbeteiligungen – mit einer seit Jahresbeginn deutlich negativen Performance – erhalten haben, für uns nicht ausreichend ist: **„...in manchen Jahren unterliegen Aktienmärkte einem kräftigen Stress und heftig gefallene Kurse gehören von Zeit zu Zeit leider zum Investieren dazu...“**.

Die Aussage ist wohl nur dann richtig, wenn man überzeugt ist, tatsächlich (nur) an „erstklassigen“ Unternehmen beteiligt zu sein – so wie unser selbstbewusster Fonds-Manager – und die Kursverluste allein ein (temporäres) Ergebnis der (über-)durchschnittlichen Schwankungen des Gesamtmarktes sind. Auf diesen entscheidenden Punkt kommen wir im Folgenden noch ausführlich zurück.

Gehen wir daher nochmals einen Schritt zurück und betrachten das grundsätzliche Anlagekonzept der ConValue SE:

- Das Kapital der ConValue stammt überwiegend von erfahrenen Investoren, mit denen wir z.T. in einem intensiven Gedankenaustausch stehen.
- Das Portfolio besteht sowohl aus ausgesuchten Einzelaktien als auch etwa 12 Fondsanlagen, die fast ausschließlich von uns bekannten Fondsmagern geführt werden.
- Dazu kommt je nach Markteinschätzung eine veränderliche Cashquote.
- Diese Struktur fußt auf hoher Transparenz und niedrigen Verwaltungskosten.

Dieses tatsächlich wohlüberlegte Konzept hat aber im Jahr 2022 – zumindest in der Umsetzung – deutliche Schwächen gezeigt. Man darf vielleicht zur Ehrenrettung sagen, dass man in den letzten 18 Monaten schon die Fähigkeit hätte besitzen müssen, *„über das Wasser gehen zu können“*, um am Jahresende 2022 unbeschadet dazustehen. Das zeigt auch die in diesem Jahr überdurchschnittlich negative Performance unserer Fondsbeteiligungen, obwohl diese samt und sonders einen guten Track-Record haben.

Gleichwohl gibt es überhaupt keine Zweifel: Wir haben uns – allerdings bereits im letzten Jahr – mit einer hohen Gewichtung an verschiedenen Unternehmen beteiligt, **die unter objektiven Gesichtspunkten keinesfalls als „erstklassig“ gelten können**. Da Sie ja über die Weihnachtstage hoffentlich genügend Zeit haben, lassen Sie uns an dieser Stelle noch etwas weiter ausholen.

Offensichtlich ist die Definition *„erstklassig“* für ein börsennotiertes Unternehmen in hohem Maße auslegungsbedürftig – *„Beauty is in the Eyes of the Beholder“* – ganze Bibliotheken sind darüber verfasst worden, ohne zu einem eindeutigen Urteil zu gelangen.

Und wenn es eindeutige Kriterien für ein „erstklassiges“ Unternehmen gäbe – wobei ja auch der vorherrschende Zeitgeist eine Rolle spielt – bleibt ja immer noch die Frage, ob Preis bzw. Aktienkurs tatsächlich „angemessen“ sind. Nehmen wir als ebenso beliebiges wie bekanntes Beispiel die Schweizer **Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG** (Umsatz ca. 4,7 Mrd. CHF; Marktkapitalisierung 24 Mrd. CHF). Es gibt wohl kaum jemanden, der Lindt seine überragende Qualität als Unternehmen und auch als Aktie absprechen würde. Die schlichte Frage ist nur: Was ist das Unternehmen bzw. eine Lindt-Aktie „wert“?

Qualität hat offensichtlich ihren Preis: Eine Lindt-Aktie wird aktuell zu rund 95.000 CHF gehandelt mit einem KGV von etwa 40x! Das ist nicht wirklich günstig – und hätten wir unser Portfolio vor gut 12 Monaten ausschließlich mit Lindt-Aktien bestückt, hätten wir (auch) einen (Kurs-)Verlust von knapp 20% erlitten. Das ändert aber nichts an der Tatsache, dass Lindt & Sprüngli eine erstklassige Aktie ist, die sich (trotz der hohen Bewertung) in den letzten 10 Jahren mehr als verdoppelt hat. Und Lindt sollte sich aufgrund seiner Alleinstellungsmerkmale auch weiterhin mindestens so gut wie andere Hersteller von hochpreisigen Konsumgütern entwickeln. Im weiteren Sinne können Sie mit Lindt und ähnlichen Blaublütern Ihrem Depot eine grundsätzliche Stabilität geben – sicher keine schlechte Strategie in der heutigen Zeit, auch wenn Sie damit nicht die sprichwörtlichen Bäume ausreißen werden.

Als die ConValue SE Mitte des letzten Jahres startete, sah die Welt und insbesondere der Kapitalmarkt allerdings noch deutlich anders aus als heute. Die See war ruhig, die Zinsen niedrig und (nicht nur) FAANG-Aktien (**Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google**) waren in aller Munde bzw. in allen Depots. Richtigerweise verzichteten wir komplett auf die zumindest damals (zu) hochbewerteten „Tech-Stocks“, wenn das (leider) nicht auch für alle unsere Fondsbeteiligungen galt. In dem gegebenen Umfeld dachten wir allerdings auch, weiterhin mit unserer (historisch durchaus erfolgreichen) Nischenstrategie bei Nebenwerten Erfolg zu haben.

Für uns hat sich dieser Anlageschwerpunkt allerdings als kostspielige „Fehlallokation“ erwiesen, da gerade auch die sogenannten Nebenwerte weltweit unter besonderem Druck gestanden haben. Es soll und kann an dieser Stelle auch noch kein Urteil darüber gefällt werden, ob (insbesondere) deutsche Nebenwerte in einer Welt mit hoher Inflation und hohen Zinsen, den Nachwehen von Corona sowie hohen Energiekosten noch ein bevorzugtes Anlageziel sein werden. Gleichwohl sind wir mit unserer Einschätzung heute deutlich zurückhaltender als ehemals und werden das auch in der Portfoliostruktur berücksichtigen.

Das gilt in erster Linie für unsere (ex post auch zu hohe) Beteiligung an der **Corestate Capital Holding S.A.**, mit Sitz in Luxemburg, mit der wir in die Falle einer unmäßig hohen Unternehmens-Verschuldung gelaufen sind. Praktisch alle Unternehmen im Immobiliensektor haben mittlerweile erhebliche Schwierigkeiten, ihre auslaufenden Anleihen zu den deutlich gestiegenen Zinsen zu refinanzieren. Corestate hat aber ihren finanziellen Leverage wie auch ihre Hoffnung (oder sollte man sagen „Wette“) auf ein anhaltend niedriges Zinsniveau übermäßig ausgereizt und ist dafür – wie ihre Aktionäre – bitter bestraft worden. In der Summe haben wir mit Corestate rund 7,5% unseres Eigenkapitals verloren. Wir hätten es wissen sollen: **„Leverage has the potential to turn a reasonably good investment into disastrous gambling.“** (Naved Abdali)

Mittlerweile hat die **Pacific Investment Management Company (PIMCO)** im Verbund mit anderen bedeutenden Anleihegläubigern einen umfangreichen **„Debt to Equity Swap“** initiiert und damit nach eigener Aussage **„den Weg für eine nachhaltige Sanierung des Unternehmens frei gemacht“**. Das sollte uns freuen. Unsere Corestate-Position bleibt als Mahnung und (abgeschriebene) Option auf womöglich wieder bessere Zeiten im Portfolio.

Auch bei der 1790 im oberbayerischen Schrobenhausen gegründeten **Bauer AG** (Spezialtiefbau) hätte mit einer (noch) tiefgründigeren Analyse der Kursverlust von 50% wohl vermieden werden können. Zwar konnte man bei unserem Einstieg im Rahmen einer Kapitalerhöhung vor gut 18 Monaten auch angesichts der (vordergründig) günstigen Unternehmensbewertung durchaus von einer Sondersituation sprechen. Aber nachdem der Vorstand keine seiner (uns persönlich) gegebenen Aussagen zur Unternehmensentwicklung eingehalten hat und in drei Jahren nacheinander **sechs Prognosekorrekturen** veröffentlichen musste (und immer noch im Amt ist), hätten wir schon deutlich früher die Reißleine ziehen müssen.

Aktuell steht die **Bauer AG** wieder einmal bilanziell mit dem Rücken zur Wand und kämpft um die Umsetzung einer bedeutenden Kapitalerhöhung mit einer entsprechenden Ausweitung der Aktienzahl. An dieser Stelle bleibt nur die Erkenntnis von Warren Buffett: **„When you combine ignorance and leverage, you get some pretty interesting results.“**

Absolut überrascht hat uns auch die Kursentwicklung der Vorzugsaktien der **Porsche Automobil Holding SE**, deren Stammaktien sämtlich von den Familien Porsche und Piëch gehalten werden. Die Porsche SE besitzt seit langem neben einigen unnotierten Beteiligungen 53,3% der VW-Stammaktien (entsprechen 31,4% des Grundkapitals). Im September verkaufte die Volkswagen AG an die Porsche SE zudem 17,5% der **Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG**-Stammaktien, wobei die unter dem originellen Tickerkürzel P911 handelnden Porsche AG-Vorzüge mittlerweile bekanntlich zu 25% an der Börse notiert sind.

Für Januar 2023 ist – nach Vollzug der (Sonder-)Dividendenausschüttung der Volkswagen AG – geplant, dass für gut **3 Mrd. Euro** von der Volkswagen AG weitere 7,5% an der Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG-Stammaktien an die Porsche SE verkauft werden, die dann 25% der Stammaktien halten wird. Die Porsche Automobil Holding SE als Großaktionärin der Volkswagen AG ist wiederum eine Hauptprofiteurin der aus dem Ende September 2022 vollzogenen Porsche AG-IPO resultierenden Sonderdividende. Die (direkte) Beteiligung der **Porsche SE an der Porsche AG** wird allgemein als Perle angesehen.

Ohne hier weiter auf die mittlerweile (man möchte fast sagen „grotesk“) niedrige Unternehmensbewertung von Porsche SE mit einem KGV von etwa 4,0x einzugehen, haben wir mit der Porsche SE seit Jahresbeginn einen Kursverlust von rund 37% oder rund 300.000 Euro – das Wortspiel sei erlaubt – „eingefahren“. Die Familien Porsche und Piëch haben allerdings einen langen Atem, – den brauchen wir mit dieser Position aber vermutlich auch...

Die Marktbewertung von Lindt & Sprüngli im Vergleich zur Porsche SE kann also die gestellte Frage „**Was ist ein Unternehmen eigentlich wert?**“ nicht schlüssig beantworten. Anscheinend kennt der Aktienmarkt (immer?) die richtige Antwort. Wir sind in diesem Punkt offen gestanden vielfach voller Zweifel. Auf weitere Portfolioerläuterungen möchten wir an dieser Stelle verzichten, die Eckpunkte für 2022 liegen ja auf dem Tisch und wir halten Sie natürlich weiter auf dem Laufenden.

Haben wir im zu Ende gehenden Geschäftsjahr 2022 auch etwas „richtig gemacht“ mag sich der geneigte Leser fragen. Nun, vielleicht... Immerhin hatten wir die Weitsicht, durchweg eine Cashquote von **30% des Anlagekapitals** vorzuhalten, **was auch aktuell noch der Fall ist**. Und unsere bedeutende Position der irischen „Global Nutrition Company“ **Glanbia PLC** ist seit dem Erwerb nahezu stabil geblieben.

#### **Zumindest zwei Fragen sind allerdings noch zu adressieren:**

- Wie geht es weiter im Kapitalmarkt?
- Welche Schlüsse ziehen wir aus dem Verlauf des zu Ende gehenden Börsenjahres?

Die erste Frage wollen Sie nicht wirklich von uns beantwortet haben, das können nur die Besten der Besten. Die Meinung von zwei dieser Top Guns möchten wir Ihnen daher anbieten. Zum einen die Meinung der **BlackRock Gruppe**, die bemerkenswerte 10% des weltweiten Kapitalvermögens (mithin mehr als 100 Billionen Dollar) verwaltet. BlackRock Vice Chairman **Philipp Hildebrand** und (s)ein Team von Top-Managern warnen in dem jüngst erschienen „**Global Outlook 2023**“<sup>1</sup> vor einer bevorstehenden Rezession, einer hartnäckigen Inflation und einer neuen Ära für Anleger. Hier eine Zusammenfassung der Eingangsthesen:

*„The Great Moderation“, die rund vier Jahrzehnte währende Periode weitgehend stabiler Konjunktur und Inflation, liegt hinter uns. Diese Phase haben Aktien und Anleihen in einer Weise gedeihen lassen, die in Zukunft nicht mehr möglich sein wird. Das neue Regime größerer Makro- und Marktvolatilität ist in vollem Gange; eine Rezession ist vorprogrammiert. Die Zentralbanken sind auf dem Wege, die Zinsschraube in ihrem Versuch, die Inflation zu zähmen, zu überdrehen (overtighten). Daher bleiben wir taktisch untergewichtet bei Aktien der führenden Industrieländer. Wir erwarten (zwar) an einem gewissen Punkt in 2023 einen Wechsel zu einer positiveren Einstellung bei risikoreichen Anlagen (risk assets), aber soweit sind wir jetzt noch nicht. Und wenn wir dahin kommen, erwarten wir keinen nachhaltigen Börsenaufschwung (Bullmarket) wie in der Vergangenheit. Deshalb benötigen wir ein neues Anlagestrategiebuch (Investment Playbook).“*

Wenn der mit Abstand einflussreichste Vermögensverwalter der Welt seinen (durchaus zurückhaltenden) Ausblick veröffentlicht, sollte man genau zuhören. Mit dem Link in der Fußnote können Sie den Bericht komplett anschauen – auch wenn er sie ein wenig ratlos zurücklassen dürfte.

---

<sup>1</sup> [www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/bii-global-outlook-2023.pdf](http://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/bii-global-outlook-2023.pdf)

Die zweite Markteinschätzung stammt aus der Feder von **Howard Marks**, dem hochgeachteten Co-Founder von **Oaktree Capital**, der unter der Überschrift „**Sea Change**“ das jüngste seiner berühmten „**Memos by Howard Marks**“ veröffentlicht hat. Howard Marks hat nicht nur sehr erfolgreiche Finanzbücher geschrieben („*The Most Important Thing*“), sondern erreicht mit seinen ausgezeichneten Memos auch regelmäßig viele internationalen Anleger.

Sein Fazit zum Jahresende lautet:

*„In my 53 years in the investment world, I’ve seen a number of economic cycles, pendulum swings, manias and panics, bubbles and crashes, but I remember only two real sea changes. I think we may be in the midst of a third one today. ... As I’ve written many times about the economy and markets, we never know where we’re going, but we ought to know where we are. The bottom line for me is that, in many ways, conditions at this moment are overwhelmingly different from – and mostly less favourable than – those of the post-GFC (Global Financial Crisis) climate described above. These changes may be long-lasting, or they may wear off over time. But in my view, we’re unlikely to quickly see the same optimism and ease that marked the post-GFC period.“*

Auch Howard Marks kann uns und Ihnen die Anlageentscheidungen nicht abnehmen. Aber es lohnt sich, seine feinsinnigen Hinweise sorgfältig zu studieren<sup>2</sup>.

### **Welche Erkenntnisse nehmen wir nun mit?**

Auch das Börsenjahr 2023 wird schwierig werden. Wie man an der defensiven Positionierung der prominenten Vermögensverwalter sehen kann, sollte davon aber keiner wirklich überrascht werden. Auch die berühmten Expertenvorhersagen für die Marktentwicklung 2023 werden unisono zur Vorsicht aufrufen. Insofern dürften noch immer bedeutende Anlagevolumen aus der Reduzierung der Aktienquoten im laufenden Jahr „geparkt“ sein. Das ist ein großer Unterschied zum Beginn dieses Jahres. Insofern könnte das neue Börsenjahr sogar auf der positiven Seite überraschen.

Davon unabhängig werden wir das ConValue-Portfolio mit höherer **Resilienz** versehen. Der mittlerweile sehr populäre Begriff ist aus der Psychologie entlehnt und bezeichnet die Fähigkeit, schwierige Lebenssituationen ohne anhaltende Beeinträchtigungen zu überstehen. Resilienz ist mithin auch ein Maß der Anpassungsfähigkeit. Für uns bedeutet das unter anderem

- geringere Beteiligungsgrößen bei Einzelwerten,
- breitere internationale Streuung,
- die Bilanzqualität bei Unternehmen stärker zu berücksichtigen,
- den Umfang des Researchs im Einzelfall nochmals zu erhöhen und
- die Angebote von Unternehmenskonferenzen wieder stärker zu nutzen.

Wir wünschen Ihnen trotz allem einen erholsamen Jahresausklang.

Dr. Olaf Hein

Volker Lemke

---

<sup>2</sup> [www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change](http://www.oaktreecapital.com/insights/memo/sea-change)