

## Aktionärsbrief Nr. 7 – Dezember 2023

Verehrte Aktionäre der ConValue SE,

die ConValue SE wird das laufende Geschäftsjahr 2023 voraussichtlich mit einem in etwa ausgeglichenen Ergebnis (nach Kosten und Abschreibungen) und einem im Vergleich zum Vorjahr auch in etwa unveränderten Wert pro Aktie (NAV) von rund 0,81 Euro abschließen. Eine gewisse Unschärfe ist in dieser Aussage enthalten, da sowohl noch einige Handelstage verbleiben als auch einige Fonds nur auf Monatsbasis berichten. Dessen ungeachtet ist nach den einschneidenden Verlusten im Vorjahr auch dieses Ergebnis – zumindest oberflächlich betrachtet – kein Erfolgsausweis. Sieht man sich die nackten Zahlen (DAX plus 20%, davon 14% seit dem 1. November und MDAX plus 8,0% – nach minus 12,3% im DAX und minus 30% im MDAX im vergangenen Jahr) an, ist dem sicher zuzustimmen. Gleichwohl **dürfte eine etwas differenzierte Betrachtung angemessen sein.**

### Die Ausgangslage

Bekanntlich wurde das Portfolio der ConValue SE im Jahr 2022 – und damit in seinem ersten vollen Geschäftsjahr – bereits schwer getroffen. Trotz einer Cash-Quote von im Jahresverlauf durchweg 25% entstand ein Verlust von mehr als 4 Mio. Euro. Wie wir bereits mehrfach ausgeführt haben, beruht(e) deutlich mehr als die Hälfte dieser Verluste auf unseren seinerzeit stark übergewichteten Engagements bei **Corestate Capital Holding S.A., Bauer AG, Porsche Automobil Holding SE (Vz.), Havila Kystruten AS** (dazu gleich mehr) sowie verschiedenen Fonds im Nebenwertebereich. Diese gravierenden Fehleinschätzungen in der Titelauswahl bzw. die (allerdings erst ex-post erkennbaren) Fehlallokationen im Nebenwertesektor führten – psychologisch sicher verständlich – zu einer grundsätzlich vorsichtigeren Anlagestrategie („**once bitten – twice shy**“) im laufenden Jahr.

Angesichts der sehr unsicheren fiskalpolitischen Ausgangslage zum Jahresbeginn war aber – auch ohne die finanzielle Hypothek des vergangenen Jahres – mit Blick auf die Faktenlage eine vorsichtigeren Ausrichtung des Portfolios absolut angemessen.

### Das Börsenjahr im Rückblick

Heute vielleicht schon wieder vergessen, wird in den Chroniken für das zu Ende gehende Börsenjahr mit Sicherheit auch ein besonderes Kapitel der US-Bankenkrise gewidmet werden. Der Kollaps der bedeutenden **Silicon Valley Bank** im März sowie sechs Wochen später die Notübernahme der strauchelnden **First Republic Bank** durch **JPMorgan Chase** machten weltweit Schlagzeilen („*Kollaps der Silicon Valley Bank: Beben bis Deutschland spürbar*“, *Bayerischer Rundfunk 13.3.2023*). Und nicht zu vergessen und direkt vor der eigenen Tür: Die Rettung der **Credit Suisse** im März durch ihren Erzrivalen **UBS** mit Hilfe eines Darlehens von über 100 Mrd. Franken der Schweizerische Nationalbank SNB „*hat unkontrollierbare Folgen für das Land und die internationale Finanzwelt*“ *vermieden*, wie SNB-Präsident Thomas Jordan betonte.

Wir hielten es in dieser prekären Situation auch für durchaus angemessen, 750.000 Euro in die Deutschland-Anleihe 14/24 zu investieren. Diese bringt zwar nur eine geringe Rendite, aber zumindest hatten wir für den Fall einer Ausweitung der Bankenkrise einen gewissen Teil unserer Festgeldreserven in Sicherheit gebracht.

Neben der Bankenkrise und dem dramatischen Zinsanstieg gab es auch in diesem Jahr eine hohe Zahl weiterer „börsenfeindlicher“ Krisenherde. Man denke an den nicht endenden Ukrainekrieg mit der Belastung aus internationalen Waffenlieferungen in dreistelliger Milliardenhöhe, die ausgeprägte Immobilienkrise (pars pro toto in der DACH-Region: **René Benko/Signa Group**), die schwächelnde Wirtschaft in China (u.a. mit den strauchelnden Immobilienriesen **Country Garden** und **Evergrande**, wobei die lokale Wirtschaftslage vielleicht bislang noch eine weitere Eskalation der Beziehungen zwischen China und Taiwan und damit auch den USA aufhält), den Überfall der Hamas auf Israel, den ausgeprägten

Facharbeitermangel in Deutschland und – sicherlich nicht an letzter Stelle – die extrem teure Energiewende.

Angesichts dieser bedeutenden Zahl an Unwägbarkeiten bewerten wir unsere Vorsicht bei der Ausrichtung des Portfolios nicht als Feigheit, sondern mit Verlaub als Umsicht.

Bemerkenswerterweise hat die Börse allerdings vorrangig (auch) im Jahr 2023 aber nur ein Thema wirklich interessiert: **Wie weit werden die Zinsen noch steigen bzw. ab wann können wir mit Zinssenkungen rechnen?** Die Börsenstimmung hing (und hängt noch immer) an den Lippen von **Jeremy Powell** und **Christine Lagarde** wie ein Adipöser neuerdings an **Ozempic** oder **Wegovy**. Als Portfolio-Manager kann man mit diesen Spekulationen wenig anfangen.

Offensichtlich kann der Kapitalmarkt nach der jahrelangen Sedierung durch Niedrigzinsen auch zukünftig nur (noch) prosperieren, wenn die Kreditaufnahme (wieder) ungemein günstig ist. Nicht zuletzt viele Projektentwickler, aber auch die vielen Anleger, die unverdrossen weiter in die „Magnificent Seven“ und ihre zahlreichen Abkömmlinge investieren, brauchen niedrige Zinsen ähnlich dringend wie zahlreiche Mount Everest-Erstbesteiger, die auf dem Rücken ihres Sherpas an der Sauerstoffflasche hängen.

Folgerichtig war es – als die FED am 3. Mai innerhalb von 14 Monaten den Leitzins **zum 10. Mal in Folge** bis auf 5,25% erhöhte (worauf am 26. Juli eine weitere Zinserhöhung um 0,25% erfolgte) – mit der Gemütlichkeit an der Börse auch vorbei. Bis Ende Oktober verlor allein der MDAX rund 12%. Anfang November begann jedoch angesichts sinkender Inflationsraten die Fraktion der „Zinsfalken“ abzuschmelzen, woraufhin viele institutionelle Investoren in einer nur selten gesehenen Geschwindigkeit in den „Rallye-Modus“ umschalteten.

Die wunderbare Antizipationsgabe des Kapitalmarktes wurde dann auch in der 2. Dezemberwoche bestätigt bzw. belohnt, als die FED in Persona von Chairman Jerome Powell ungewohnt deutlich bis zu drei Zinssenkungen für das nächste Jahr in Aussicht stellte.

Wer sich also auf die Antizipation der feinsinnigen Zinspolitik der Zentralbanken versteht oder im Jahr 2023 schwerpunktmäßig in die Titel der am höchsten gewichteten Unternehmen des Nasdaq 100 (plus 51% YTD) investierte, wird goldene Kugeln an den Weihnachtsbaum hängen. Die Mehrheit der Anleger wird sich aber, wie wir, mit Apfel, Nuss und Mandelkern zufriedengeben müssen.

## Die Portfolioentwicklung im Detail

Unsere Beweggründe für eine zurückhaltende Anlagestrategie im laufenden Jahr haben wir Ihnen dargestellt – ein weiteres Verlustjahr konnten wir uns nicht leisten. Auch wenn wir so unter dem Strich nur eine „schwarze Null“ erwirtschaftet haben, sind wir – bei aller gebotenen Selbstkritik – daher nicht völlig unzufrieden. Das Ergebnis wäre zudem besser ausgefallen, hätten wir nicht auch im Jahr 2023 noch mit bedeutenden Abschreibungen kämpfen müssen. Dabei handelt es sich fast ausnahmslos um „Nachlaufeffekte“ der (Fehl-)Investments aus den Jahren 2021 und 2022.

Mit weitem Abstand stehen dabei die Aktien der norwegischen **Havila Kystruten AS** an erster Stelle. Nach Abschreibungen von knapp 370.000 Euro im Jahr 2022 folgen weitere **355.000 Euro** im laufenden Jahr. Der Verlust beläuft sich damit auf fast 98% unseres Ursprungsinvestments. Die Leidensgeschichte dieses IPO's, an dem wir uns im Juni 2021 auf Hinweis eines in der Vergangenheit sehr erfolgreichen „Netzwerkpartners“ beteiligt haben, ist ebenso bedauerlich wie komplex. Die fast schon surreale Verkettung von widrigen Umständen sprengt allerdings den Rahmen dieses Aktionärsbriefes, ein Post Mortem folgt im kommenden Geschäftsbericht. Gesagt sei an dieser Stelle allerdings schon: Hätten wir die letzte – faktisch einer Enteignung der Altaktionäre gleichkommenden – Kapitalerhöhung zu 1,00 NOK pro neuer Aktie im Juli dieses Jahres mitgezeichnet, hätten wir per heute **weitere 23%** unseres (neuen) Investments verloren.

Weitere Abschreibungen bzw. realisierte Verluste aus Verkäufen in Höhe von rund 250.000 Euro entfallen auf verschiedene Einzelpositionen, so u.a. auf Jost Werke SE, Porsche Automobil Holding SE (Vz.) und die Laiqon AG. Ein positives Ergebnis von etwa 300.000 Euro haben wir u.a. mit (unterjährigen) Beteiligungen an Accelleron, Around Town, Aurubis, 1&1 sowie verschiedenen Discount-Zertifikaten nebst Zinsen und Dividenden erzielt.

Erfreulich war bislang die Entwicklung unserer größten Aktien-Beteiligung **LEG Immobilien SE** mit einem (bisher unrealisierten) Kursanstieg von rund 43% seit dem Kauf im Juni. Das war allerdings auch kein Spaziergang: Als **Goldman Sachs**-Analyst Jonathan Kownator am 11. Oktober in einer Branchenstudie LEG von „Neutral“ auf „Sell“ abstufte („Kursziel 51,40 Euro“), verlor die LEG-Aktie in wenigen Tagen mehr als 20%. Wie angenehm muss das Leben eines bekannten Analysten sein – die eigene Studie wird zur „self fulfilling prophecy“ und so ist man der Scharfrichter der Börse.

### **Aktuelle Portfoliostruktur**

Wie wir im Ausblick in unserem Aktionärsbrief vor einem Jahr geschrieben haben, gehörte zu den Zielen für das Jahr 2023, das Portfolio widerstandsfähiger auszurichten. Das ist uns auch gelungen. So haben wir in unseren Aktienfonds die Ausrichtung auf das Nebenwertesegment weiter verringert und in der Summe die Anlageschwerpunkte der verbleibenden Fonds deutlich internationaler ausgerichtet. Diese breiter diversifizierten Fonds im Volumen von aktuell etwa 3,7 Mio. Euro halten u.a. auch Aktien von **Berkshire Hathaway, VISA, American Express** oder **Mercado Libre**.

Vor wenigen Tagen haben wir zudem unser bislang größtes Einzelinvestment im Volumen von 2 Mio. Euro getätigt, wobei der Begriff „Einzelinvestment“ nur bedingt passend ist. Die ConValue SE hat sich im Rahmen seiner Lancierung an dem **CLEARWAY Capital Partners ICAV** beteiligt. Initiator ist Gianluca Ferrari (32), ein Italiener mit US-amerikanischen Wurzeln, den wir schon lange kennen und schätzen. Gianluca hat auch bereits eine kurze Fonds-Präsentation auf der ConValue-HV im August gegeben.

Gianluca ist seit vielen Jahren primär in Italien und UK als Berater für Private Equity-Firmen und Family-Offices tätig. Gemeinsam mit ihnen identifiziert er Unternehmen, die offen für „wertsteigernde Ideen“ sein könnten. Wird ein solches Unternehmen gefunden (häufig mittelgroße Konglomerate mit langer Historie), bei denen eine Neuordnung ihrer Beteiligungen eine Wertsteigerung verspricht, erwerben seine Equity-Partner eine Aktienbeteiligung. Spätestens dann wird der direkte Kontakt zu dem Unternehmen gesucht, um diesem anhand der detaillierten Unternehmensanalyse im Zeitverlauf von der Umsetzung „aktionärsfreundlicher“ Maßnahmen zu überzeugen. Uns sind verschiedene dieser werterhöhenden Transaktionen aus der Vergangenheit bekannt.

Um dieses Geschäftsmodell kommerziell auf eine breitere Basis zu stellen, haben Gianluca und sein Team den CLEARWAY Fonds in Form einer ICAV gegründet. Dieses nach irischem Recht konzipierte „*Collectiv Asset-Management Vehicle*“ ist vergleichbar mit einer deutschen Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital (§ 108 ff. KAGB). Ankerinvestoren sind die Gründungspartner einer bekannten europäischen Private Equity Company.

Clearway wird perspektivisch in etwa 8 – 10 europäische Firmen investieren. Mindestens 85% des Kapitals soll dabei auf börsennotierte Unternehmen entfallen. Eine Beteiligung am CLEARWAY-Fonds steht nur institutionellen Investoren offen, die im Regelfall mehr als 1 Mio. Euro investieren und sich selbst als langfristige Investoren sehen.

Als Startinvestoren im CLEARWAY-Fonds und dem engen Kontakt zum Management sollten sich perspektivisch auch attraktive Co-Investmentmöglichkeiten für ConValue ergeben. Insoweit starten wir mit einem gewissen Optimismus in das Jahr 2024. Unsere Kasse ist aktuell jedenfalls mit rund 5 Mio. Euro noch gut gefüllt.

Denn wie **Ludovic Sabran** – Chefvolkswirt der Allianz – jüngst in der FAZ schrieb: *Eins ist sicher, zum dritten Mal in Folge wird auch 2024 wieder „ein Jahr der Zentralbanken“, – doch die Erwartungen wann und wie schnell die Zinsen gesenkt werden, gehen weit auseinander.* Wir können uns dazu auch kein Urteil erlauben, sind aber in jedem Fall gespannt.

Wir wünschen Ihnen einen erholsamen Jahresausklang.

Dr. Olaf Hein

Volker Lemke