

HV-Bericht

Value-Holdings AG

WKN 760040 ISIN DE0007600405

am 12.06.2009 in Augsburg

Das Depot hielt sich deutlich besser als die Börsenindizes

Tagesordnung

1. Bericht über das Geschäftsjahr 2008
2. Entlastung des Vorstands
3. Entlastung des Aufsichtsrats
4. Neuwahlen zum Aufsichtsrat
(Vorschlag: Frau Prof. Dr. Annette Köhler, Düsseldorf,
Herren Michael Höfer, Steingaden und Christoph Papst, Benningen)
5. Schaffung eines genehmigten Kapitals
6. Änderung der Satzung in § 12 Abs. 1
7. Wahl des Abschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2009
(Vorschlag: Rupp & Epple GmbH, Augsburg)

HV-Bericht Value-Holdings AG

Am 12.6.2009 fand im Sitzungssaal des Prinz-Karl-Palais in Augsburg die diesjährige ordentliche Hauptversammlung der Value-Holdings AG (VH) statt. Bei Beginn um 15 Uhr hatten dort etwa 50 Aktionäre und Gäste eingefunden, darunter Matthias Wahler für GSC Research. Die Aufsichtsratsvorsitzende Prof. Dr. Annette Köhler begrüßte alle Erschienenen, erläuterte die Formalien und übergab das Wort anschließend an den Alleinvorstand Georg Geiger.

Bericht des Vorstands

Seinen Bericht begann Herr Geiger diesmal mit einigen Ausführungen zu höchst unwahrscheinlichen und folgenschweren Ereignissen, wie sie im realen Leben und auch an der Börse nicht oft, aber doch in regelmäßigen Abständen vorkommen. So hätte sich zu Beginn des Jahres 2008 kein Anleger vorstellen können, was in den kommenden Monaten am Aktienmarkt passieren würde.

An einem Beispiel verdeutlichte der Vorstand dann, warum gerade Aktien, denen aufgrund ihrer Wachstumsraten hohe Bewertungen zugebilligt werden, in konjunkturellen Schwächephasen besonders in Mitleidenschaft gezogen werden. Reduziert sich der Gewinn eines Unternehmens, das über Jahre stark gewachsen und deshalb mit einem KGV von 20 bewertet ist, nur einmal, schwindet nämlich der Nimbus der Wachstumsaktie. Halten die Anleger dann nur noch ein KGV von 10 für angemessen, stürzt der Aktienkurs bei einem Gewinnrückgang von 20 Prozent rechnerisch um 60 Prozent ab.

Völlig widersinnig ist nach Aussage von Herrn Geiger, dass den Anlegern der Erwerb der Aktie auf dem deutlich ermäßigten Niveau dennoch risikoreicher erscheint. Dies resultiert aus der stark erhöhten Volatilität, die als Indikator zu der widersprüchlichen Aussage führt, dass hoch bewertete Aktien ein geringeres Risiko aufweisen als günstige. Prognosen auf dieser Basis hält Herr Geiger deshalb ebenso wie Investmentgrößen wie Benjamin Graham für wenig zielführend.

Daher investiert Herr Geiger mit der Value-Holdings AG lieber konsequent nach den Grundsätzen des Value-Investing. Unabhängig von Marktprognosen sucht er nach Unternehmen, die ein einfach zu verstehendes und gesundes Geschäft betreiben („good business“), von einem kompetenten, erfahrenen und aktionärsfreundlichen Management geleitet werden („good people“) und die nach den gängigen Kennzahlen günstig bewertet sind („good price“).

Bis vor einigen Jahren beschränkte sich diese Suche auf deutsche Aktiengesellschaften. Mit Blick auf den Start des Value-Holdings Europa Fund, auf den der Vorstand später noch näher zu sprechen kam, wurde das Spektrum aber vor drei Jahren auf ausgewählte europäische Werte ausgeweitet. Damit ergibt sich insgesamt ein Anlageuniversum von rund 2.100 AGs, die dann in zwei Stufen gefiltert werden.

Schon mit dem Aussortieren von Unternehmen mit fragwürdigen Geschäftsmodellen, zyklischen Erträgen, „Dauerverlustfirmen“ und Insolvenzwerten kommen laut Herrn Geiger davon nur noch rund 250 in die engere Auswahl. Nach einer detaillierteren qualitativen Analyse, in der vor allem auch der Frage nachgegangen wird, wie sich das betreffende Unternehmen in schwierigen Zeiten schlägt, bleiben letztlich noch 40 bis 50 Kandidaten übrig.

Im Folgenden ging Herr Geiger im Detail auf das Geschäftsjahr 2008 ein. Dabei präsentierte er zunächst eine Grafik mit dem Portfoliovolumen, das sich in diesem Zeitraum um 4 auf 12,3 Mio. Euro erheblich reduziert hat. Dafür waren nach Angabe des Vorstands jedoch nicht nur Abschreibungen verantwortlich. Zum Teil waren in der ersten Jahreshälfte auch Positionen verkauft und die Erlöse nicht wieder angelegt worden.

Weiter gab Herr Geiger bekannt, dass das Portfolio derzeit umstrukturiert wird. Kerninvestments werden künftig so lange gehalten, bis der Fair Value erreicht ist, auch wenn dies mehrere Jahre dauert. Da die Gewinnrealisierung erst beim Verkauf erfolgt, speisen sich die Erträge für die AG während dieser Zeit nur aus den Dividenden.

Die sonstigen Investments, die zum Jahresende mit einem Buchwert von 2,17 Mio. Euro in der Bilanz standen und bei denen der Fair Value mit circa 2,3 Mio. Euro nicht viel darüber liegt, will der Vorstand komplett verkaufen und damit Bankverbindlichkeiten tilgen. Anteile im Wert von 356 TEUR wurden nach Angabe des Vorstands bereits mit einem Gewinn von 52 TEUR verkauft. Nach Abschluss dieser Transaktionen müssten die Bankschulden nach seiner Rechnung komplett verschwunden sein.

Wie Herr Geiger weiter ausführte, erlöste die VH in 2008 aus Wertpapierverkäufen 6,6 (Vj.: 8,9) Mio. Euro. Bei Einstandskosten von 6,1 (7,0) Mio. Euro ergab sich daraus ein Kursgewinn von 0,5 (1,9) Mio. Euro, der sich damit gegenüber dem Vorjahr zwar erheblich reduziert hat, immerhin konnten in dem miserablen Börsenumfeld aber noch Gewinne realisiert werden.

Allerdings erhöhten sich die Abschreibungen auf Wertpapiere von 0,4 auf 4,5 Mio. Euro, weshalb das Ergebnis aus Wertpapiergeschäften per Saldo mit minus 3,7 (plus 1,8) Mio. Euro tief ins Minus rutschte. Dieses miserable Ergebnis wollte Herr Geiger auch gar nicht beschönigen, er wies jedoch darauf hin, dass das Portfolio der VH nur 25 Prozent an Wert verloren hat, was sich im Vergleich zu den Börsenindizes mit Minus 40 Prozent noch sehen lassen könne.

Das Jahresergebnis wird mit minus 4,4 (plus 1,2) Mio. Euro ebenfalls tiefrot ausgewiesen. Damit schrumpften die Eigenmittel auf 5,2 (9,9) Mio. Euro zusammen, die Eigenkapitalquote blieb bei einer Bilanzsumme von 12,5 (18,5) Mio. Euro aber mit 42 (54) Prozent noch recht solide. Dies sieht Herr Geiger als Ergebnis der Strategie, immer darauf zu achten, dass diese Zahl über 50 Prozent liegt.

Vom Fremdkapital von 7,1 (8,3) Mio. Euro entfielen zum Bilanzstichtag 5 Mio. Euro auf die Anleihe. Ursprünglich umfasste diese ein Volumen von 8 Mio. Euro, zum 1. Oktober 2008 erfolgte aber die Rückzahlung. Neu ausgegeben hat der Vorstand dann nur noch 5 Mio. Euro, um den Leverage zu verringern. Die Verzinsung ist mit 7 Prozent unverändert.

Mit der Entwicklung des Aktienkurses war Herr Geiger sehr unzufrieden. Wie er am Chart darstellte, hat sich der Kurs bis in den Herbst zwischen 4,50 Euro und 5 Euro noch gut gehalten, obwohl sich der Gesamtmarkt bereits stark rückläufig entwickelte. Danach ging es aber in einem Rutsch abwärts bis in Richtung 2 Euro.

Das Grundkapital beläuft sich unverändert auf 5,595 Mio. Euro und ist eingeteilt in 1,865 Millionen Aktien mit einem rechnerischen Nennwert von 3 Euro. Eine Veränderung hat sich jedoch in der Aktionärsstruktur ergeben. Neben Herrn Geiger mit 12,5 Prozent und den Mitarbeitern mit 6 Prozent ist als dritter Großaktionär noch Christoph Papst mit einer Beteiligung von 7 Prozent hinzugekommen, der auch für den Aufsichtsrat kandidierte. Der Free Float beläuft sich damit auf knapp 75 Prozent.

Anschließend machte Herr Geiger einige Angaben zu den vier Unternehmen, an denen die VH beteiligt ist. Dabei begann er mit der Value-Holdings International AG (VHI), die neu zur Gruppe hinzugekommen ist. In ihrer jetzigen Form entstand diese Gesellschaft im Juli 2008, als die VH die Mehrheit an der damaligen NB Nebenwerte-Beteiligungen AG übernahm (Details hierzu finden Sie im [HV-Bericht 2009 VHI](#) von GSC Research).

Danach folgten die Umfirmierung in Value-Holdings International AG und der Abschluss eines Beratungs- und Geschäftsbesorgungsvertrags mit der Value-Holdings Capital Partners GmbH (VHC). Im Dezember 2008 wurden schließlich über eine Kapitalerhöhung 360.000 neue Aktien zu 1,75 Euro ausgegeben und so das Grundkapital auf 600.001 Euro erhöht. Die VH ist derzeit mit 61,4 Prozent beteiligt.

Die VHC übernimmt nun, wie Herr Geiger weiter darlegte, die komplette Geschäftsbesorgung und das Portfoliomanagement. Dafür erhält sie eine jährliche fixe Vergütung in Höhe von 1 Prozent des Depotvolumens und darüber hinaus eine erfolgsabhängige Komponente von 10 Prozent des Jahresüberschusses. Bis auf die AG-spezifischen Kosten wie Hauptversammlung und Erstellung des Jahresabschlusses sind damit alle Kosten abgegolten.

Bei der VHI handelt es sich damit um eine reine Portfolio-AG mit einer sehr transparenten Kostenstruktur, bei der im Gegensatz zur VH, bei der auch noch andere Einflüsse mit einwirken, regelmäßig ein NAV (Net Asset Value) veröffentlicht werden kann. In den ersten fünf Monaten 2009 hat sich dieser von 1,73 Euro auf 1,89 Euro erhöht.

Eine weitere Beteiligung ist die KONSORTIUM AG, von der sich die VH laut Herrn Geiger eigentlich schon länger trennen wollte. Bisher ist der Verkauf zu akzeptablen Konditionen aber nicht gelungen, sondern im Gegenteil hält die VH mit 54 Prozent jetzt wieder eine Mehrheitsbeteiligung. Das Geschäftsjahr 2008 verlief dort sehr enttäuschend. Mit Kostenreduzierung, Steigerung der laufenden Erträge und einem radikalen Portfoliumbau soll aber nun die Basis für ein ertragreiches Wachstum geschaffen werden (Details hierzu finden Sie im [HV-Bericht 2009 KONSORTIUM AG](#) von GSC Research).

Auch der Value Holdings Capital Partners Fund (VHCPF) hat unter der schlechten Börsenentwicklung gelitten, aber zumindest besser als der Markt abgeschnitten. Seit der Auflegung im Jahr 2002 weist dieser einen Wertzuwachs von 47 Prozent auf, während der DAX in diesem Zeitraum 1,4 Prozent verloren hat. In der Fondsbilanz 2008 nimmt er Platz 4 von 110 Fonds ein, womit sich Herr Geiger recht zufrieden zeigte. Zum 1.7.2008 wurde außerdem der Value-Holdings Europa Fund neu aufgelegt, der deutlich breiter als der VHCPF im gesamten europäischen Raum investiert. Der Start verlief laut Herrn Geiger etwas holprig, es geht aber inzwischen doch voran.

Insgesamt sieht Herr Geiger im derzeitigen Marktumfeld, in dem viele Unternehmen zu Ausverkaufspreisen zu haben sind, die Anleger aber trotzdem nicht zugreifen, gute Chancen für die VH. Er ist aktiv auf der Suche nach neuen Beteiligungen und will zugreifen, sofern die Kurse passen.

Abschließend präsentierte der Vorstand noch die Zahlen für die ersten fünf Monate 2009. In diesem Zeitraum lagen die Erträge aus Wertpapieren und Beteiligungen bei positiven 113 TEUR, und das EBITDA beläuft sich auf 90 TEUR, womit er sich recht zufrieden zeigte.

Allgemeine Aussprache

Als erster Redner bezeichnete Dr. Hausmann von der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) den Jahresabschluss 2008 der VH als miserabel. Nahezu die Hälfte des über die letzten Jahre aufgebauten Eigenkapitals ist nun innerhalb einer Periode verschwunden. Seiner Meinung nach hätte der Vorstand früher gegensteuern und vorhandene Gewinne realisieren müssen, um ein solches Desaster zu vermeiden.

Wie Herr Geiger klarstellte, wurde durchaus bei Wertpapieren im Volumen von 6,6 Mio. Euro der Gewinn realisiert. Allerdings wurden die Mittel gemäß der Strategie des Value-Investing wieder investiert, als der Kurs der Aktien mehr als 25 Prozent unter den inneren Wert abgerutscht war. In 2002 hatte sich dies als richtig erwiesen. Im vergangenen Jahr haben sich die Kurse danach aber in vielen Fällen nochmals halbiert, was sich entsprechend auf das Ergebnis auswirkte.

Sehr bedauerlich fand Dr. Hausmann, dass die VH-Aktie im vergangenen Jahr ganz erheblich an Wert verloren hat, während sie vom Aufwärtstrend der letzten Monate aber nicht profitieren konnte. Nun fragte er nach dem Grund für diese unschöne Situation. Nach Angabe von Herrn Geiger haben derzeit die meisten Unternehmen der Branche das gleiche Problem. Eine nachhaltige Erholung erwartet er erst, wenn wieder vernünftige Abschlüsse vorliegen. Er bat jedoch zu berücksichtigen, dass der Wert des Portfolios in den letzten Monaten durchaus gestiegen ist, was sich nur im Aktienkurs noch nicht widerspiegelt.

Das Hauptthema des DSW-Vertreters war dann die Unternehmensstruktur, die ihm mit der AG und vier Tochtergesellschaften bzw. Beteiligungen zu verschachtelt erschien. Er hätte es viel sinnvoller und für die Aktionäre besser durchschaubar empfunden, wenn das Geschäft komplett über die AG abgewickelt werden würde. Unklar war Dr. Hausmann außerdem, warum die VH noch an der Beteiligung von nur noch 5 Prozent an der Value-Holdings Vermögensmanagement GmbH festhält.

„Die gewählte Struktur hat in jedem einzelnen Fall ihren Grund“, entgegnete Herr Geiger. Bei der Vermögensmanagement GmbH waren demnach die erheblich gestiegenen aufsichtsrechtlichen Auflagen ausschlaggebend, dass die VH in eine Minderheitsbeteiligung gegangen ist. Da die VH weiterhin beratend für diese Gesellschaft tätig ist, hält es Herr Geiger jedoch durchaus für sinnvoll, an der Beteiligung von 5 Prozent festzuhalten.

Bei der VHC sind laut Herrn Geiger zum einen regulatorische Gründe und außerdem die steuerliche Behandlung ursächlich dafür, dass diese Gesellschaft separat geführt wird. Und beim Aufbau der VHI war es ja eben der Sinn, eine eigenständige, völlig transparente Portfoliogesellschaft aufzubauen. Diese soll nun deutlich ausgebaut werden, und die VH muss dabei nicht unbedingt dauerhaft mehrheitlich beteiligt sein.

Etwas anders stellt sich die Situation lediglich bei der KONSORTIUM AG dar. Der ursprüngliche Grund für diese Beteiligung, dass sich die Geschäfte der beiden Gesellschaften ergänzen, hat sich nicht erfüllt. Herr Geiger will nun das Geschäftsmodell an das der VH angleichen und dann entscheiden, wie mit dieser Beteiligung weiter verfahren wird. Der jetzige Zustand wird, wie er betonte, jedenfalls nicht dauerhaft Bestand haben. Insgesamt sieht der Vorstand im Moment aber keine Möglichkeit, die Struktur der Gruppe zu vereinfachen.

Dass die Beteiligungen im Anlagevermögen nur abgeschrieben werden, wenn eine dauerhafte Wertminderung vorliegt, fand Dr. Hausmann keine gute Lösung. Seine Frage, wer dann darüber nach welchen Kriterien entscheidet, beantwortete der Vorstand am Beispiel der sich im Depot befindenden Einhell-Aktie, deren Kurs trotz eines Eigenkapitals von 32 Euro je Aktie und dauerhaften Gewinnen bis auf 12 Euro abgestürzt ist. In einem solchen Fall wird dann keine Abschreibung bis auf 12 Euro vorgenommen.

Zum Bilanzstichtag gab es deshalb einige stille Lasten in der Bilanz, die inzwischen aber größtenteils wieder ausgeglichen sind. Auf Nachfrage von Dr. Hausmann informierte Herr Geiger ferner, dass die KONSORTIUM AG für mehr als die Hälfte der Abschreibungen von insgesamt 4,5 Mio. Euro verantwortlich ist.

Viel zu mager erschien dem DSW-Vertreter mit 27 TEUR der Ertrag, der aus den Beteiligungen mit einem Bilanzwert von 5,6 Mio. Euro erwirtschaftet wurde. Hier gab ihm Herr Geiger grundsätzlich Recht. Das Missverhältnis resultiert nach seiner Erklärung daraus, dass in dieser Position zum einen die KONSORTIUM AG enthalten ist, die aufgrund ihrer Ertragslage keine Ausschüttung vornehmen konnte. Außerdem ist die VHI enthalten, die sich zwar positiv entwickelt, in der das Geld aber zunächst thesauriert werden soll.

Auf die anschließende Frage eines Kleinaktionärs führte Herr Geiger weiter aus, dass die KONSORTIUM AG nach seiner Einschätzung wohl auch in 2009 noch einmal einen Verlust ausweisen wird, der allerdings deutlich geringer als in 2008 ausfallen wird. Ab 2010 erwartet er bei dieser Beteiligung, wenn sich die Märkte zumindest einigermaßen normal entwickeln, dann wieder schwarze Zahlen mit steigender Tendenz.

Richtig fand Dr. Hausmann das Vorhaben des Vorstands, die verbliebenen Bankverbindlichkeiten von 2,1 Mio. Euro komplett abbauen zu wollen. In diesem Zusammenhang interessierte ihn, welche Zinsen für diese Darlehen derzeit gezahlt werden müssen. Eine genaue Zahl wollte Herr Geiger hier nicht nennen. Die Zinssätze liegen nach seiner Angabe aber deutlich unter den 7 Prozent, die für die Anleihe zu zahlen sind.

Die abschließende Frage eines Kleinaktionärs betraf Punkt 6 der Tagesordnung, wonach die Hauptversammlung künftig nur noch am Sitz der Gesellschaft oder an einem Börsenplatz stattfinden darf. Dies würde seiner Auffassung nach Augsburg als Veranstaltungsort ausschließen, was Herr Geiger aber verneinte. Wie dieser darlegte, befindet sich der rechtliche Sitz der VH nach wie vor in Augsburg. Lediglich die Geschäftsleitung residiert nun im angrenzenden Gersthofen. Insofern kann die Hauptversammlung künftig an beiden Orten abgehalten werden. Eine Entscheidung ist diesbezüglich noch nicht gefallen.

Abstimmungen

Bei einer Präsenz von 442.300 Aktien oder 23,72 des Grundkapitals wurden sämtliche Beschlüsse einstimmig im Sinne der Verwaltungsvorschläge gefasst. Lediglich bei der Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals (TOP 5) wurden einige tausend Enthaltungen gezählt. Zu diesem Beschlussvorschlag hatte Herr Geiger zuvor ausgeführt, dass im Falle einer Sachkapitalerhöhung ein Bezugsrechtsausschluss möglich sein soll. Konkrete Pläne gibt es dafür zwar nicht, aber einige Ideen, deren Umsetzung gerade in der momentanen Situation sinnvoll sein könnte.

Die Aufsichtsratsvorsitzende machte außerdem einige ergänzende Angaben zur anstehenden Neuwahl des Aufsichtsrats (TOP 4). Vorgeschlagen war neben ihr und Michael Höfer neu Christoph Papst als Nachfolger für den ausscheidenden Herbert Geiger. Herr Papst war einst Mitgründer der Value-Holdings AG und in der Anfangszeit sogar Aufsichtsratsvorsitzender. Nach der deutlichen Ausweitung seiner Beteiligung soll er nun wieder in das Kontrollgremium einziehen.

Die übrigen Punkte waren die Entlastung von Vorstand (TOP 2) und Aufsichtsrat (TOP 3), die Festlegung dahingehend, dass die Hauptversammlung künftig am Sitz der Gesellschaft oder an einem Börsenplatz stattfindet (TOP 6) und die Wahl der Rupp & Eppe GmbH zum Abschlussprüfer für das Geschäftsjahr 2009 (TOP 7).

Nach zwei Stunden schloss Prof. Dr. Köhler die Hauptversammlung und lud zum Büffet.

Fazit

2008 war für Beteiligungsgesellschaften ein sehr schwieriges Jahr. Auch die Value-Holdings AG (VH) konnte sich dem negativen Umfeld nicht entziehen. Trotz der sehr konservativen Strategie verlor das Depot 25 Pro-

zent an Wert, hielt sich damit aber immerhin weit besser als der Markt. Zusätzlich belastete allerdings eine hohe Abschreibung auf die Tochtergesellschaft KONSORTIUM AG.

Auf längere Sicht weist das VH-Depot nach wie vor eine attraktive Rendite weit über den Börsenindizes auf. Dies belegt die Richtigkeit der Strategie des Value-Investing, die Vorstand Georg Geiger seit Jahren konsequent verfolgt. Nach den gleichen Kriterien investiert nun die neue Tochtergesellschaft Value-Holdings International AG (VHI), die auch regelmäßig ihren NAV (Net Asset Value) veröffentlicht. Interessierte Investoren können nun entscheiden, ob sie lieber in die VHI oder aber in die Muttergesellschaft inklusive der übrigen Beteiligungen investieren wollen.

Kontaktadresse

Value-Holdings AG
Donauwörther Straße 3
D-86359 Gersthofen

Tel.: +49 (0) 821 / 57 - 5394
Fax: +49 (0) 821 / 57 - 4575

E-Mail: info@value-holdings.de
Internet: <http://www.value-holdings.de>



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