

## Aktionärsbrief Nr. 8 – Mai 2024

### Geschäftsverlauf 2023

Die ConValue SE hat das Geschäftsjahr 2023 mit einem operativen Verlust von rund 100.000 Euro abgeschlossen – gemäß HGB-Rechnungslegung nach Kosten und Abschreibungen. Die stillen Reserven betragen zum Jahresende 2023 knapp 300.000 Euro. In der Gesamtbetrachtung wurde im Geschäftsjahr 2023 also eine leicht positive Wertschöpfung von rund 200.000 Euro erzielt.

Bekanntlich wurde das Portfolio der ConValue SE im Jahr 2022 – und damit in seinem ersten vollen Geschäftsjahr – schwer getroffen. Trotz einer Cash-Quote von durchweg 25%, entstand ein Verlust von mehr als 4 Mio. Euro. Im Lichte dieses absolut unbefriedigende Ergebnis haben wir uns intensiv mit der Frage beschäftigt, welche Konsequenzen sich daraus für den weiteren Weg der ConValue SE ergeben. Aus unserer Sicht hat sich dabei die Ausgangslage für Anlageentscheidungen seit dem Start der Gesellschaft vor drei Jahren wesentlich verändert. Wir haben heute

- ein deutlich höheres Zinsniveau,
- eine deutlich höhere Kerninflation,
- einen nochmals gestiegenen Anteil an passiven (Large Cap) Index-Investments,
- speziell in Deutschland deutlich erhöhte Energiepreise,
- einen ausgeprägten Rückbau des vormals liberalen Welthandels und
- nach rund 25 Jahren, in denen man wirtschaftlich und politisch von einer „Friedensdividende“ profitiert hat, ist eine „Kriegshypothek“ entstanden (spätestens) durch den russischen Überfall auf die Ukraine.

Auffällig ist zudem der stetig zunehmende Kapitalmarktanteil von in den USA gelisteten Aktien. **2012** betrug die anteilige Gewichtung von US-Aktien am Leitindex **MSCI World 52,1%**, aktuell sind es bemerkenswerte **71,1%**. Die ohnehin geringe Gewichtung **deutscher Aktien** ging seit 2012 **von 3,5%** auf **2,4%** zurück.

Im Zuge der fortschreitenden „Amerikanisierung“ des Aktienmarkts und dem ausgeprägten Trend der Bevorzugung von Large- und Mega-Large-Caps in Form von ETFs haben allein schon statistisch nicht zuletzt auch deutsche Nebenwerte mittlerweile einen schweren Stand. Es fehlt weiterhin das Kaufinteresse der Anleger bei vielen kleineren Werten. **So verlor der MDAX seit Anfang 2022 rund 23% und der SDAX rund 15%**. Anders sieht es im DAX aus: Die in weiten Teilen des vergangenen Jahres anhaltende Nachfrageschwäche wurde ab November von einer massiven Kursrallye abgelöst, **die im Ergebnis seit Anfang 2022 für einen Indexanstieg von 18% sorgte**. Damit ist die über Jahrzehnte verfestigte These zumindest brüchig, dass Small- und Mid-Caps gegenüber den Large-Caps die bessere Wertentwicklung haben.

Bekanntlich folgt unser Investment-Ansatz dem Konzept „**Fokussierung auf Einzelaktien kombiniert mit einer Diversifikation durch selektive Fondsauswahl**“. Hier standen historisch überwiegend Aktien aus den Bereichen Small-Cap und Mid-Cap in unserem Fokus. Die Vor- und Nachteile der ursprünglichen Portfoliostruktur haben wir im vergangenen Jahr mehrfach intensiv diskutiert – mit folgendem Ergebnis:

- Die Selektion der ursprünglich (zu) hoch gewichteten Einzelwerte legen nahe, die qualitativen Kriterien bei der Unternehmensauswahl nochmals grundsätzlich zu verschärfen.
- Wir haben Zweifel, dass das offensichtlich verminderte Interesse an dem Besitz von Nebenwerten und sogenannten Substanzwerten (nur) ein temporäres Phänomen ist.
- Einzelne Aktien (und insbesondere Nebenwerte) in sogenannten **Sondersituationen** hoch zu gewichten sieht einfach aus, ist es realiter aber nicht. Die gesetzliche Verpflichtung alle kursrelevanten Unternehmensinformationen „real time“ zu veröffentlichen, sorgt in der Kombination mit dem 24/7 verfügbaren Newsflow dafür, dass man so gut wie nie einen echten **Informationsvorsprung** hat, sondern im Zweifelsfall nur einen „**Interpretationsvorsprung**“.

Um das Portfolio insgesamt weniger verlustanfälliger zu machen,

- haben wir es breiter und internationaler aufgestellt,
- den Fokus auf (vergleichsweise illiquide) Nebenwerte verringert,
- und sollten wir zukünftig in Sondersituationen investieren – ganz gleich welcher Couleur – müssen nach objektivierbaren Kriterien dieser „Sonderstatus“ auch tatsächlich belegt werden können und zwar in Kombination mit einem besonders stabilen Geschäftsmodell und einer klaren Exitstrategie.

In der Summe muss unserer Anlageprozess noch analytischer, stringenter und in dem generell volatilen Kapitalmarkt im Zweifel auch defensiver werden.

### **Neuausrichtung des Portfolios 2023**

Obwohl wir im Herzen tatsächlich „**Long Term Investors**“ sind, haben wir uns daher angesichts der (zumindest für uns) sichtbaren Veränderungen der internationalen Anlagepräferenzen entschieden, den Umbau des Portfolios weiter fortzusetzen. Die vormals hohe Gewichtung der Small- und Micro-Caps wurde deutlich reduziert und primär im Fondsbereich wesentlich durch (uns durchweg persönlich bekannte) Manager mit internationalen Anlagekonzepten ersetzt (Frauen sind leider nicht darunter).

Rund 35% oder 2 Mio. Euro der Fondsallokation sind aktuell in dem Anfang 2024 gestarteten **Clearway Capital Partners Funds** (CCPF) angelegt. Dieser Fonds konzentriert seine Investments primär auf mittelgroße Unternehmen in Europa mit der Intention des „**Active Ownership**“, will also Unternehmen bei der Erhöhung ihres Shareholder Value unterstützen. Größte Position im CCPF ist aktuell **Glanbia PLC**. Für uns gehört dieses Konzept damit auch in die Rubrik „**Investments in Sondersituationen**“ – allerdings in einem breiten europäischen Kontext. Im Dialog mit CCPF prüfen wir zur Zeit, ob Co-Investments für uns sinnvoll sein könnten.

Die aktuell insgesamt acht sogenannten **aktiven Fonds** sind neben **Glanbia** u.a. an **Berkshire Hathaway**, **FEMSA**, **Spotify**, **VISA**, **American Express**, **L'Occitane**, **Energiedienst**, **Microsoft**, **Alimentation Couche Tard** und **Mercado Libre** beteiligt.

Drei weitere Fonds verfolgen unter Anwendung von vorab definierten Auswahlkriterien einen passiven Ansatz, im Wesentlichen mit dem Ziel den MSCI World Index bzw. den STOXX 50 zu übertreffen. In dieser wohl ausbalancierten Fondsstruktur sind aktuell insgesamt rund **6,7 Mio. Euro** oder knapp 50% unseres Eigenkapitals investiert. Eine ausführliche Darstellung des Geschäftsverlaufs und unserer Markteinschätzung finden Sie im Geschäftsbericht 2023 der ConValue SE, der in Kürze auf unserer Homepage veröffentlicht wird.

Im Bereich der Einzelanlagen befinden sich – in Erwartung von Zinssenkungen und latenter Mietsteigerungen – als zusammen größte Position mit der **LEG Immobilien SE** und **TAG Immobilien AG** zwei große Bestandhalter von deutschen Mietwohnungen im Portfolio. Zudem haben wir im laufenden Geschäftsjahr als neues Investment Aktien der Schweizer **Jungfraubahn Holding AG** erworben (Betreiberin der höchstgelegenen Bahnstrecke in Europa mit mehr als 1 Mio. Kunden im vergangenen Jahr). Weitere Investments befinden sich in intensiver Prüfung. Dafür stehen aktuell noch rund 25% unsers Eigenkapitals von 13,7 Mio. Euro zur Verfügung.

Insgesamt sind wir mit dem Geschäftsverlauf in den ersten fünf Monaten 2024 zufrieden. Auf die genaue Struktur des Portfolios und insbesondere auf die Darstellung der verschiedenen Fonds und ihrer Manager werden wir auf unserer Hauptversammlung am **16. Juli 2024 in Hamburg** im Detail eingehen. Wir freuen uns, Sie dort begrüßen zu dürfen.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Olaf Hein

Volker Lemke