

## Aktionärsbrief Nr. 9 – Dezember 2024

Verehrte Aktionäre,

die ConValue SE wird das laufende Geschäftsjahr 2024 voraussichtlich mit einem positiven Ergebnis (nach Kosten und Abschreibungen) zwischen 0,1 Mio. und 0,2 Mio. Euro abschließen. Im Vergleich zum Vorjahr ist der innere Wert pro Aktie (NAV) von 0,81 Euro auf rund 0,85 Euro gestiegen. Der Anstieg des NAV liegt bei 16,75 Mio. ausstehenden Aktien somit bei etwa 700.000 Euro. Im Lichte der jüngsten Kurskorrektoren und da einige Fonds nur auf Monatsbasis berichten, sind im Zweifel noch einige Abstriche zu machen.

Mit diesem Ergebnis sind wir zwar noch wesentlich von einer – im mehrjährigen Mittel – angestrebten Eigenkapitalrendite von rund 10% p.a. entfernt, gleichwohl sind wir aber operativ ein gutes Stück vorangekommen.

Denn auch das Geschäftsjahr 2024 wurde noch einmal von Abschreibungen in Höhe von mehr als 300.000 Euro belastet, von denen gut 60% allein auf Aktien und eine Wandelanleihe der Laiqon AG entfielen. Mit dem Verkauf dieser – auch mit einer gänzlich anderen wirtschaftlichen Erwartung eingegangenen Beteiligung – ist nun tatsächlich auch die letzte Position der „horribilis five“ (**Corestate Capital, Bauer, Porsche Holding, Havila Kystruten, LAIQON**) aus dem ConValue-Portfolio verschwunden – bzw. nahezu vollständig abgeschrieben (Corestate).

Die Verluste dieser ursprünglich stark übergewichteten Einzeltitel – sowie weitere Verluste durch verschiedene Fonds aus dem Nebenwertebereich – haben die ConValue-Bilanz ebenso stark belastet wie die Nerven des Managements und **von Ihnen, verehrte Aktionäre**.

Nun gibt es im Kapitalmarkt faktisch keine zuverlässigen Prognosen. Der Durchschnitt der Europäischen Finanzelite (30 Finanzinstitute von ABN Amro bis UniCredit) sah vor 12 Monaten den DAX Ende 2024 bei 17.175 Punkten, den S&P 500 bei 4.816 Punkten und den Goldpreis bei 2.111 Dollar. (Quelle [www.boerse.de/boersen-prognosen-2024](http://www.boerse.de/boersen-prognosen-2024))

Insoweit werden auch wir nur sehr vorsichtige Aussagen treffen. Ohne Zweifel können wir aber sagen, dass die Zusammensetzung des Portfolios zum Ende 2024 durch seine breite Streuung unter Einbindung komplementärer Anlagestile **keine erkennbaren Einzelrisiken** mehr beinhaltet. Rund 75% unseres Eigenkapitals sind aktuell in 17 weitgehend komplementär aufgestellte, international anlegende Fonds bzw. fondsähnliche Konzepte investiert. Wir stehen mit verschiedenen der Fondsmanager in regem Austausch und sind durchweg von ihrem bemerkenswert tiefen Verständnis für den Kapitalmarkt beeindruckt. In der Summe geht die gemeinsame Expertise der Fondsmanager weit über das hinaus, was wir allein – mit unserem primär vom deutschen Kapitalmarkt geprägten Verständnis – würden beitragen können.

Wir sind zudem noch in zwei Einzeltitel investiert (**MLP AG und Jungfraubahn AG** – hier ist sicherlich noch Luft nach oben) und halten zudem noch eine Cash Position von gut 2 Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote liegt bei rund 99%.

Das Portfolio ist damit strukturell hoch liquide und wir können auf Marktchancen flexibel reagieren. Diese Konstellation lässt es auch nicht als sonderlich plausibel erscheinen, warum zwischen dem NAV des Portfolios und den Kursen, zu denen (sporadisch) ConValue-Aktien gehandelt werden, eine Differenz von zum Teil mehr als 25% liegt.

Im Geschäftsbericht und auf der nächsten Hauptversammlung (geplant für Mitte Juli 2025) werden wir auf die Portfoliostruktur noch im Detail eingehen.

Der fondslastige Anlageschwerpunkt ist allerdings nicht in Stein gemeißelt, sondern eher eine Momentaufnahme, die u.a. dem fühlbar gesunkenen Interesse der Anlegerschaft an – nicht zuletzt deutschen – Nebenwerten geschuldet ist. Zur Illustration: Der MSCI Europe Small Cap Index ist im laufenden Jahr um 4% gefallen, der MSCI World Small Cap Index dagegen um 14% gestiegen. Der SDax ist in den **letzten fünf Jahren** insgesamt nur um 8% gestiegen, der MDax sogar um 11% gefallen – beide Indices rechnen als Performance-Index sogar noch die ausgeschütteten Dividenden mit ein.

Wir haben in den letzten 12 Monaten sicherlich ein Dutzend Fonds-Präsentationen gesehen, in denen unisono die auffällige „Vernachlässigung“ der europäischen Small Caps beklagt wurde. Gleichzeitig wird die Situation als historisch einmalig günstig eingeschätzt und auf die offensichtliche Aktien-Fehlallokation vieler Anleger hingewiesen. Ähnliche Kommentare gab es übrigens auch bereits Ende 2023.

Es mag sein, dass sich 2025 als die Wiedergeburt der Hausse gerade auch in deutschen Nebenwerten herausstellen wird – darauf wetten würden wir nicht. Es könnte in den letzten Jahren eine Reihe von „**Strukturbrüchen**“ im Anlagerverhalten gegeben haben (wozu sicherlich die zunehmende Präferenz für ETFs und Index-Fonds gehört), die Aktiengesellschaften mit geringer Marktkapitalisierung das Leben schwer machen. Wie man den internationalen Medien entnehmen kann, ist auch Europa – und nota bene Deutschland – nicht mehr der wirtschaftliche Nabel der Welt, der politische ohnehin nicht. Das bleibt offensichtlich nicht ohne Folgen für die Anlage-Präferenzen des internationalen Kapitals.

Damit es keine Missverständnisse gibt, auch wir würden uns über eine Renaissance von Nebenwerten freuen. Unter anderen sind unsere Fonds **Clearway Capital Partners** sowie **Janus Henderson Horizon Global Smaller Companies** und in Teilen auch unsere anderen Fonds, durchaus in Small Caps investiert. Wir glauben allerdings, dass der deutsche Aktienmarkt in diesem Segment mittlerweile keine Besserstellung gegenüber anderen Regionen mehr verdient.

Aber auch wir wissen natürlich nicht – genauso wenig wie die erwähnte Finanzbranche – wie sich die Märkte entwickeln werden. Søren Kierkegaard hat das auf die treffende Formel gebracht: **“Das Leben wird vorwärts gelebt und rückwärts verstanden“**. Das gilt nicht zuletzt auch für die Börse.

Wir wünschen Ihnen einen erholsamen Jahresausklang.

Dr. Olaf Hein

Volker Lemke