



Geschäftsbericht 2022

ConValue SE - Auf einen Blick

Bilanzdaten	2022	2021
in TEUR		
Bilanzsumme	13.520	17.657
Aktiva		
Finanzanlagen	8.768	12.932
Wertpapiere	250	1.078
Forderungen/Sonstiges	32	31
Bankguthaben	4.470	3.616
Passiva		
Eigenkapital	13.465	17.619
Rückstellungen	52	38
Verbindlichkeiten	2	0
Eigenkapitalquote	99,60%	99,79%
Ergebnisdaten	2022	2021
in TEUR		
Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren	-816	433
Jahresergebnis	-4.154	70
Kennzahlen pro Aktie	2022	2021
in EUR		
Eigenkapital ¹⁾	0,80	1,05
Jahresergebnis ¹⁾	-0,2480	0,004
Angaben zur Aktie	2022	2021
Anzahl Aktien ¹⁾	16.750.000	16.750.000

¹⁾ Angabe zum Bilanzstichtag

Brief an die Aktionäre

Der Erfolg hat viele Väter. Der Misserfolg ist ein Waisenkind.

Richard Cobden (1804 – 1865), englischer Nationalökonom

Verehrte Aktionäre,

vor rund zwei Jahren haben wir gemeinsam mit Ihnen die ConValue SE als neue Beteiligungsgesellschaft gestartet. Ihre Unterstützung war dabei genauso beeindruckend wie das Vertrauen, dass Sie in uns gesetzt haben. Daher konnten wir – nur durch persönliche Kontakte – innerhalb von zwei Wochen **rund 17,5 Mio. Euro Eigenkapital** „einwerben“ – ohne die branchenübliche und kostenträchtige Unterstützung eines Finanzdienstleisters. Unsere Freude darüber war dabei so groß wie unsere Erwartungshaltung – gestützt auf die Ergebnisse von mehr als zwei Jahrzehnten intensiven Erfahrungen im Aktienmarkt.

Ihnen jetzt mitteilen zu müssen, dass in diesen zwei Jahren **4,1 Mio. Euro oder 23,5% unseres bzw. Ihres Eigenkapital verloren haben**, ist ebenso enttäuschend wie beschämend. Eine solche Entwicklung hätten wir nicht einmal im Ansatz für möglich gehalten – und andernfalls sicher auch nicht diese Aktiengesellschaft neu gegründet.

Zweifellos wäre ein wesentlicher Teil der Verluste ohne Ukraine-Krieg, hoher Inflation und dramatischen Zinssteigerungen nicht eingetreten. Und gewisse Verluste wären daher sicher auch akzeptabel gewesen. Vermutlich haben Sie auch noch Verständnis, dass wir unsere Portfolioaufbau inklusive der Fondsauswahl an dem wirtschaftspolitischen **Status Quo des Sommers 2021** ausgerichtet haben – denn niemand hat eine Glaskugel. Und auch andere fokussierte Portfolios haben unter den abrupt veränderten Rahmenbedingungen sehr gelitten – wie wir am Ende des Geschäftsberichts noch einmal dargestellt haben.

Tatsächlich sind Indexrückgänge zwischen 15% und 30% an der Börse auch keine Seltenheit. Allein seit 2002 passierte dies z.B. im S&P 500 **bereits neun Mal**. Im Zeitablauf erholt(e) sich der Index aber immer wieder. Und darin liegt auch der entscheidende Unterschied zu den Verlusten in unserem Portfolio. Denn wir haben es hier überwiegend nicht mit den „unvermeidlichen“ Marktschwankungen zu tun, sondern mit **gescheiterten Geschäftsmodellen**. Daher wird auch keine noch so wohlfeile Erklärung uns und Ihnen das in diesen Firmen verlorene Kapital zurückbringen.

Small Caps im Hintertreffen

Ein weiterer Faktor, der unsere Portfolio-Entwicklung spürbar belastet hat, ist die auffällige **„Underperformance“ sogenannter Small Caps** im Vergleich zu Großunternehmen. Eine Vielzahl von Studien (u.a. 1993 **Eugene Fama and Kenneth French Common Risk Factors in the Returns on stock and Bonds**) hat gezeigt, dass kleine Aktiengesellschaften historisch eine Überrendite gegenüber Aktien größerer Unternehmen erzielen. Seit etwa zwei Jahren hat sich dieser traditionelle Renditevorsprung aber nicht nur „verflüchtigt“, sondern in signifikanter Weise umgekehrt.

Besonders eindrücklich zeigt das u.a. die divergierende Entwicklung von DAX und SDAX seit etwa 20 Monaten. Während der **DAX** seitdem um rund **5% gestiegen ist, verlor der SDAX 22%**. Interessanterweise wäre also unser Ergebnis nur unwesentlich besser ausgefallen, wenn wir seinerzeit in die Gesamtheit der 70 durchaus renommierten SDAX-Unternehmen (von **1&1** bis **Zeal Network**) investiert hätten.

Die – man muss schon sagen – dramatische Divergenz ist praktisch weltweit zu verzeichnen In Großbritannien **stiegen** im Jahr 2022 die 10 Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung **um 25%**, während die 10% der Unternehmen mit der niedrigsten Börsenbewertung (Numis Smaller Company Index NSCI) **um 18% fielen**.

Diese für uns ausgesprochen negative Entwicklung war aber tatsächlich nicht absehbar. Denn es ist ja bekannt, dass Expertise, Historie und Anlageideen bei der ConValue SE schwerpunktmäßig im Bereich der sogenannten Nebenwerte verankert sind. Insoweit hat diese Entwicklung uns sowohl bei unseren Einzelwerten als auch bei der Auswahl unserer Fonds getroffen, sofern diese auf Nebenwerte konzentriert sind. Dazu gehören z.B. die Fonds **Berenberg International Mircocaps** sowie **Berenberg European Small Cap** oder der **Paladin One Fonds**.

Über die Gründe für dieser Entwicklung gibt es noch keine gesicherten Erkenntnisse. Es kann aber vermutet werden, dass die Anleger im aktuellen Wirtschaftsumfeld kleinen Unternehmen ein höheres operatives Risiko unterstellen. Es ist auch in der Tat erkennbar, dass gerade kleinere Unternehmen mit überproportional gestiegene Refinanzierungskosten konfrontiert sind.

Zumindest die **DWS** ist hier optimistischer (als wir): *„Innerhalb Europas mögen wir insbesondere Nebenwerte. Sie weisen im langjährigen Vergleich höhere Wachstumsraten, höhere Gewinnmargen und eine höhere Preissetzungsmacht auf, was sich im aktuellen inflationären Umfeld besonders auszahlt. ... Von Mitte 2021 bis Mitte 2022 verloren Europas Nebenwerte mehr als doppelt so viel wie die Standardwerte. Wir gehen jedoch davon aus, dass, zumindest von der Tendenz, der alte Pfad fortgesetzt wird: über 20 Jahre haben Nebenwerte viermal so stark zugelegt wie Standardwerte. (DWS Asset Management: European Small-Caps – Time to shine, 17. April 2023*

Nachruf

So viel also zum Status Quo im Überblick. Aber wenn es auch wenig mehr als ein **post mortem** ist, möchten wir an dieser Stelle nochmal einen Blick in den Rückspiegel werfen. Was wir mit unterschiedlichen Schwerpunkten bereits auch im Lagebericht und den veröffentlichten Aktionärsbriefen getan haben.

Woran hat es also gelegen? Die Antwort ist vordergründig recht einfach: Wir hätten offensichtlich in verschiedene Unternehmen gar nicht investieren dürfen und uns z.B. besser an den Ratschlag von Comedian **Will Rogers** (1879 - 1935) gehalten: *„Don't gamble; take all your savings and buy some good stock and hold it till it goes up, then sell it. If it don't go up, don't buy it.“*

Sofern man kein Comedian ist, sind die Dinge im weitgehend effizienten Kapitalmarkt allerdings deutlich komplexer. Natürlich haben auch wir immer ein – mehr oder minder – plausibles Szenario

vor Augen, warum eine Aktie bzw. ein Unternehmen mehr wert sein sollte, als es aktuell an der Börse kostet. In der Regel finden (auch) wir dann eine Reihe „**notwendige Voraussetzungen**“, warum eine Aktie steigen sollte, aber das sind dann eben noch keine „**hinreichenden Voraussetzungen**“, denn um zu steigen müssen Aktien auch erst einmal gekauft werden. Immerhin findet hier tatsächlich einmal unser rudimentäres Schul-Algebra (Bestimmung von Extremstellen in der Kurvendiskussion) eine sinnvolle Anwendung.

Notwendige Voraussetzungen

Was könnten denn „notwendige Voraussetzungen“ für den Kauf von Aktien eines Unternehmens sein?

Zum Beispiel diese:

- *Eine starke und verteidigungsfähige Marktposition in einem (nicht zyklischen) Wachstumsmarkt*
- *Eine lange Unternehmenshistorie mit Umsatz und Gewinnwachstum*
- *Ein Skalierbares Geschäftsmodell, das Expansionsmöglichkeiten bietet*
- *Eine starke Bilanz mit einer niedrigen Verschuldungsquote im Vergleich zur Höhe des Eigenkapitals*
- *Ein fähiges und visionäres Management Team*

Die Latte liegt damit schon sehr hoch, aber es ist nicht unmöglich solche herausragenden Unternehmen zu finden. Spontan lässt sich z.B. an **Apple, LVMH, Ferrari, Lindt** und **Novo Nordisk** denken – oder näher in der Heimat – die **Rational AG**. Die Crux liegt aber daran, dass sehr viele Anleger von der Qualität genau dieser Unternehmen überzeugt sind und diese entsprechend mit **KGVs zwischen 30 x bis 40 x** bewertet werden. Die Erwartungshaltung an diese Unternehmen der „Champions League“ ist eben auch entsprechend hoch.

Insoweit versuchen wir – wie auch viele andere – primär Unternehmen zu finden, bei denen die Unternehmensqualität deutlich geringer einzuschätzen ist, diese dafür aber auch mit einer fühlbaren niedrigeren Bewertung an der Börse gehandelt werden. Implizit steckt darin die simple Überlegung, dass „billige“ Unternehmen eher im Wert steigen sollten, als dass sich der Wert von „teuren“ Unternehmen noch weiter erhöht.

Die Problematik dieses „Value-Ansatz“ liegt allerdings darin, dass man sich zu stark auf die vordergründig günstige Bewertung des Unternehmens konzentriert und bei der Leistungsfähigkeit des Unternehmens unverhältnismäßige Abstriche macht. Dabei ist es besonders schwierig die Qualität des Managements einzuschätzen.

Besonders enttäuscht wurden wir z.B. von **Vorstand der Bauer AG** (Spezialtiefbau). Bei unserem ausführlichen Unternehmensbesuch im Sommer 2021 in **Schrobenhausen** (Oberbayern) malte der Vorstand die Unternehmensaussichten in rosigen Farben. Diese Aussagen sollten sich in den nächsten 12 Monaten allerdings samt und sonders als Makulatur erweisen.

Besagter Vorstand wurde dann im März 2023 auch folgerichtig „über Nacht“ auf Druck des bekannten Bauer-Großaktionärs **Alfons Doblinger (79)** abberufen. Die Familie Doblinger konnte die Existenz der Bauer AG im laufenden Jahr dann auch nur durch eine weitere umfangreiche Kapitalerhöhung retten und kündigte sogar an, die traditionelle Gesellschaft (gegründet 1790) per Delisting von der Börse zu nehmen. Das bestätigte zwar ex-post unsere Einschätzung über die Vorstands-Qualität, kann aber auch keine Entschuldigung für unser kostspieliges Fehlinvestment sein.

Handwerkliche Fehler

Im Kern sind etwa die Hälfte unserer Verluste – man muss es so schlicht sagen – auf **handwerkliche Fehler in der Unternehmensbewertung und der Beurteilung der Zukunftsaussichten der Unternehmen** zurückzuführen. Auch wenn sich diese Fehler weit weniger negativ ausgewirkt hätten, wären nicht veritable Sturmwolken an der Zinsfront über dem Kapitalmarkt aufgezogen, trifft das berühmte Zitat von Warren Buffett **„It is only when the tide goes out that you learn who has been swimming naked“** leider auch auf das ConValue-Portfolio zu.

Dabei würden wir die z.B. die Verluste in den Aktien der **MLP AG** oder der **Porsche Holding AG**, bei denen wir nicht die Fundamentaldaten, sondern primär die Reaktion der anderen Marktteilnehmer falsch eingeschätzt haben (siehe dazu die ausführliche Darstellung im Lagebericht) ex-post gänzlich anders beurteilen als bei der **Corestate Capital Holding S.A.**, der **Bauer AG** und **Havila Kustruten AB**.

Über unseren mit (deutlichem) Abstand kostspieligsten Fehler, die Beteiligung an der Corestate S.A., haben wir schon verschiedentlich berichtet. Auch darüber, dass schon bei oberflächlicher Betrachtung zahlreiche Fragen zur Bilanz- und Ergebnisqualität aufgetaucht sind. Gleichwohl kamen dabei verschiedene Faktoren zusammen, die wir angesichts ihrer „Toxizität“ und des Lerneffekts (für uns) hier noch einmal zusammenfassen. Mehr haben wir dann zur Causa Corestate - **außer RIP** - auch nicht zu sagen.

Die Corestate S.A. war nicht auf dem „Anlage-Radar“ des Vorstands aufgetaucht, sondern wurde uns als „Sondersituation“ in einem kurzen Zeitfenster von sehr erfolgreichen Netzwerk-Partnern vorgestellt. Insoweit handelt es sich nicht um eine Anlageidee, die sich im Zeitablauf herauskristallisiert hatte (und deshalb natürlich trotzdem falsch sein kann), sondern um eine **binäre Entscheidung** mit kurzem „Verfallsdatum“. Grundsätzlich besteht in einer solchen Situation die latente Gefahr, sich die offensichtlich plausiblen Ansichten des wohlmeinenden Mitstreiters vorschnell zu eigen zu machen, - hat dieser doch anscheinend (oder scheinbar?) die Sachlage bereits gründlich geprüft.

Die rote Lampe, die schon bei oberflächlicher Betrachtung der Gesellschaft Ende September 2021 aufleuchtete, mündete in der Frage, wie die Gesellschaft gedachte, in den nächsten 15 Monaten ihre ausstehenden (Wandel-)Anleihen im Volumen von **500 Millionen Euro** zu tilgen. Mit der Aussage „durch Rückzahlungen aus dem Cash-Flow und einer Verlängerung der Laufzeit“ gaben wir uns (vorschnell) zufrieden. Als wir noch erfuhren, dass sich bereits eine Reihe prominenter Geschäftsleute für ein Investment in Corestate entschieden hätten und auch noch eine operative

Einflussnahme dieser Aktionärsgruppe im Raum stand, wollten wir uns diese „Gelegenheit“ nicht entgehen lassen.

Im Ergebnis ein ebenso bedauerlicher wie klarer Fall eines **Confirmation Bias**, – was in der Kognitionspsychologie die Neigung bezeichnet, *Informationen so auszuwählen, zu suchen und zu interpretieren, dass diese die eigene Erwartungshaltung bestätigen.*

Chance und Risiko

Bleibt die Frage, warum wir gleich 8% unseres (damaligen) Eigenkapitals bei Corestate investiert haben? Nun, – vordergründig scheint die Antwort klar zu sein: Wir hatten einen „**easy home run**“ vor Augen. Dazu kam sicher auch **Fear of Missing out (FIMO)** und unglücklicherweise noch ein gut gefülltes Bankkonto – gehen Sie also nicht hungrig zum Einkaufen in einen Supermarkt.

Tatsächlich gibt es allerdings noch einen weiteren Aspekt, den wir an dieser Stelle allerdings nur streifen können. Wer sich intensiver mit der Historie von sehr erfolgreichen Investoren beschäftigt, wird schnell erkennen, dass auch diese in Ihrer Karriere keinesfalls konstant ein Portfolio mit überdurchschnittlich erfolgreichen Aktien besaßen. Warren Buffett oder George Soros sind nicht unermessliche reich geworden, weil sie seit Jahrzehnten begnadete „Stockpicker“ sind.

Was diese und andere Herren (Damen sind hier leider kaum bekannt) allerdings auszeichnete, ist ihre Fähigkeit, in Situationen, in denen sie sich ein ungewöhnlich günstiges Chance-Risiko-Verhältnis ausrechnen, weit überdurchschnittlich hohe Summen – relativ zu ihrem verfügbaren Kapital – in einzelne Aktienkäufe zu investieren.

Mohnish Pabrai stellte jüngst in einem sehenswerten Vortrag an der University of Nebraska, unter dem Titel „**Circle the Wagons**“ die These auf, dass Warren Buffett in seiner langen Laufbahn Beteiligungen an mehr als 200 Unternehmen erworben hätte. **Nur etwa 4%** davon wären für den Löwenanteil seines Erfolges verantwortlich gewesen („*Moved the needle*“ wie Mr. Pabrai es nennt). Insoweit ist es durchaus folgerichtig (wie insbesondere auch professionelle Pokerspieler bestätigen werden), in aussichtsreichen Konstellationen überdurchschnittlich hohe Beträge zu investieren. Nur muss man dann auch die Fähigkeit haben, dass (Verlust-)Risiko auch richtig einzuschätzen.

Welche Erkenntnisse bleiben?

Wie Eingangs schon geschrieben, müssen wir in jeden Fall akzeptieren, dass zumindest in unseren Einzelwerten der ganz überwiegende Teil der ausgewiesenen Abschreibungen unwiederbringlich verloren ist. Final realisiert haben wir z.B. die Verluste bei der Bauer AG und bei bedeutenden Teilen der Berenberg Fonds. Die 155.000 Aktien der Corestate SA sind weiterhin im Bestand, wenn auch nur noch mit einem symbolischem (Kurs-)Wert. Aber vielleicht findet sich ja noch mal ein (Mantel-)Käufer, der zumindest mit dem **neunstelligen Verlustvortrag** etwas anfangen kann.

Eine finale Antwort auf die weitere strategische Ausrichtung der ConValue SE gibt es noch nicht – „**All options are on the table**“ wie es so schön heißt. In jedem Fall sollten Sie den Eindruck gewonnen haben, dass wir intensiv darüber nachdenken, welche weiteren Möglichkeiten sich für die Gesellschaft im Aktienmarkt anbieten. In der aktuellen Konstellation allein den deutschen Markt nach

versteckten Perlen abzusuchen, wird nicht reichen – und andere können das offensichtlich besser. Wir beurteilen die Chancen dafür auch weniger zuversichtlich als z.B. die DWS.

Wir halten nach wie vor rund 25% des Portfolios in Cash (bzw. Termingeld) und sind auch angesichts der weiterhin hohen Fonds-Beteiligungsquote flexibel aufgestellt. Sollten sich Optionen abzeichnen, die zum Wohle aller Aktionäre einen Mehrwert versprechen, werden wir diese sorgfältig prüfen. Der zweite Aufschlag muss ins Feld, einen Doppelfehler können wir uns nicht leisten.

In der Zwischenzeit halten wir uns an die Aussage von GMO-Gründer **Jeremy Grantham (* 1938)** aus dem Jahre 2003: *„Major bubbles and busts are the only very important events in investing. The rest of the time, you show up for work, do a competent job, keep your nose clean, and everything works out okay because nothing much is happening. In a major bubble everything changes, stock picking fades into relative insignificance and asset and sector mix dominates completely.“*

Mit freundlichen Grüßen

Olaf Hein

Volker Lemke

LAGEBERICHT DER CONVALUE SE, FRANKFURT AM MAIN, FÜR DAS GESCHÄFTSJAHR 2022

I. GRUNDLAGEN DES UNTERNEHMENS

1. Unternehmensstruktur und Geschäftsmodell

Die ConValue SE hat ihren satzungsmäßigen Sitz in Frankfurt am Main, der Geschäftssitz ist in Hamburg.

Die Gesellschaft konzentriert sich auf den Erwerb und die Veräußerung sowie Verwaltung von Beteiligungen an Kapital- und Personengesellschaften.

Die nicht strategischen, operativen Funktionen sind an externe Dienstleister vergeben, die für ihre Leistungen fixe Vergütungen erhalten. Hierdurch hat die ConValue SE eine schlanke Organisationsstruktur und die Fixkosten der Gesellschaft werden auf ein erforderliches Mindestmaß reduziert.

2. Leitung und Kontrolle

Die ConValue SE wird eigenverantwortlich vom Vorstand geleitet. Der Vorstand besteht aus zwei Personen. Schwerpunktaufgaben des Managements sind die strategische Steuerung des Unternehmens, das Risikomanagement und die Finanzberichterstattung.

Der Vorstand arbeitet eng mit dem Aufsichtsrat zusammen, der in alle wesentlichen Entscheidungen eingebunden ist. Der Aufsichtsrat besteht aktuell aus vier Mitgliedern, die zusammen über jahrzehntelange Erfahrung im Kapitalmarkt verfügen.

Vorstand und Aufsichtsrat legen besonderen Wert auf den persönlichen Meinungsaustausch mit ihren Aktionären und professionellen Investoren aus ihrem Netzwerk.

3. Ziele und Strategien

Unser Investment-Ansatz folgt dem Konzept „**Fokussierung auf Einzelaktien kombiniert mit einer Diversifikation durch selektive Fondsauswahl**“.

Die ConValue SE beteiligt sich mit einer **mittel- und langfristigen Perspektive** überwiegend an börsennotierten Unternehmen, die einem bestimmten Anforderungsprofil entsprechen. Dazu gehören:

- Langfristig ausgerichtete Unternehmensziele, die vom Management transparent kommuniziert werden
- Geschäftsfelder, die nicht von kurzen Innovationszyklen dominiert werden
- Hohe Eintrittsbarrieren für den relevanten Markt und das Geschäftsmodell

- Die Möglichkeit Marktanteile in einem Konsolidierungsprozess zu gewinnen
- Die Möglichkeit Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite an die Verbraucherpreise anpassen zu können
- Ein hohes Maß an Identifikation des Managements mit „seinem“ Unternehmen
- Offene und nachvollziehbare Kommunikation des Managements mit seinen Aktionären
- Hinreichend solide Bilanzverhältnisse
- Eine im historischen Vergleich angemessene Unternehmensbewertung
- Attraktive (Wieder-)Anlagemöglichkeiten für den erwirtschafteten „Free Cash Flow“

Wesentlicher Bestandteil des Anlagespektrums ist auch ein breit diversifiziertes Portfolio von Fondsbeteiligungen. Hier stehen historisch erfolgreiche Fonds-Manager/Innen überwiegend aus dem Small und Mid Cap Bereich in unserem Fokus, mit denen wir einen persönlichen Gedankenaustausch pflegen und mit deren Anlagephilosophie wir uns identifizieren können.

II. WIRTSCHAFTSBERICHT

1. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen im Jahr 2022

Das (preisbereinigte) Bruttosozialprodukt stieg im Jahr 2022 um 1,8 % gegenüber dem Vorjahr. Dabei verlief die Entwicklung in den einzelnen Wirtschaftsbereichen sehr unterschiedlich: Besonders stark zulegen konnten nach dem Wegfall nahezu aller Corona-Schutzmaßnahmen die Kreativ- und Unterhaltungsbranchen (+6,3 %). Auch die Wirtschaftsbereiche Verkehr und Gastgewerbe profitierten von der eintretenden Normalisierung. Der Bereich Information und Kommunikation knüpfte an seine langjährige, nur im ersten Corona-Jahr 2020 gebremste Wachstumsentwicklung an und verzeichnete ebenfalls einen deutlichen Zuwachs (+3,6 %).

Im wichtigen Baugewerbe, das vergleichsweise gut durch die Corona-Krise gekommen war, wirkten sich der Material- und Fachkräftemangel vor allem im Hochbau und bei Wohnbauten negativ aus. Zusammen mit den zunehmend schlechteren Finanzierungsbedingungen kam es in der 2. Jahreshälfte verstärkt zu Auftragsstornierungen gewerblicher und privater Bauvorhaben und damit im Ergebnis zu einem deutlichen Rückgang der Wirtschaftsleistung im Gesamtjahr (-2,3 %).

Vor allem in der ersten Jahreshälfte 2022 litt auch das Verarbeitende Gewerbe – wie schon im Jahr 2021 – unter gestörten internationalen Lieferketten. Hinzu kam der massive Anstieg der Energiepreise infolge des Kriegs in der Ukraine.

Die staatlichen Haushalte beendeten das Jahr 2022 nach vorläufigen Berechnungen mit einem Finanzierungsdefizit von 101,6 Milliarden Euro. Das waren knapp 33 Milliarden Euro weniger als im Jahr 2021 (134,3 Milliarden Euro). Die Entlastungen des Staatshaushalts durch die auslaufenden Corona-Maßnahmen wurden von neuen Belastungen durch die Energiekrise infolge des Angriffskriegs in der Ukraine überlagert.

Zur Unterstützung der Verbraucher und der Wirtschaft brachte die Bundesregierung unter anderem drei Entlastungspakete auf den Weg, um den extrem steigenden Energiekosten entgegenzuwirken. Die Entlastungspakete führten zu höheren Staatsausgaben, die überwiegend vom Bund finanziert wurden: Das Defizit des Bundes (-117,6 Milliarden Euro) war im Jahr 2022 genauso wie im Jahr 2021 etwas höher als das Defizit des Staates insgesamt. Gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt errechnet sich für den Staat im Jahr 2022 eine Defizitquote von 2,6 %, die damit deutlich niedriger war als in den beiden vorangegangenen Jahren.

Die **Inflation** in Deutschland ist im Jahr 2022 so hoch ausgefallen wie noch nie. Die Verbraucherpreise erhöhten sich nach den Angaben des Statistische Bundesamtes um durchschnittlich 7,9%. Ein größeres Plus hat es im wiedervereinigten Deutschland noch nicht gegeben. Die alte Rekordmarke für Westdeutschland von 7,6% aus dem Jahr 1951 wurde ebenfalls übertroffen. Im Vorjahr hatte die Inflation bei 3,1% gelegen.

2. Das Börsenjahr 2022

Anleger mit einer langen Historie sind mit Superlativen eher zurückhaltend, auch bei der Bewertung des vorangegangenen Jahres – zumal in jüngerer Vergangenheit viele davon mit dem Prädikat „**außergewöhnlich**“ versehen wurden. Denken wir nur an die Hochzeit der Corona-Pandemie im Jahr 2020. Gleichwohl war an den internationalen Kapitalmärkten das Börsenjahr 2022 an Herausforderungen kaum zu übertreffen.

Die Krise erscheint uns längst als Dauerzustand, die Ausnahme als Regel. Insofern ordnet sich das Jahr 2022 nahtlos in die Reihe herausfordernder, mitunter verstörender Jahrgänge ein. Das Besondere am vergangenen Jahr ist die Vielzahl einander bedingender und sich verstärkender Krisen gewesen. Und so gehörte das vergangene Jahr zusammen mit dem Jahren 2002 (endgültiges Platzen der Dotcom-Blase) und 2008 (Finanzmarktkrise) zu den verlustreichsten der jüngeren Kapitalmarktgeschichte.

Der Jahresverlauf war mit dem Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine von einem sogenannten externen Schock geprägt, in dessen Folge sprunghaft steigende Energie- und Nahrungsmittelpreise zu einem Inflationsniveau führten, welches es in Deutschland seit 1951 nicht mehr gegeben hat. In den USA und den anderen Europäischen Staaten kam es im Jahresverlauf vorübergehend sogar zu zweistelligen Preissteigerungsraten, was seit den 1970er Jahren nicht mehr registriert wurde. Durch das lange unterschätzte Wiedererwachen der Inflation kamen die Notenbanken zunehmend unter Druck. Nachdem Preisrisiken viele Jahre keine wesentliche Rolle an den Kapitalmärkten gespielt hatten, mussten die Zentralbanken stärker – und vor allem schneller – als zu Jahresbeginn erwartet, auf die „geldpolitische Bremse treten“. Die US-Notenbank FED beispielsweise erhöhte im abgelaufenen Börsenjahr siebenmal die Zinsen von 0,25% auf 4,5%. Auch die europäische Notenbank EZB erhöhte im Jahr 2022 ihre Leitzinssätze in vier Schritten um jeweils insgesamt 250 Basispunkte und setzte diesen restriktiven Kurs im Jahr 2023 weiter fort.

Die höheren Leitzinsen sowie der Liquiditätsentzug („Ende der Politik des „Quantitative Easing“ belasteten Aktien und Anleihen gleichermaßen. Zusätzlich drückten die chinesische Zero-Covid-

Politik, die anhaltenden Lieferkettenprobleme sowie Befürchtungen einer anhaltend hohen Inflation und in deren Folge einer drohenden Rezession auf die Stimmung der Anleger.

Im Zuge dieser Entwicklungen verloren sowohl Aktien als auch Anleihen deutlich an Wert, und zwar in nahezu allen Ländern. Lediglich Gold und Rohstoffe konnten einen Wertzuwachs verzeichnen, wenngleich aus unterschiedlichen Gründen. Gold profitierte von seinem Status als Inflationsabsicherung und „Krisenwährung“, während der Ölpreis u.a. aus Sorge vor Energie-Engpässen als Folge des Ukraine-Krieges zulegte.

Die erwachende Inflation und die steigenden Geldmarktzinsen belasteten naturgemäß am stärksten die Rentenmärkte, wie die zeitweise „explodierende Volatilitäten“ zeigten, waren aber auch für alle anderen Assetklassen ein Problem. **So ging im Jahr 2022 die Korrelation fast aller (liquiden) Assetklassen gegen eins**, denn der Zinsanstieg und damit die Wertverluste an den Rentenmärkten rissen alle Risiko-Assets mit nach unten.

In der Summe verzeichneten nahezu alle Kapitalanlagen im vergangenen Jahr eine negative Wertentwicklung, eine Situation, die man nicht eben häufig erlebt. Normalerweise (wie auch in den Krisen 2002 und 2008) sind Staatsanleihen als „risikofreie Anlage“ die bevorzugte Anlagealternative bei der Flucht aus Risiko-Assets. In diesem Jahr ging die Krise wegen der Inflation und der restriktiven Geldpolitik aber von den (Staats-) Anleihen aus und löste in der Folge den Ausverkauf bei Aktien und Immobilien aus.

So war 2022 ein schlechtes Jahr für hochkapitalisierte Aktien und ein sehr schlechtes für kleinere börsennotierte Unternehmen aus der zweiten und dritten Reihe. Für Anleihen war es tatsächlich ein katastrophales Jahr. Angeführt wurden die Verluste dabei vom **Nasdaq 100**, der ein Drittel seines Wertes einbüßte, während der europäische **Stoxx 600**, gedämpft von einem schwachen EUR (-6% gegenüber USD) nur um 13% fiel. **Der FTSE Global 100 Aktienindex** fiel um 22,3%, was den stärksten Rückgang seit 2008 bedeutet.

Euro-Staatsanleihen verloren im Schnitt 18% und langlaufende Staatsanleihen verloren teilweise mehr als 50% an Wert. Eine Anfang Januar 2022 begebene **zehnjährige deutsche Bundesanleihe** verlor mehr als 20%, 30-jährige Papiere fast 50% und selbst fünfjährige Bundesobligationen (die klassischen Witwen- und Waisenpapiere) fielen um 11%. So spricht man auch von den größten Verlusten im Anleihemarkt in einem Kalenderjahr **seit mehr als 200 Jahren**. Die berühmte hundertjährige **Österreich Euro-Anleihe 2017 mit einem Coupon von 2,1 %** – zu 100% emittiert – stieg im April 2021 bis auf **225%** und wird nun zwei Jahre später bei nur noch **60% (!)** gehandelt.

In gewisser Weise spiegelten die sich die Gesetzmäßigkeiten im Anleihemarkt auch im Aktienmarkt wider. Unternehmen, deren Erreichen der Profitabilitätsschwelle noch deutlich in der Zukunft liegt (**die Hoffnung stirbt bekanntlich zuletzt**) verloren dramatisch an Wert. Das ist auch plausibel. Vereinfacht gesagt errechnet sich der Wert eines Unternehmens aus der Summe seiner (diskontierten) Cash-Flows über die Lebenszeit des Unternehmens. Je weiter sich der (positive) Cash-Flow in die (ferne) Zukunft verlagert, desto höher/länger muss der Cash-Flow (mit dem aktuell gestiegenen Zinssatz) diskontiert werden – und damit verlängert sich auch der

Rückfluss des investierten Kapitals. Diese sog. Duration stellt den durchschnittlichen Zeitraum dar, bis das investierte Geld vollständig an die Investoren zurückgeflossen ist. Folgerichtig führten stark gestiegenen Zinsen zu einem deutlichen Rückgang der Bewertungskennzahlen. So erklärt sich auch der Jahresverlust von 33 % des sehr hoch bewerteten **NASDAQ Composite Index**.

Es ist bemerkenswert, dass die Kursverluste in den Indices der hochkapitalisierten (profitablen) Unternehmen deutlich geringer ausfielen als bei kleineren Unternehmen. Hier mag die veränderte Risikoeinschätzung für kleinere Unternehmen eine Rolle spielen. Der globale Aktienindex **MSCI World** verzeichnete ein Minus von rund 18%, der **Dow Jones** minus 9%, **der S&P 500** minus 19%, der **Nikkei 225** minus 11%, der **Euro Stoxx 50** ebenfalls minus 11%, der **DAX** minus 12%. Auffällig ist der Kontrast zu **MDAX** minus 28% und **SDAX** minus 27%.

3. Geschäftsverlauf 2022

Anleger haben in den letzten 18 Monaten eine sehr turbulente Zeit durchgemacht. Eine durch den anhaltenden Krieg in Europa verursachte Energiekrise, hohe Inflation weltweit, kontinuierliche Leitzinserhöhungen und eine kurzzeitig drohende Bankenkrise haben ein Umfeld geschaffen, das viele Ungewissheiten birgt.

Bereits im Lagebericht des Geschäftsjahres 2021 haben wir darauf hingewiesen, dass wir für das Jahre 2022 **ein deutlich negatives Ergebnis erwarten**, da unser Wertpapier-Portfolio, das wir primär im 2. Halbjahr 2021 zusammengestellt haben, für die dargestellten Marktturbulenzen denkbar schlecht gerüstet war. Insoweit ist auch das äußerst enttäuschende operative Ergebnis von **minus 4,1 Millionen Euro** im Geschäftsjahr 2022 die direkte Konsequenz unserer verfehlten Aktienauswahl.

Es ist in diesem Jahresrückblick daher nicht nur unsere Verpflichtung, sondern auch unser Bedürfnis, zu erläutern, warum und wie diese Verluste eingetreten sind. Dazu noch einige Anmerkungen: Die Zusammenarbeit zwischen Vorstand und Aufsichtsrat ist bei der ConValue SE ungewöhnlich eng. Es vergeht keine Woche, in der nicht mehrere (Telefon-)Gespräche zwischen Vorstand und Aufsichtsrat stattfinden und/oder Informationen ausgetauscht werden. Wir verstehen uns daher im besten Sinne als Team im Rahmen der Anlageentscheidungen. Gleichwohl respektieren wir aber auch die historisch erworbenen Fachkenntnisse des Einzelnen. Insoweit reflektiert die Zusammensetzung des ConValue-Portfolios auch individuelle Anlagevorschläge einzelner Organmitglieder. Auch wenn wir damit bislang offensichtlich (noch) nicht erfolgreich waren, ist und bleibt diese Konstellation die DNA der Gesellschaft. Und das nicht ohne Grund: **„The same traits needed for huge success are the same traits that increase the odds of failure. We should be careful praising winners or criticizing failures, because they often made similar decisions with different degrees of luck.“** (Morgan Housel)

Nun tendieren Portfolio-Manager in verlustreichen Jahren dazu – in einer Art reflexartigem Selbstschutz – ihren Investoren eine Reihe von Erklärungen anzubieten, warum dieses oder jenes – trotz tiefgründiger Analyse – nicht geklappt hat. Die unglücklichen Entwicklungen lagen eben außerhalb seiner/ihrer Kontrolle, langfristig sei mit dem Portfolio allerdings alles in Ordnung.

Das mag tatsächlich so sein – dies sind aber gleichwohl wenig mehr als Binsenweisheiten und für den Anleger keine Hilfe. Wer glaubt, er/sie kann Kursentwicklungen „kontrollieren“ und die Zeit heilt alle Wunden bzw. Sünden, der dürfte in diesem Geschäft nicht der/die Richtige sein. Das Einzige, was die Zeit wirklich macht: *„Sie deckt schonungslos die Wahrheit auf.“ (Seneca – „de Ira“)* In dem Zusammenhang passt auch: *„People don't get what they want or what they expect from markets, they get what they deserve.“ (Bill Bonner, US-amerikanischer Journalist und Autor)*

Schwierige Rahmenbedingungen zum Start

Und damit zurück zum Thema: Zweifellos waren die Rahmenbedingungen **Mitte 2021** als Startzeitpunkt für Aufbau unseres Aktienportfolios **ex-post** nicht eben glücklich. Denn Aktien waren vergleichsweise „teuer“ – von Anleihen oder Immobilien gar nicht zu reden. Doch die Stimmung war ebenso gut wie die Konjunkturlage, die Inflationsrate lag bei 1,6% (ohne Energiepreise) und der **10-jährige Hypothekenzins lag laut Monatsbericht der Dt. Bundesbank aus dem Juni 2021 bei rund 1,0%**. Auch sechs Monate später war man **für das Jahr 2022** noch zuversichtlich: *„Ein bis zum Sommer oftmals ängstlicher globaler Aktienmarkt mit Seitwärtsbewegungen, auf den ein sehr starker Markt im Herbst und Winter folgt, der per Saldo 2022 für zweistellige Zuwächse sorgt – Aussage der renommierten Schweizer Handelszeitung am 8. Januar 2022.* Und so wird man sich auch keinen Vorwurf machen können, den historischen Zinsanstieg, den Ukrainekrieg oder das Ende der günstigen Gaslieferungen nicht vorhergesehen zu haben.

Das kann aber keine Entschuldigung für die handwerklichen Fehler sein, die begangen wurden. Denn wir hätten – wohl mit der Ausnahme Havila Kystruten AB – mit einer weitsichtigeren Einzelanalyse und einem besseren Verständnis für die fiskalpolitischen Rahmenbedingungen das Portfolio der ConValue SE im Startzeitpunkt anders ausrichten können, **im Prinzip sogar müssen**. Mit einem anfänglichen Kassenbestand von rund 17 Mio. Euro – der ja auch angelegt werden wollte – und einigen schnellen Erfolgen **im Spätherbst der Post-Corona Super-Hausse** haben wir es uns aber offensichtlich zu leicht gemacht – und mitunter das wichtige Postulat des **Second-Level Thinking** außer Acht gelassen. Und leider stimmt auch: *„Past performance increases confidence more than ability.“ (Morgan House)*

Als „Fallstudie“ haben wir an dieser Stelle im Lagebericht einmal anhand der **Porsche Holding AG** dargelegt, was passieren kann, wenn man das „Second-Level-Thinking“ nicht hinreichend beachtet.

Buy the Rumor – sell the News

Schon Ende Februar 2021(!) schrieb das Manager Magazin (unter Berufung auf „Insider“), die Volkswagen AG prüfe offenbar den Börsengang seiner legendären Sportwagen-Tochter Porsche. Volkswagen erwäge diverse Möglichkeiten, den Börsenwert zu erhöhen. Dazu gehöre mittelfristig auch eine Börsennotierung der Sportwagen-Tochter – allerdings würde man höchstens 25 Prozent der Anteile abgeben. Dies entspräche einem Wert von 20 bis 25 Milliarden Euro.

In weniger als vier Wochen nach dem Erscheinen des Artikels im Manager Magazin stieg daraufhin der Kurs der Porsche Holding AG im März 2021 von 60 Euro auf rund 90 Euro, – leider war die ConValue SE zu dem Zeitpunkt noch nicht am Start. Aber auch auf dem gestiegen Kursniveau schien der Kurs der Porsche-Holding noch ansprechendes Potential zu bieten – sollte doch allein die Porsche AG als gelistete Gesellschaft mit bis zu 100 Mrd. Euro bewertet werden. (Was sich auch als bemerkenswert präzise Vorhersage entpuppen sollte – bei einem aktuellen Kurs von ca. 110 Euro und 911 Mio. ausstehende Aktien).

Und so erwarb auch die ConValue SE einige tausend Aktien der Porsche Holding AG zu etwa 81,50 Euro – um zumindest indirekt – sicher eine Beteiligung an den potentiell gesuchten Aktien der Porsche AG zu bekommen. Die Porsche Holding SE hatte sich – dank ihres Einflusses im VW-Aufsichtsrat – nämlich ein Paket von 25,1% der (unnotierten) Stammaktien für 86,50 Euro pro Aktie an der Porsche AG gesichert. Experten halten den Erwerb einer Sperrminorität an die (Stamm-) Aktien der Sportwagen-Ikone für rund 10 Mrd. Euro (perspektivisch auch noch finanziert durch die üppige VW-Dividende) für eine absolute Occasion. Im Ergebnis kann damit die Volkswagen AG, welche weiterhin die restlichen 75 Prozent der Stammaktien hält – keine wichtigen Entscheidungen bei der Porsche AG mehr ohne die Zustimmung der Familie Porsche und Piech treffen.

Erwartung versus Realität

Alles schien also auf einem guten Wege zu sein: Mit dem Börsengang der Porsche AG am 28. September 2022 wurden „Value-Investoren“ allerdings mit der grimmigen Realität konfrontiert. Obwohl der Porsche-IPO mit markanten Kurssteigerungen von gut 35 % ein großer Erfolg war, - der sich in der Theorie auch in der impliziten Wertsteigerung der Porsche Holding hätte niederschlagen sollen, trat genau das Gegenteil ein. Im gleichen **Maße** wie die „Sportwagen-Aktien“ der Porsche AG stiegen, wurden die Aktien der Porsche Holding SE „brutal abverkauft“. Allein in den beiden Tagen nach dem IPO verlor die Porsche Holding rund 15 % an Kurswert.

Was vordergründig nicht zu verstehen ist, erschließt sich vielleicht im Ansatz auf den zweiten Blick. Offensichtlich halten institutionelle Investoren die Aktien der Volkswagen AG, die wie ausgeführt zu 31% der Porsche Holding gehören, für extrem unattraktiv, – trotz Tochtergesellschaften wie Audi, Lamborghini, Bentley, Traton (!) und nota bene Porsche.

Auch wenn es in der „Sum of the Parts“ Kalkulation widersinnig ist, flüchteten die Investoren offensichtlich bei der sich durch den Börsengang bietenden Gelegenheit aus dem VW-Automobil-

Konglomerat in die reine Sportwagen-Aktie. Im Ergebnis tausch(t)en sie damit die VW-Aktie mit einem KGV von 4,5 und einer Dividendenrendite von mittlerweile 5% gegen die Aktie der Porsche AG mit einem KGV von 18 und einer Dividendenrendite von 0,9%. Auf der Zunge zergehen lassen sollte man sich, dass der ganze VW-Konzern – abzüglich der Marktkapitalisierung von rund 75 Mrd. seiner Beteiligung an der Porsche AG – mit genau Null (!) bewertet wird.

Feinsinnigere Investoren haben diese Entwicklung vermutlich kommen sehen und einen weiten Bogen um die Aktien der Porsche Holding gemacht. Wir leider nicht – und allein diese Fehleinschätzung hat uns und Sie rund 2% unseres Eigenkapitals gekostet oder den Listenpreis – und das tut dem Connaissanceur besonders weh – von zwei Porsche 911 Carrera GTS Cabrios.

Auf weitere verlustreiche Investments im Geschäftsjahr 2022 haben wir bereits verschiedentlich berichtet. Im Mittelpunkt stand dabei primär der Niedergang der Corestate Capital Holding S.A., welcher rund 9% unseres knappen Eigenkapitals verzehrt hat. Allein die acht Ad Hoc-Meldungen dieser Gesellschaft seit November 2022 weisen auf die nach wie vor äußerst komplexe Gemengelage der Anleihegläubiger der Gesellschaft hin, die mittlerweile die Aktienmehrheit vertreten. Anerkennen sollte allerdings man, dass man intensiv an einer Neuausrichtung der Gesellschaft arbeitet. Aber unabhängig davon wird uns das Investment in die Corestate SA (hoffentlich) als warnendes Mahnmal einer grob verunglückten Investitionsentscheidung immer vor Augen bleiben.

Fondsbeteiligungen

Eingedenk der Herausforderung in einem zunehmend komplexeren Kapitalmarkt ein Portfolio aus dem Stand neu aufzubauen, haben wir von Beginn an auch auf eine breite Beteiligung an verschiedenen Fonds gesetzt. Hier stehen historisch erfolgreiche Fonds-Manager/Innen in unserem Fokus, mit denen wir einen persönlichen Gedankenaustausch pflegen und mit deren Anlagephilosophie wir uns identifizieren können. Dabei darf man das „Outsourcing“ eines Teils unseres Anlagevermögens durchaus als Experiment betrachten. Die Motivation dafür beruht auf der Überlegung, dass qualifizierte Fondsmanager mit einem überzeugenden Track-Record mit ihrer (weitgehend unkorrelierten) Aktien-Selektion einen Mehrwert für unser Portfolio erwirtschaften können.

Bei der Fondsauswahl haben wir primär folgende Kriterien beachtet:

- Der Anlagestil des Fondmanagers soll unserer grundsätzlichen Value-Orientierung entsprechen.
- Wir möchten den/die Fondsmanager persönlich kennen.
- Der Fondsmanager sollte völlig unabhängig arbeiten können und eigenes Kapital in seinem Fonds investiert haben.
- Der Fondsmanager sollte seine Anleger mit gehaltvollen und reflektierenden Berichten informieren.
- Der Fondsmanager soll über einen mehrjährigen Track-Record verfügen und in einem Zeitintervall von bis zu fünf Jahren besser als 80% seiner Peergroup abgeschnitten haben.

Ob die sicher unkonventionelle „Beimischung“ der Fonds in das ConValue-Portfolio einen Mehrwert erzielt hat, können wir noch nicht abschließend beurteilen. Zum einen ist die durchschnittliche

Haltedauer seit den Käufen im Schnitt vor 12 bis 18 Monaten für eine fundierte Beurteilung noch nicht ausreichend. Weiterhin haben wir mehrere Fonds im Jahr 2021 in der Nähe ihrer historischen Höchststände gekauft, die mittlerweile vielfach deutlich unterschritten wurden.

In dem Zusammenhang wollen wir uns in dem folgenden Exkurs noch einmal mit der Fragestellung auseinandersetzen, **in welchem Zeitpunkt seiner Entwicklung man einen Fonds idealerweise kaufen sollte**. Beim Erwerb einer Aktie analysiert man ja eine Vielzahl von Punkten, zu denen u.a. die Unternehmens- und Branchenentwicklung, das Wettbewerbsumfeld, die Unternehmensbewertung und nicht zuletzt den Aktienkursverlauf gehören. Regelmäßig versucht man dazu einen „günstigen“ Kaufpreis abzapfen – beschäftigt sich also auch intensiv mit dem aktuellen Kurs im Vergleich zu seinem historischen Verlauf.

Bei dem Erwerb eines Fondsanteils ist das grundsätzlich anders: Auch wenn einem die Zusammensetzung der Einzelaktien in einem Fonds im Grundsatz bekannt ist, investiert man primär in die Anlagephilosophie des Fondsmanagers und nicht in die stichtagsbezogene Zusammensetzung seines Fonds. **Bildlich gesprochen wettet man dabei nicht auf das Pferd, sondern auf den Jockey**. Weiterhin wird man regelmäßig Fonds auswählen, die sich unter der Führung eines bestimmten Fondsmanagers in der Vergangenheit überdurchschnittlich gut entwickelt haben, was wiederum das Resultat seiner historisch erfolgreichen Aktienausswahl war.

Tatsächlich ist aber statistisch zu erwarten, dass die erfolgreichsten Fondsmanager der (jüngeren) Vergangenheit – aufgrund ihres sogenannten **style bias** und der konstanten Sektor-Rotation im Aktienmarkt – in der absehbaren Zukunft eher weniger erfolgreich sein sollten. Insofern wäre es vielleicht sinnvoll, sich bei der Neuanlagen nicht an den absoluten Top-Performern zu orientieren, da man andernfalls diese Fondsanteile tendenziell prozyklisch erwirbt. So kann man sicher fragen, ob es auch möglich wäre, die historisch gute Performance eines Fondsmanagers mit einem antizyklischen Kaufzeitpunkt zu verbinden – am Ende hängt an der Börse - wie eigentlich immer - viel von der Anlagedauer ab.

Small- und Midcaps – Out of Favour

In der Summe hat sich im Jahre 2022 – sowohl bei unserer Einzel-Titelauswahl wie auch bei der Fondsselektion der Anlageschwerpunkt der ConValue SE im Bereich Small- und Midcaps negativ ausgewirkt. Über viele Jahre haben eher kleinere Unternehmen an der Börse messbar besser abgeschnitten als die sogenannten Large Caps. Das schlug sich auch in der Performance und den gestiegenen Mittelzuflüssen in dieser speziellen Anlageklasse nieder. **Dieser Renditevorsprung hat sich aber in den letzten 18 Monaten in das genaue Gegenteil verkehrt**. Die Gründe dafür sind vielfältig, wenn auch nicht wirklich greifbar. Mutmaßlich belasten kleinere Unternehmen u.a. die deutlich gestiegenen Finanzierungskosten mehr als Großunternehmen.

So hat sich diese – nicht wirklich vorhersehbare Entwicklung – naturgemäß auch auf unser eher Small-Cap-lastiges Aktienportfolio wie verschiedenen unserer Fonds (spürbar) negativ ausgewirkt. Insofern haben wir in der Selektion unserer Beteiligung wenig Fortune gehabt, schießen aber nicht

aus, dass sich die Präferenzen der Investoren wieder ändern. Gleichwohl werden wird intensiv analysieren, ob es nicht sinnvoll wäre, unseren Anlagerschwerpunkt zu erweitern.

III. ERTRAGS-, VERMÖGENS- UND FINANZLAGE

1. Ertragslage der Gesellschaft

Das Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren resultiert aus den Erlösen aus Wertpapierverkäufen des Anlage- und Umlaufvermögens vermindert um deren Anschaffungskosten sowie die auf die Veräußerungen entfallenden Verkaufsgebühren. Im Geschäftsjahr 2022 übersteigen die aufsummierten Verluste die Erträge, so dass sich ein negatives Ergebnis aus dem Wertpapierhandel in Höhe von EUR 815.875 (im Vorjahr EUR +433.181) ergibt.

Im Berichtsjahr wurden Abschreibungen auf Wertpapiere in Höhe von EUR 3.203.272. (Vorjahr EUR 265.623) vorgenommen. Diese Abschreibungen resultieren aus der negativen Kursentwicklung im Jahr 2022, die zu deutlichen Abschreibungen auf den gegenüber den ursprünglichen Anschaffungskosten niedrigen beizulegenden Zeitwerten zum 31. Dezember 2022 führten. Rund 40% dieser Abschreibungen entfallen dabei auf Abschreibungen auf die Aktien der Corestate Capital Holding S.A.

Die Kosten der Geschäftsführung, bestehend aus Personalaufwendungen in Höhe von EUR 79.209 (Vorjahr EUR 0) und allgemeinen Verwaltungskosten (sonstige betriebliche Aufwendungen und Abschreibungen) in Höhe von EUR 140.221 (Vorjahr EUR 137.701) – hier sind im Wesentlichen Abschluss-, Prüfungs- und Buchhaltungskosten, Raumkosten, Hauptversammlungskosten und Rechts- und Beratungskosten zu nennen – beliefen sich im Jahr 2022 auf EUR 219.431. Der Anstieg gegenüber dem Vorjahr ergibt sich im Wesentlichen aus der erst seit dem Jahr 2022 gezahlten Vorstandsvergütung.

Der Jahresfehlbetrag 2022 beträgt EUR 4.154.145. (Vorjahr Jahresüberschuss EUR 69.961). Für das Geschäftsjahr 2022 definieren wir das Jahresergebnis als maßgeblicher finanzieller Leistungsindikator. Zukünftig wird auch die Veränderung des Net Asset Values des Beteiligungsportfolios eine Rolle spielen.

2. Vermögens- und Finanzlage der Gesellschaft

Das Anlagevermögen setzt sich im Wesentlichen zusammen aus Anteilen an verbundenen Unternehmen in Höhe von EUR 1.000.000 (Vorjahr EUR 1.000.000) sowie Wertpapieren des Anlagevermögens in Höhe von EUR 7.768.273 (Vorjahr EUR 11.932.070). Der Rückgang dieser Position um EUR 4.163.797 ergibt sich in Höhe von EUR 3.201.444 aus den vorgenannten Abschreibungen auf Wertpapiere und ansonsten aus Verkäufen.

Die im Umlaufvermögen ausgewiesenen Wertpapiere beliefen sich Ende 2022 auf EUR 250.000 (Vorjahr EUR 1.077.703). Darüber hinaus verfügte die ConValue SE über liquide Mittel in Höhe von EUR 4.470.359 (Vorjahr EUR 3.616.408) zum Bilanzstichtag. Der innere Wert pro ConValue-Aktien Jahresende 2022 lag bei **rund 0,81 Euro (Vorjahr: 1,12 EUR)**. Der innere Wert errechnet sich dabei aus dem handelsrechtlichen Eigenkapital unter Berücksichtigung von nicht bilanzierten stillen Reserven aus gegenüber den Buchwerten höheren Kurswerten der Wertpapiere des Anlagevermögens im Verhältnis zur Aktienanzahl. Die Entwicklung des inneren Wertes der ConValue Aktie stellt unseren finanziellen Leistungsindikator dar.

Das bilanzielle Eigenkapital beträgt per 31. Dezember 2022 EUR 13.465.326 (Vorjahr: EUR 17.619.471). Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 99,60% (Vorjahr: 99,79%).

Die Rückstellungen zum 31. Dezember 2022 in Höhe von EUR 52.380 (Vorjahr EUR 37.500) berücksichtigen im Wesentlichen die zu erwartenden Kosten für Abschlussprüfung und Hauptversammlung.

IV. RISIKO- UND CHANCENBERICHT

1. Management und Kontrolle

Das Risikomanagementsystem der ConValue SE ist Teil der Führung und Kontrolle der ConValue SE.

Die maßgeblichen Risiken der Gesellschaft sind diejenigen, die sich aus dem Wertpapierbesitz der Gesellschaft ableiten – wir verweisen auf die Ausführungen hierzu unter IV. 2.

Eine Kontrolle im Sinne einer Risikominimierung erfolgt maßgeblich durch eine sorgfältige Auswahl und Information über die Investments, bevor diese eingegangen werden, durch Diversifikation sowie Marktbeobachtungen. Bevor wesentliche Investments eingegangen werden, diskutieren wir dies intern und mit dem Aufsichtsrat.

2. Grundsätzliche Risiken der Geschäftstätigkeit

Die ConValue SE beteiligt sich an börsennotierten Aktiengesellschaften. **Wie alle anderen Aktionäre ist sie dabei bestimmten Risiken ausgesetzt, die mit dem Aktienbesitz verbunden sind.** Hierzu eine stark vereinfachte Darstellung.

a) Risiko des Anteilsbesitz

Der Aktionär ist als Mitinhaber mit seinen Aktien am Eigenkapitals einer Aktiengesellschaft beteiligt und somit auch unmittelbar an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens. Der Investor ist faktisch (Mit-) Unternehmer, der mit den Chancen bzw. Risiken in Form von Kursgewinnen oder Kursverlusten konfrontiert ist.

Das Risiko des Aktionärs besteht darin, dass sich die wirtschaftliche Situation der Aktiengesellschaft ungünstiger entwickelt als ursprünglich angenommen. Als worst case scenario könnte ein Insolvenzverfahren sogar den **Totalverlust des eingesetzten Kapitals** bedeuten, die Aktie wird wertlos. Im Insolvenzfall einer Aktiengesellschaft hat der Aktionär erst Anspruch auf Liquidationserlös, wenn alle Ansprüche der Gläubiger befriedigt worden sind.

b) Risiko von Kursschwankungen

Die beiden prägenden Risikofaktoren, die allgemein als Marktrisiko („Beta“) und das unternehmensspezifische Risiko („Alpha“) definiert werden, haben jeweils Einfluss auf den Kurs einer Aktie. Zum Marktrisiko – auch als systematisches Risiko bezeichnet – gehört das wirtschaftliche Umfeld wie **Konjunkturveränderungen, Inflation, Zinsentwicklungen, Devisenkurse und andere Wirtschaftsdaten**. Auch diverse exogene Ereignisse wie **Wahlergebnisse, Kriege, Naturkatastrophen, (wirtschafts-)politische Entscheidungen wie Veränderung der Energiepolitik, Zölle, Subventionen, Mietpreisregulation, Kartellentscheidungen, Veränderung der Steuersätze** etc. wirken sich auf den Aktienmarkt aus. Dem systematischen Risiko unterliegen alle Marktteilnehmer gleichermaßen. Dieses Risiko lässt sich faktisch nicht „wegdiversifizieren“ – auch wenn einzelne Unternehmen diesen Risiken naturgemäß in unterschiedlichem Maße ausgesetzt sind.

Das unternehmensspezifische (unsystematische) Risiko besteht vereinfacht darin, dass durch (Fehl-)Entscheidungen im Management der Gesellschaften in Bezug auf die eigene Wettbewerbssituation nachteilig oder komplett falsch reagiert wird. Dazu können falsche Produktpolitik, fehlende Liquidität, verfehlte Standortpolitik, ungenügende F & E-Budgets oder eine nicht wettbewerbsfähige Kostenstruktur gehören.

c) Risiko der Psychologie der Marktteilnehmer

Kursveränderungen am Aktienmarkt sind grundsätzlich in hohem Maße von den Emotionen und der psychologischen Verfassung der Börsenteilnehmer abhängig. Denn eher selten werden Anlageentscheidungen mehrheitlich (allein) rational getroffen. Viele Marktteilnehmer neigen z.B. in Zeiten steigender Aktienkurse dazu, übermäßiges Vertrauen in ihre eigenen Fähigkeiten zu entwickeln und primär nach Trendfolgemodellen unmäßig viel Kapital in Einzelaktien zu investieren. Hier kommt es häufig zum Überschießen von Kursentwicklungen. In negativen Börsenphasen kommt es regelmäßig zu einem konträren Verhalten, wo dann fluchtartig der Ausstieg aus den vormals sehr populären Aktien gesucht wird.

Die ökonomischen Fakten spielt hierbei nur eine zweitrangige Rolle. Auch besonnenen Anleger sind daher dem Risiko ausgesetzt, dass es durch massenpsychologisches (selbstreferenzielles) Verhalten – geschürt von Hoffnungen, Gier, Ängste oder in den sozialen Netzen gesteuerte Kampagnen („MEME-Stocks“) – zu übertriebenen Kursreaktionen kommt, die dadurch ein hohes Rückschlagpotential für den Aktienmarkt insgesamt besitzen.

d) Diversifikation

In der Theorie können zumindest die unsystematischen Risiken durch eine „wohldiversifizierte“ Zusammensetzung des Portfolios vermindert werden. Interessanterweise ist es in der Portfolio-Theorie aber weitgehend strittig, **bis zu welchem Grad eine Diversifikation tatsächlich Nutzen**

bringt. Eine Basisregel besagt, dass man sein (Aktien-)Portfolio umso breiter streuen sollte, je weniger Informationen und Branchenkenntnisse man von den einzelnen Unternehmen hat. Angesichts unseres im Regelfall sehr konzentrierten Beteiligungsportfolios bemühen wir uns konsequenterweise intensiv um einen angemessenen Informationsstand und entsprechende Branchenkenntnisse. Dazu gehören neben dem intensiven Research der verfügbaren Unternehmensinformationen auch Unternehmens-besuche mit **Werksbesichtigungen und direkte Gespräche mit dem Management.**

Das Aktienportfolio der ConValue SE ist daher vergleichsweise fokussiert und im Regelfall auf **6 bis maximal 12 Beteiligungen** konzentriert. Dazu kommen eine Reihe Anteile an von Aktien-Publikumsfonds, die für eine breitere Anlagestreuung sorgen.

3) Risiken und Chancen

In allen Risiken liegen gleichermaßen aber auch Chancen für den preiswerten Erwerb einer Aktie. Das Erkennen und Nutzen dieser Chancen sowie der Umgang mit Risiken sollten bei jeder Anlageentscheidung dabei in einem angemessenen Verhältnis stehen.

Das Konzept einer Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf börsennotierte Minderheitsbeteiligungen bedeutet implizit jedoch auch, dass diese Beteiligungen Marktschwankungen ausgesetzt sind. Da die Gesellschaft nach dem strengen Niederstwertprinzip bilanziert, d.h., auch kurzfristige Kursschwankungen ergebniswirksam erfasst werden, haben diese Marktschwankungen unmittelbar eine Auswirkung auf unsere ausgewiesene Ertragslage.

Neben den grundsätzlichen Anlagerisiken sehen wir derzeit keine für das Unternehmen weiteren bedeutsamen Risiken.

V. AUSBLICK

1. Geschäftsverlauf und Wirtschaftlicher Ausblick auf das Jahr 2022

Die Aussichten für die Weltwirtschaft haben sich nach Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) zuletzt leicht eingetrübt. Gemäß der im April 2023 vorgestellten Konjunkturprognose des IWF wird sich das globale Wachstum in diesem Jahr auf 2,8% verlangsamen – nach einem Plus von 3,4% im vergangenen Jahr. Im Januar war der IWF von einem weltweiten Wachstum von 2,9% ausgegangen. Bemerkenswert sei, so der IWF, dass die Wirtschaft besonders in den Industrienationen nur langsam wachse. Für sie prognostiziert der IWF, dass die Wirtschaftsleistung in diesem Jahr um 1,3% zunimmt. In den Schwellen- und Entwicklungsländern sieht es mit einem vorhergesagten Wachstum von 3,9% hingegen deutlich besser aus.

Deutsche Wirtschaft stagniert

Die Konjunkturprognosen für Deutschland ändern sich im 2. Quartal des laufenden Jahres schnell. Das spiegelt die große Unsicherheit in Folge des Krieges in der Ukraine und seinen Folgen wider. Die jüngsten Prognosen der Konjunktur-Institute gehen davon aus, dass Deutschland eine

Rezession zwar erspart bleibt, das Wachstum dürfte in den Jahren 2023 und auch 2024 aber allenfalls schwach ausfallen. Der deutschen Wirtschaft droht eine Stagnation bei gleichzeitig zäher Inflation.

So hat auch der IWF für Deutschland seine Vorhersage um 0,2 Prozentpunkte im Vergleich zu Januar leicht nach unten korrigiert. Er rechnet jetzt mit einem Mini-Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,1%. Für 2024 sagt der Bericht dann wieder ein Wachstum um 1,1% voraus. Etwas zuversichtlicher haben sich Anfang April die deutschen Konjunktur-Institute mit Blick auf 2023 geäußert. Für das laufende Jahr rechnen sie mit einem Mini-Wachstum des BIP um 0,3%. „A good bet in economics: the past wasn't as good as you remember, the present isn't as bad as you think, and the future will be better than you anticipate“ (Morgan Housel).

2. Ausblick auf das Beteiligungsportfolios

Angesicht der zweifellos traumatischen Verluste, die wir seit dem Start der Gesellschaft erlitten haben, bemühen wir uns intensiv, die Gesellschaft vor weiteren Verlusten zu schützen. Wir haben das Beteiligungsportfolio mittlerweile in seiner Struktur stabilisiert und defensiver ausgerichtet. Dabei hilft unsere nach wie vor solide Cash-Position von mehr als **25% des Portfolios**. Insoweit sind wir auch in der Lage an aussichtsreichen Anlagechancen zu partizipieren. Wir hoffen, dass zu diesen Chancen auch unser neues Engagement mit rund 11.000 Aktien der der **LEG Immobilien SE gehört**, dem zweitgrößtes Wohnungsbau-Unternehmen in Deutschland mit ca. 165.000 Wohnungen.

Eine Prognose für das handelsrechtliche Ergebnis des Geschäftsjahres 2023 sowie der Entwicklung des inneren Wertes der Aktie ist seriöserweise nicht möglich. Um nur einmal zwei Extrembeispiele anzuführen: In welcher dramatisch unterschiedlichen Weise würden sich die Börsen entwickeln, wenn es (rein hypothetisch) Friedensverhandlungen im Ukrainekrieg geben würde im Vergleich zu einer Kriegserklärung von China an Taiwan.

Angesichts des gegenwärtig (überraschend) stabilen Börsenumfelds dürfte auch unser Portfolio und damit der innere Wert der Aktie gewisse Wertaufholungen verzeichnen. Gleichwohl wissen wir, dass für den Turnaround ein langer und harter Weg vor uns liegt, der von allen Aktionären ein hohes Maß an Geduld und Vertrauen erfordert. Damit erhoffen wir uns bereits mehr, als man von seinen Aktionären gemeinhin erwarten kann. Da Aufsichtsrat und Vorstand (direkt und im Familienbesitz) unverändert zusammen mit mehr als 50% an der ConValue SE beteiligt sind, gibt es keinen Zweifel, dass Ihre Interessen auch die unseren sind.

Hamburg, im Juni 2023

Dr. Olaf Hein
Vorstand

Volker Lemke
Vorstand

BILANZ ZUM 31. DEZEMBER 2022

AKTIVA

EUR	31.12.2022	31.12.2021
Anlagevermögen		
I. Immaterielle Vermögensgegenstände		
Entgeltlich erworbene Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten	3.709	6.327
II. Finanzanlagen		
Anteile an verbundenen Unternehmen	1.000.000	1.000.000
Wertpapiere des Anlagevermögens	7.768.273	11.932.070
	8.771.982	12.938.397
Umlaufvermögen		
I. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	0	8.429
Sonstige Vermögensgegenstände	26.259	14.671
II. Wertpapiere		
Sonstige Wertpapiere	250.000	1.077.703
III. Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten		
	4.470.359	3.616.408
	4.746.618	4.717.211
Rechnungsabgrenzungsposten	1.180	1.686
	13.519.780	17.657.294

PASSIVA

EUR	31.12.2022	31.12.2021
Eigenkapital		
I. Gezeichnetes Kapital	16.750.000	16.750.000
II. Kapitalrücklage	825.000	825.000
III. Gewinnrücklagen		
Gesetzliche Rücklage	2.224	2.224
IV. Bilanzverlust (im Vorjahr Bilanzgewinn)	4.111.898	42.247
-- davon Gewinnvortrag EUR 42.247 (EUR -25.490)		
	13.465.326	17.619.471
Rückstellungen		
Sonstige Rückstellungen	52.380	37.500
	52.380	37.500
Verbindlichkeiten		
1. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	0	268
-- davon mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr EUR 0,00 (i.Vj. EUR 268) --		
2. Sonstige Verbindlichkeiten	2.074	55
-- davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr EUR 2.074 (i.Vj. EUR 55) -- -- davon aus Steuern EUR 2.034 (i.Vj. EUR 55) -- -- davon aus im Rahmen der sozialen Sicherheit EUR 41 (i.Vj. EUR 0,00) --		
	2.074	323
	13.519.780	17.657.294

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (01.01.2022 – 31.12.2022)

EUR	2022	2021
Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren	-815.875	433.181
Personalaufwand		
Löhne und Gehälter	75.000	0,00
soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und für Unterstützung	4.209	0,00
Abschreibungen		
auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen	2.618	1.527
Sonstige betriebliche Aufwendungen	137.603	136.174
– davon Aufwendungen aus der Währungsumrechnung EUR 0,01 (EUR 0,00)		
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	88.728	40.104
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1.815	0
Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens	3.203.272	265.623
– davon außerplanmäßige Abschreibungen auf Finanzanlagen EUR 3.201.444 (EUR 238.909)		
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	18	0
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	6.092	0
Ergebnis nach Steuern	-4.154.145	69.961
Jahresfehlbetrag (i.Vj. Jahresüberschuss)	4.154.145	69.961
Gewinnvortrag aus dem Vorjahr	42.247	0
Verlustvortrag aus dem Vorjahr	0	25.490
Einstellungen in Gewinnrücklagen		
in die gesetzliche Rücklage	0	2.224
Bilanzverlust (i.Vj. Bilanzgewinn)	4.111.898	42.247

Anhang der CONVALUE SE, Frankfurt am Main, für das Geschäftsjahr 2022

ALLGEMEINE ANGABEN

Die ConValue SE hat ihren Sitz in Frankfurt am Main und ist eingetragen in das Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt am Main unter der Registernummer HRB 117211. Satzungsgemäßer Sitz der Gesellschaft ist Frankfurt am Main, die Geschäftsanschrift lautet Brook 1, 20457 Hamburg.

Die Erstellung des Jahresabschlusses der ConValue SE für das Geschäftsjahr 2022 erfolgte nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuches sowie ergänzenden Bestimmungen der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 (über das Statut der SE) i.V.m. dem Aktiengesetz. Die ConValue SE ist eine kleine Kapitalgesellschaft im Sinne von § 267 Absatz 1 HGB. Der Abschluss umfasst die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung und den Anhang. Die Gewinn- und Verlustrechnung wird nach dem Gesamtkostenverfahren aufgestellt.

Das Grundkapital der ConValue SE beträgt EUR 16.750.000 und ist eingeteilt in 16.750.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil von EUR 1 je Aktie. Die Gesellschaft ist im Freiverkehr der Börsen in Düsseldorf und Berlin notiert.

Erträge und Verluste aus der Veräußerung von Wertpapieren des Anlage- und des Umlaufvermögens werden gemäß § 265 Abs. 5 Satz 2 HGB in einem dem Gliederungsschema des HGB hinzugefügten Posten „Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren“ ausgewiesen, um damit dem Geschäftsmodell der ConValue SE Rechnung zu tragen.

BILANZIERUNGS- UND BEWERTUNGSMETHODEN

Die handelsrechtliche Bilanzierung und Bewertung werden unter Beachtung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung vorgenommen.

Immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens sind zu Anschaffungskosten, vermindert um planmäßige Abschreibungen, angesetzt. Die planmäßigen Abschreibungen erfolgen grundsätzlich linear entsprechend der voraussichtlichen Nutzungsdauer. Neu zugegangene Anlagegüter werden zeitanteilig nach Monaten abgeschrieben.

Die in der Bilanz der ConValue SE ausgewiesenen **Finanzanlagen** werden zu Anschaffungskosten oder zum am Bilanzstichtag niedrigeren beizulegenden Wert bewertet. Die Wertpapiere des Anlagevermögens werden mit den durchschnittlichen Anschaffungskosten bewertet. Soweit bei den Wertpapieren des Anlagevermögens der Börsenkurs zum Bilanzstichtag niedriger als die Anschaffungskosten ist, werden Abschreibungen auf den niedrigeren Börsenkurs vorgenommen. Soweit die Gründe für vorgenommene Abschreibungen nicht mehr bestehen, werden Wertaufholungen vorgenommen.

Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände werden zum Nominalbetrag bzw. zu Anschaffungskosten ausgewiesen.

Die im Umlaufvermögen ausgewiesenen **sonstigen Wertpapiere** werden mit durchschnittlichen Anschaffungskosten bewertet. Falls der Börsenkurs am Bilanzstichtag niedriger ist als die Anschaffungskosten, werden Abschreibungen auf den Schlusskurs am Bilanzstichtag vorgenommen. Soweit die Gründe für vorgenommene Abschreibungen nicht mehr bestehen, werden Wertaufholungen vorgenommen.

Guthaben bei Kreditinstituten werden zum Nennwert angesetzt.

Als **Rechnungsabgrenzungsposten der Aktivseite** werden Ausgaben vor dem Abschlussstichtag ausgewiesen, soweit sie Aufwand für eine bestimmte Zeit nach dem Tag darstellen.

Die **Rückstellungen** berücksichtigen alle erkennbaren Risiken und ungewissen Verpflichtungen. Sie sind in Höhe des Erfüllungsbetrags angesetzt, der nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung notwendig ist.

Verbindlichkeiten werden mit ihrem Erfüllungsbetrag ausgewiesen.

ERLÄUTERUNGEN ZUR BILANZ

Die Entwicklungen des **Anlagevermögens** der ConValue SE im Geschäftsjahr vom 1. Januar bis 31. Dezember 2022 sind aus dem diesem Anhang beigefügten Anlagenspiegel ersichtlich.

Die **Finanzanlagen** setzen sich zusammen aus Anteilen an verbundenen Unternehmen (EUR 1.000.000) sowie den Wertpapieren des Anlagevermögens (EUR 7.768.273). Unter den verbundenen Unternehmen wird die Beteiligung an der White Clouds AG ausgewiesen.

Unter dem Posten **sonstige Wertpapiere** sind zum Bilanzstichtag Discountzertifikate auf Aktien ausgewiesen (EUR 250.000).

Das **gezeichnete Kapital** der ConValue SE beträgt zum Bilanzstichtag EUR 16.750.000 und ist eingeteilt in 16.750.000 Stückaktien.

Die Hauptversammlung vom 19. Februar 2021 ermächtigte den Vorstand, das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 18. Februar 2026 mit Zustimmung des Aufsichtsrats gegen Bar- und/oder Sacheinlagen einmal oder mehrmals, insgesamt höchstens, um einen Betrag von EUR 8.375.000 durch Ausgabe von bis zu 8.375.000 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Gesellschaft zu erhöhen (**Genehmigtes Kapital 2021**).

Die **Kapitalrücklage** nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB beläuft sich zum 31. Dezember 2022 auf EUR 825.000.

Im Geschäftsjahr 2022 ergibt sich ein **Jahresfehlbetrag** in Höhe von EUR -4.154.145. Unter Berücksichtigung des Gewinnvortrages aus dem Vorjahr in Höhe von EUR 42.247 ergibt sich damit zum 31. Dezember 2022 ein **Bilanzverlust** in Höhe von EUR -4.111.898.

Unter dem Posten **sonstige Rückstellungen** werden Rückstellungen für die Durchführung der Hauptversammlung sowie Rückstellungen für Buchführungs-, Rechts-, Beratungs- und Prüfungskosten ausgewiesen (EUR 52.380).

ERLÄUTERUNGEN ZUR GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Das **Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren** in Höhe von EUR -815.875 (Vorjahr: EUR 433.181) setzt sich zusammen aus den Erlösen aus den Wertpapierverkäufen des Anlage- und Umlaufvermögens vermindert um den Buchwertabgang der Wertpapiere des Anlage- und Umlaufvermögens sowie die auf die Veräußerungen entfallenden Verkaufsgebühren. Die Position berücksichtigt sowohl die Gewinne und Verluste aus dem Abgang von Finanzanlagen als auch die Gewinne und Verluste aus dem Wertpapierhandel des Umlaufvermögens. Durch die Zusammenfassung der Ergebnisse der einzelnen Geschäftsvorfälle kann die Ertragslage der Gesellschaft deutlicher dargestellt werden.

Die **Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände** betragen EUR 2.618 (Vorjahr: EUR 1.527) und sind aus dem diesem Anhang beigefügten Anlagenspiegel ersichtlich.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** in Höhe von EUR 137.603 (Vorjahr: EUR 136.174) enthalten im Wesentlichen die Aufwendungen für die Kosten für die Durchführung der Hauptversammlung in Höhe von EUR 34.724 (Vorjahr: EUR 35.220), Aufwendungen für Depotgebühren und Verwahrtgelte in Höhe von EUR 40.199 (Vorjahr: EUR 30.305) sowie Aufwendungen für Prüfungs-, Rechts-, Beratungs- und Buchführungskosten in Höhe von EUR 48.128 (Vorjahr: EUR 66.820).

Die **Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens** belaufen sich auf insgesamt EUR 3.203.272 (Vorjahr: EUR 265.623). Davon entfallen auf Wertpapiere des Anlagevermögens EUR 3.201.444 (Vorjahr: EUR 238.909) und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens EUR 1.828 (Vorjahr: EUR 26.714).

Im Berichtsjahr wurden **außerplanmäßige Abschreibungen** auf das Finanzanlagevermögen in Höhe von EUR 3.201.444 (Vorjahr: EUR 238.909) auf den niedrigeren Wert der Wertpapiere des Finanzanlagevermögens vorgenommen, der am Abschlussstichtag anhand der Börsenwerte beizulegen war. Hiervon entfallen auf die Beteiligung an der Corestate Capital Holding S.A. EUR 1.331.843 (Vorjahr: EUR 0).

SONSTIGE ANGABEN

Anzahl der Arbeitnehmer

Die Gesellschaft beschäftigte im Jahr 2022 keine Mitarbeiter.

Mitglieder des Vorstands

- Herr Dr. Olaf Hein, Hamburg, Vorstand der ConValue SE
- Herr Volker Lemke, Hamburg, Vorstand der ConValue SE (seit dem 01. Februar 2022)

Mitglieder des Aufsichtsrates

- Winfried Gathmann, Seevetal, Geschäftsführer der wogarnit GmbH (Vorsitzender)
- Karl Ehlerding, Hamburg, Geschäftsführer (stellvertretender Vorsitzender)
- Dr. Georg Issels, Köln, Mitglied des Vorstands der Scherzer & Co. AG, Köln (einfaches Mitglied)
- Jörg-Christian Rehling, Grand Bay, Director der Instant Holdings Ltd., London (einfaches Mitglied)

Hamburg, den 20. Juni 2023

Dr. Olaf Hein
Vorstand

Volker Lemke
Vorstand

ConValue SE

Anlagenspiegel zum 31. Dezember 2022

	Anschaffungskosten				kumulierte Abschreibungen				Buchwert am 31.12.2022 EURO
	Stand am 01.01.2022 EURO	Zugang EURO	Abgang EURO	Stand am 31.12.2022 EURO	Stand am 01.01.2022 EURO	Abschreibungen des Geschäftsjahres EURO	Abgang EURO	Stand am 31.12.2022 EURO	
Immaterielle Vermögensgegenstände									
Entgeltlich erworbene Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten	7.854	0	0	7.854	1527	2.618	0	4.145	3.709
	7.854	0	0	7.854	1.527	2.618	0	4.145	3.709
Finanzanlagen									
Anteile an verbundenen Unternehmen	1000.000	0	0	1000.000	0	0	0	0	1000.000
Wertpapiere des Anlagevermögens	121470.979	4.368.756	5.460.950	11078.785	238.909	3.201.444	129.841	3.310.512	7.768.273
	13.170.979	4.368.756	5.460.950	12.078.785	238.909	3.201.444	129.841	3.310.512	8.768.273
	13.178.833	4.368.756	5.460.950	12.086.639	240.436	3.204.062	129.841	3.314.657	8.771.982

BESTÄTIGUNGSVERMERK DES ABSCHLUSSPRÜFERS

An die ConValue SE, Frankfurt am Main:

Prüfungsurteile

Wir haben den Jahresabschluss der **ConValue SE, Frankfurt am Main**, – bestehend aus der Bilanz zum 31. Dezember 2022 und der Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2022 sowie dem Anhang, einschließlich der Darstellung der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden – geprüft. Darüber hinaus haben wir den Lagebericht der ConValue SE, Frankfurt am Main, für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2022 geprüft.

Nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse

- entspricht der beigefügte Jahresabschluss in allen wesentlichen Belangen den deutschen, für Kapitalgesellschaften geltenden handelsrechtlichen Vorschriften und vermittelt unter Beachtung der deutschen Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens- und Finanzlage der Gesellschaft zum 31. Dezember 2022 sowie ihrer Ertragslage für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2022 und
- vermittelt der beigefügte Lagebericht insgesamt ein zutreffendes Bild von der Lage der Gesellschaft. In allen wesentlichen Belangen steht dieser Lagebericht im Einklang mit dem Jahresabschluss, entspricht den deutschen gesetzlichen Vorschriften und stellt die Chancen und Risiken der zukünftigen Entwicklung zutreffend dar.

Gemäß § 322 Abs. 3 Satz 1 HGB erklären wir, dass unsere Prüfung zu keinen Einwendungen gegen die Ordnungsmäßigkeit des Jahresabschlusses und des Lageberichts geführt hat.

Grundlage für die Prüfungsurteile

Wir haben unsere Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts in Übereinstimmung mit § 317 HGB unter Beachtung der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) festgestellten deutschen Grundsätze ordnungsmäßiger Abschlussprüfung durchgeführt. Unsere Verantwortung nach diesen Vorschriften und deutschen Grundsätzen ist im Abschnitt „Verantwortung des Abschlussprüfers für die Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts“ unseres Bestätigungsvermerks weitergehend beschrieben. Wir sind von dem Unternehmen unabhängig in Übereinstimmung mit den deutschen handelsrechtlichen und berufsrechtlichen Vorschriften und haben unsere sonstigen deutschen Berufspflichten in Übereinstimmung mit diesen Anforderungen erfüllt. Wir sind der Auffassung, dass die von uns erlangten Prüfungsnachweise ausreichend und geeignet sind, um als Grundlage für unsere Prüfungsurteile zum Jahresabschluss und zum Lagebericht zu dienen.

Verantwortung der gesetzlichen Vertreter und des Aufsichtsrats für den Jahresabschluss und den Lagebericht

Die gesetzlichen Vertreter sind verantwortlich für die Aufstellung des Jahresabschlusses, der den deutschen, für Kapitalgesellschaften geltenden handelsrechtlichen Vorschriften in allen wesentlichen Belangen entspricht, und dafür, dass der Jahresabschluss unter Beachtung der deutschen Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft vermittelt. Ferner sind die gesetzlichen Vertreter verantwortlich für die internen Kontrollen, die sie in Übereinstimmung mit den deutschen Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung als notwendig bestimmt haben, um die Aufstellung eines Jahresabschlusses zu ermöglichen, der frei von wesentlichen falschen Darstellungen aufgrund von dolosen Handlungen (d.h. Manipulationen der Rechnungslegung und Vermögensschädigungen) oder Irrtümern ist.

Bei der Aufstellung des Jahresabschlusses sind die gesetzlichen Vertreter dafür verantwortlich, die Fähigkeit der Gesellschaft zur Fortführung der Unternehmenstätigkeit zu beurteilen. Des Weiteren haben sie die Verantwortung, Sachverhalte in Zusammenhang mit der Fortführung der Unternehmenstätigkeit, sofern einschlägig, anzugeben. Darüber hinaus sind sie dafür verantwortlich, auf der Grundlage des Rechnungslegungsgrundsatzes der Fortführung der Unternehmenstätigkeit zu bilanzieren, sofern dem nicht tatsächliche oder rechtliche Gegebenheiten entgegenstehen.

Außerdem sind die gesetzlichen Vertreter verantwortlich für die Aufstellung des Lageberichts, der insgesamt ein zutreffendes Bild von der Lage der Gesellschaft vermittelt sowie in allen wesentlichen Belangen mit dem Jahresabschluss in Einklang steht, den deutschen gesetzlichen Vorschriften entspricht und die Chancen und Risiken der zukünftigen Entwicklung zutreffend darstellt. Ferner sind die gesetzlichen Vertreter verantwortlich für die Vorkehrungen und Maßnahmen (Systeme), die sie als notwendig erachtet haben, um die Aufstellung eines Lageberichts in Übereinstimmung mit den anzuwendenden deutschen gesetzlichen Vorschriften zu ermöglichen, und um ausreichende geeignete Nachweise für die Aussagen im Lagebericht erbringen zu können.

Der Aufsichtsrat ist verantwortlich für die Überwachung des Rechnungslegungsprozesses der Gesellschaft zur Aufstellung des Jahresabschlusses und des Lageberichts.

Verantwortung des Abschlussprüfers für die Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts

Unsere Zielsetzung ist, hinreichende Sicherheit darüber zu erlangen, ob der Jahresabschluss als Ganzes frei von wesentlichen falschen Darstellungen aufgrund von dolosen Handlungen oder Irrtümern ist, und ob der Lagebericht insgesamt ein zutreffendes Bild von der Lage der Gesellschaft vermittelt sowie in allen wesentlichen Belangen mit dem Jahresabschluss sowie mit den bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen in Einklang steht, den deutschen gesetzlichen Vorschriften entspricht und die Chancen und Risiken der zukünftigen Entwicklung zutreffend darstellt, sowie einen Bestätigungsvermerk zu erteilen, der unsere Prüfungsurteile zum Jahresabschluss und zum Lagebericht beinhaltet.

Hinreichende Sicherheit ist ein hohes Maß an Sicherheit, aber keine Garantie dafür, dass eine in Übereinstimmung mit § 317 HGB unter Beachtung der vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) festgestellten deutschen Grundsätze ordnungsmäßiger Abschlussprüfung durchgeführte Prüfung eine wesentliche falsche Darstellung stets aufdeckt. Falsche Darstellungen können aus dolosen Handlungen oder Irrtümern resultieren und werden als wesentlich angesehen, wenn vernünftigerweise erwartet werden könnte, dass sie einzeln oder insgesamt die auf der Grundlage dieses Jahresabschlusses und Lageberichts getroffenen wirtschaftlichen Entscheidungen von Adressaten beeinflussen.

Während der Prüfung üben wir pflichtgemäßes Ermessen aus und bewahren eine kritische Grundhaltung. Darüber hinaus

- identifizieren und beurteilen wir die Risiken wesentlicher falscher Darstellungen im Jahresabschluss und im Lagebericht aufgrund von dolosen Handlungen oder Irrtümern, planen und führen Prüfungshandlungen als Reaktion auf diese Risiken durch sowie erlangen Prüfungsnachweise, die ausreichend und geeignet sind, um als Grundlage für unsere Prüfungsurteile zu dienen. Das Risiko, dass aus dolosen Handlungen resultierende wesentliche falsche Darstellungen nicht aufgedeckt werden, ist höher als das Risiko, dass aus Irrtümern resultierende wesentliche falsche Darstellungen nicht aufgedeckt werden, da dolose Handlungen kollusives Zusammenwirken, Fälschungen, beabsichtigte Unvollständigkeiten, irreführende Darstellungen bzw. das Außerkraftsetzen interner Kontrollen beinhalten können.
- gewinnen wir ein Verständnis von dem für die Prüfung des Jahresabschlusses relevanten internen Kontrollsystem und den für die Prüfung des Lageberichts relevanten Vorkehrungen und Maßnahmen, um Prüfungshandlungen zu planen, die unter den gegebenen Umständen angemessen sind, jedoch nicht mit dem Ziel, ein Prüfungsurteil zur Wirksamkeit dieser Systeme der Gesellschaft abzugeben.
- beurteilen wir die Angemessenheit der von den gesetzlichen Vertretern angewandten Rechnungslegungsmethoden sowie die Vertretbarkeit der von den gesetzlichen Vertretern dargestellten geschätzten Werte und damit zusammenhängenden Angaben.
- ziehen wir Schlussfolgerungen über die Angemessenheit des von den gesetzlichen Vertretern angewandten Rechnungslegungsgrundsatzes der Fortführung der Unternehmenstätigkeit sowie, auf der Grundlage der erlangten Prüfungsnachweise, ob eine wesentliche Unsicherheit im Zusammenhang mit Ereignissen oder Gegebenheiten besteht, die bedeutsame Zweifel an der Fähigkeit der Gesellschaft zur Fortführung der Unternehmenstätigkeit aufwerfen können. Falls wir zu dem Schluss kommen, dass eine wesentliche Unsicherheit besteht, sind wir verpflichtet, im Bestätigungsvermerk auf die dazugehörigen Angaben im Jahresabschluss und im Lagebericht aufmerksam zu machen oder, falls diese Angaben unangemessen sind, unser jeweiliges Prüfungsurteil zu modifizieren. Wir ziehen unsere Schlussfolgerungen auf der Grundlage der bis zum Datum unseres Bestätigungsvermerks erlangten Prüfungsnachweise. Zukünftige Ereignisse oder Gegebenheiten können jedoch dazu führen, dass die Gesellschaft ihre Unternehmenstätigkeit nicht mehr fortführen kann.

- beurteilen wir Darstellung, Aufbau und Inhalt des Jahresabschlusses insgesamt einschließlich der Angaben sowie ob der Jahresabschluss die zugrunde liegenden Geschäftsvorfälle und Ereignisse so darstellt, dass der Jahresabschluss unter Beachtung der deutschen Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft vermittelt.
- beurteilen wir den Einklang des Lageberichts mit dem Jahresabschluss, seine Gesetzesentsprechung und das von ihm vermittelte Bild von der Lage der Gesellschaft.
- führen wir Prüfungshandlungen zu den von den gesetzlichen Vertretern dargestellten zukunftsorientierten Angaben im Lagebericht durch. Auf Basis ausreichender geeigneter Prüfungsnachweise vollziehen wir dabei insbesondere die den zukunftsorientierten Angaben von den gesetzlichen Vertretern zugrunde gelegten bedeutsamen Annahmen nach und beurteilen die sachgerechte Ableitung der zukunftsorientierten Angaben aus diesen Annahmen. Ein eigenständiges Prüfungsurteil zu den zukunftsorientierten Angaben sowie zu den zugrunde liegenden Annahmen geben wir nicht ab. Es besteht ein erhebliches unvermeidbares Risiko, dass künftige Ereignisse wesentlich von den zukunftsorientierten Angaben abweichen.

Wir erörtern mit den für die Überwachung Verantwortlichen unter anderem den geplanten Umfang und die Zeitplanung der Prüfung sowie bedeutsame Prüfungsfeststellungen, einschließlich etwaiger Mängel im internen Kontrollsystem, die wir während unserer Prüfung feststellen.

Hamburg, 23. Juni 2023

Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

Florian Riedl
Wirtschaftsprüfer

Dirk Heide
Wirtschaftsprüfer

BERICHT DES AUFSICHTSRATS

Sehr geehrte Aktionäre,
sehr geehrte Damen und Herren,

der Aufsichtsrat der ConValue SE hat im abgelaufenen Geschäftsjahr den Vorstand in der Leitung der Gesellschaft begleitet, ihn beratend unterstützt und ist entsprechend den Vorgaben des Gesetzes und der Satzung seinen übertragenen Aufgaben nachgekommen. Er wurde vom Vorstand über wichtige strategische und operative Entscheidungen unterrichtet und war in Entscheidungen, die für die Gesellschaft von grundlegender Bedeutung waren, eingebunden. Die Bildung von Ausschüssen war hierzu nicht erforderlich.

Der Vorstand der ConValue SE hat den Aufsichtsrat regelmäßig über den Geschäftsverlauf, die Ertrags- und Finanzlage der Gesellschaft sowie Geschäftsvorgänge von größerer Bedeutung informiert.

Schwerpunkte der Beratungen

Im Geschäftsjahr 2022 fanden – unter Inanspruchnahme der Erleichterung nach § 110 Absatz 3 Aktiengesetz – zwei Sitzungen statt, und zwar am 9. Juni und 1. November 2022. Die Sitzungen wurden aufgrund der Covid-19-Pandemie teilweise im Rahmen von Video- und Telefonkonferenzen abgehalten, an denen stets alle Mitglieder des Aufsichtsrats teilnahmen. Es wurden die aktuelle Geschäftsentwicklung sowie wichtige Einzelfragen der Gesellschaft unter Teilnahme des Vorstands ausführlich diskutiert. Wenn für die Entscheidungen oder Maßnahmen des Vorstands aufgrund von Gesetz oder Satzung eine Zustimmung erforderlich war, haben die Mitglieder des Aufsichtsrats die entsprechenden Beschlüsse in den Sitzungen geprüft oder aufgrund von schriftlichen Informationen stets einstimmig verabschiedet.

Über die gewöhnlichen Beratungen zu Liquiditäts-, Ertrags- und Vermögenslage der Gesellschaft hinaus befasste sich der Aufsichtsrat mit wichtigen Einzelthemen der Gesellschaft. Schwerpunkte der Beratungen im Berichtsjahr bildeten der Aufbau und die Struktur des Wertpapierportfolios sowie die Entwicklung der Wertpapieranlagen.

Jahresabschluss 2022

Die von der Hauptversammlung vom 18. August 2022 gewählte Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Hamburg, hat den gemäß Handelsgesetzbuch aufgestellten Jahresabschluss mit Lagebericht unter Einbeziehung der Buchhaltung geprüft und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen.

Jahresabschluss, Lagebericht und Vorschlag des Vorstands über die Verwendung des Bilanzgewinns sowie der Prüfungsbericht des Abschlussprüfers wurden sämtlichen Mitgliedern des Aufsichtsrats zur Verfügung gestellt und geprüft. Der Aufsichtsrat hat den Prüfungsbericht für die ConValue SE zustimmend zur Kenntnis genommen. Nach dem abschließenden Ergebnis seiner

eigenen Prüfung hat der Aufsichtsrat den Jahresabschluss und den Lagebericht im schriftlichen Umlaufverfahren am 27. Juni 2023 gebilligt und damit gemäß § 172 AktG festgestellt.

Der Aufsichtsrat dankt dem Vorstand für seinen persönlichen Einsatz im Unternehmen. Zudem möchte der Aufsichtsrat die besondere kollegiale und konstruktive Zusammenarbeit der Organe hervorheben.

Hamburg, den 27. Juni 2023

Winfried Gathmann
Vorsitzender des Aufsichtsrats

Stammdaten der ConValue SE

Grundkapital EUR 16.750.000¹⁾

Einteilung des Grundkapitals Stück 16.750.000¹⁾

Wertpapiertyp auf den Inhaber lautende Stückaktien

Rechnerischer Anteil je Aktie am Grundkapital EUR 1,00 je Aktie

Wertpapierkenn-Nummer A2P4HJ

ISIN-Nummer DE000A2P4HJ3

Börsenkürzel CUU I

Marktsegment Freiverkehr

Handelsplätze Düsseldorf und Berlin

Aktionärsstruktur Streubesitz

¹⁾ nach Umsetzung der Kapitalerhöhung im April 2021

DER AUFSICHTSRAT

Zusammensetzung

Der Aufsichtsrat der ConValue SE setzt sich gemäß der §§ 96 (1), 101 (1) AktG nur aus Vertretern der Anteilseigner zusammen.

	Mitgliedschaften in weiteren Kontrollgremien
Vorsitz Winfried Gathmann Seevetal	<ul style="list-style-type: none">• Elbstein AG, Hamburg, Vorsitzender des Aufsichtsrats.
stellvertretender Vorsitz Karl Ehlerding Hamburg	<ul style="list-style-type: none">• Elbstein AG, Hamburg, stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats,• Ehlerding Stiftung, Hamburg, stellvertretender Vorsitzender Vorstand,• MATERNUS-Kliniken AG, Berlin,• Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main, (Mitglied des Beirats Nord).
ordentliche Mitglieder Dr. Georg Issels Köln	<ul style="list-style-type: none">• DNI Beteiligungen AG, Köln, Vorsitzender des Aufsichtsrats,• GSC Holding AG, Düsseldorf, Vorsitzender des Aufsichtsrats,• Horus AG, Köln,• Smart Equity AG, Köln
Jörg-Christian Rehling Grand Bay	keine weiteren Mandate

DER VORSTAND

	Mitgliedschaften in weiteren Kontrollgremien
Dr. Olaf Hein	keine weiteren Mandate
Volker Lemke	<ul style="list-style-type: none">• ERWE Immobilien AG, Frankfurt am Main, Vorsitzender des Aufsichtsrats.

Post Scriptum

Denn was immer Sie in Ihrem (vermutlich) langen Börsenleben schon gehört und gelesen haben mögen: Über viele Jahre und gegebenenfalls sogar Jahrzehnte in einem Wertpapierdepot einen kontinuierlichen Vermögenszuwachs zu erzielen, ist tatsächlich alles andere als einfach. Unter anderem deshalb, da **„None of the top 20 highest valued companies from 1989 are in the same list 30 years later. It is a reminder of what extraordinary things can happen.“** – wie Warren Buffett auf der Berkshire Hathaway-Hauptversammlung 2021 bemerkte.

Insofern möchten wir in diesem Annex des Geschäftsberichts 2022 auf einige grundsätzliche Überlegungen des Portfolio-Management legen. Dazu möchten wir einige (durchaus kontroverse) Thesen aufstellen, welche im Portfolio-Management eine mehr oder weniger große Rolle spielen.

Es ist extrem schwer zu beurteilen, woran man einen „guten“ Portfolio-Manager erkennen kann und/oder woran man ihn messen sollte.

Dafür gibt es eine Reihe von Gründen. Ein Arzt mit hinreichender Berufserfahrung wird bei (geschätzt) über 90% seiner Patienten eine Verbesserung des Gesundheitszustands seiner Patienten erreichen (Wobei sprichwörtlich ja auch die Zeit viele Wunden heilt ...). Ein guter Rechtsanwalt wird im Zweifelsfall fast immer die Kalamitäten seines Mandanten verringern und z.B. ein Golflehrer i.d.R. das Handicap seines Schülers verbessern, wenn beide lange genug durchhalten.

Dagegen gibt es bestenfalls eine vage Wahrscheinlichkeit, dass ein Portfolio-Manager einen Vermögenszuwachs für seinen Kunden erwirtschaftet, der langfristig mit dem Kauf **eines international ausgerichteten Indezertifikats nicht auch erzielt worden wäre**, auch wenn die Erwartungshaltung von Investoren natürlich grundverschieden sind.

Bereits über einen Fünf-Jahres-Intervall ist es statistisch fast unmöglich, eine konsistente Outperformance zu erzielen. Von den **1.102** aktiv verwalteten Aktienfonds, die in den 12 Monaten des Jahres **2018** in ihren Anlage-Kategorien mit ihrer Performance im obersten Viertel lagen, blieben **nur zwei Fonds in jedem der fünf folgenden Ein-Jahres-Zeiträume bis Ende 2022** im obersten Quartil. Noch spektakulärer ist wohl die folgende Erkenntnis, - der Authentizität wegen als Originalzitat: *„Of the actively managed Europe Equity and U.S. Equity funds whose 12-month performance placed them in in the top quartile of their respective category as of December 2020, not a single fund maintained its top-quartile performance over the next two 12-month intervals.“*

Quelle: **S & P Dow Jones Indices** - *“European Persistence Scorecard: Year End 2022”*, 16. Mai 2023

Es gibt praktisch keine „goldene Regel“, die vorgibt, wie lang eine sinnvolles Zeitintervall für die Messung der Perfomance eines Portfolio-Managers sein sollte.

In order to finish first, you first have to finish.

Sir Stirling Moss.

Nehmen wir einmal ein (zugegeben eher) extremes Beispiel: Am **4. Februar 2021** betrug die Performance des populären Fonds **Echiquier World Next Leaders** kumuliert:

über 12 Monate	92,3%
über 3 Jahre	173,9%
über 5 Jahre sagenhafte	260,0%

Der Fonds hatte bis zum Februar 2021 mit weitem Abstand(!) besser über ein, drei und fünf Jahre abgeschnitten als jeder andere von 109 in Deutschland zugelassenen – weltweit anlegenden – Publikumsfonds. (Quelle: Euro 3/2021)

In den folgenden 27 Monaten verlor der Echiquier World Next Leaders Fonds **rund 60%**. Am **4. Mai 2023** betrug die rückgerechnete Performance über 5 Jahre (kumuliert) noch **12,3%** oder **2,3%**

p.a. Seit dem Start des Fonds im Mai 2013 – mithin vor 10 Jahren – betrug die Performance 6,9% p.a.
(Quelle: Homepage La Financiere de l'Echiquier).

Ein weiteres Beispiel: Wir kennen persönlich einen sehr intelligenten und ausordentliche erfolgreichen Portfolio-Manager (nennen wir ihn „B.O.“), der mit seinem Fonds **über 10 Jahre** bis Ende 2021 eine Performance von **19,8% p.a.(!)** erzielt hat – mit einem konzentrierten Portfolio und einer sehr geringen Umschlagshäufigkeit. Das sind Werte, die in einer eigenen Liga mit **Warren Buffett** oder **George Soros** zu ihren erfolgreichsten Zeiten spielen. Im Jahr 2022 **verlor der besagte Fonds 50%**. Ohne Zweifel ist B.O. noch immer ein großartiger Fondsmanager mit vielen glücklichen Kunden, sofern sie nicht 2020/21 den Fonds gekauft haben.

Passend dazu auch ein Zitat aus dem Buch: The Success Equation von Michael Mauboussin: „I compared excess returns for the three years ending in 2010 with the Morningstar ratings for the funds at the end of 2007... I found a poor correlation (r=-10). The primary reason individuals and institutions invest in a fund is that they liked the way it performed in the past. But those figures give little information about what the fund will do in the next three years.“

Sie sehen daran, wie schwer es ist, einen angemessenen Beurteilungsmaßstab und Zeitraum für eine Fondsperformance zu finden bzw. den richtigen Einstiegszeitpunkt für einen Fonds zu finden. Wir haben auf diese Problematik auch im Lagebericht hingewiesen. Denn auch verschiedene der **von uns ausgewählten Fonds** hatten im Zeitintervall unserer Kaufzeitpunkte (2. Hälfte 2021) eine sehr gute historische Performance (was die ihre Manager ja grundsätzlich auch in unseren Blickpunkt gerückt hatte), die dann in der Folgezeit deutlich schwächer war.

„Glück spielt eine Rolle“

„The same traits needed for huge success are the same traits that increase the odds of failure. We should be careful praising winners or criticizing failures, because they often made similar decisions with different degrees of luck.“ (Morgan Housel)

Im Jahr 2017 wandelten versierte „Hamburger Kaufleute“ eine GmbH mit einem bedeutenden Verlustvortrag in eine Aktiengesellschaft um und gaben ihr den schönen Namen **Godewind AG**. Die Gesellschaft sollte ein Portfolio von vermieteten Gewerbe- und Büro-Immobilien in deutschen Großstädten aufbauen – **sie war mit diesem Konzept allerdings keinesfalls allein unterwegs**. Bereits Anfang April 2018 wurden 93,7 Mio. Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung zum Preis von 4,00 Euro platziert und im Rahmen eines sogenannten Blind-Pool-IPO bemerkenswerte 375 Mio. Euro Erlöst.

Der Kurs der Godewind-Aktie fiel von seinem Ausgabekurs von 4,00 Euro bis zum Jahresende 2018 auf rund 3,00 Euro. Auch Anfang 2020 lag der Aktienkurs nur wenig über dem ursprünglichen Ausgabekurs.

Am **14. Februar 2020** konnten die ebenso glücklichen wie erstaunten Aktionäre im **Handelsblatt** lesen: **„Franzosen kaufen Bürovermieter Godewind für knapp 700 Millionen Euro. Der Immobilienriese Covivio hat ein Übernahmeangebot über 6,40 Euro je Aktie abgegeben“**. Kurz darauf wurde das offizielle Übernahmeangebot veröffentlicht und die Aktionäre der Godewind AG konnten sich über einen **Kursgewinn von 60%** in weniger als zwei Jahren freuen.

Wie hoch wäre der Ertrag der Godewind-Aktionäre wohl ausgefallen, wäre der Verkauf der Godewind AG für nur **vier Wochen(!)** später terminiert worden? Am 14. März 2020 stufte nämlich die Weltgesundheitsorganisation (WHO) den **Ausbruch von Covid-19-als weltweite Pandemie** ein.

Das ändert nichts an der beeindruckenden Management-Leistung der bei Godewind Beteiligten, aber das **o.g. Zitat von Morgan Housel** sollte man bei der Beurteilung von Erfolg – und Misserfolg an der Börse stets vor Augen haben.

• ConValue SE • Brook 1 • 20457 Hamburg • Tel. +49 40 300323-50 • Fax +49 40 300323-51 •
• info@convalue.se • www.convalue.se •
• Sitz der Gesellschaft: Frankfurt am Main • HRB 117211 Amtsgericht Frankfurt am Main •