

ConValue<sup>+</sup>

SOCIETAS EUROPAEA



© Christopher Hein

# Geschäftsbericht 2021

## ConValue SE - Auf einen Blick

<b>Bilanzdaten</b>	<b>2021</b>
in TEUR	
Bilanzsumme	17.657
<b>Aktiva</b>	
Finanzanlagen	12.932
Wertpapiere	1.078
Forderungen/Sonstiges	31
Bankguthaben	3.616
<b>Passiva</b>	
Eigenkapital	17.619
Rückstellungen	38
Verbindlichkeiten	0
Eigenkapitalquote	99,79%
<b>Ergebnisdaten</b>	<b>2021</b>
in TEUR	
Umsatzerlöse	433
Jahresüberschuss	70
<b>Kennzahlen pro Aktie</b>	<b>2021</b>
in EUR	
Eigenkapital <sup>1)</sup>	1,05
Jahresüberschuss <sup>1)</sup>	0,004
<b>Angaben zur Aktie</b>	<b>2021</b>
Anzahl Aktien <sup>1)</sup>	16.750.000

<sup>1)</sup> Angabe zum Bilanzstichtag

**Panacea:**

- Patentlösung
- Allheilmittel

Doch auch Warren Buffett bzw. Berkshire Hathaway Inc. kann sich Bärenmärkten nicht entziehen. Zwischen Januar 2008 und Februar 2009 verlor die Aktie rund 45%.

## BRIEF AN DIE AKTIONÄRE

*„The first panacea for a mismanaged nation is inflation of the currency; the second is war. Both bring a temporary prosperity; both bring a permanent ruin. But both are the refuge of political and economic opportunists.“*

*Ernest Hemingway (1899-1961)*

### **Verehrte Aktionäre,**

dieser Brief an Sie war „eigentlich“ schon Ende Mai weitgehend fertig geschrieben. „Eigentlich“, weil wir dann eine goldene Journalistenregel durchbrochen haben, die da lautet: ***Ich recherchiere mir doch nicht meine eigene Meinung kaputt...*** Nachdem DAX und MDAX aber allein im Juni 2022 nochmals satte 12% bzw. 14% verloren haben, bekommen Sie nun aus Gründen der Effizienz eine Version mit kommentierenden Randbemerkungen, die der jüngsten Entwicklungen Rechnung tragen.

Vor Ihnen liegt also der Geschäftsbericht des Jahres 2021 der ConValue SE. Nicht im technischen Sinne, aber faktisch war es für die Gesellschaft nur ein **Rumpfgeschäftsjahr**, denn der operative Start im Kapitalmarkt erfolgte erst im Mai des letzten Jahres. Wie Sie dem Lagebericht entnehmen können, verlief das abgelaufene Geschäftsjahr recht erfolgreich mit einem leicht positiven Ergebnis. Wir hätten uns es daher einfach machen und Sie im Weiteren auf den Geschäftsbericht im nächsten Jahr vertrösten können. Wir glauben aber, unseren Aktionären – in Anbetracht der schwierigen Situation – zumindest volle Transparenz zu schulden.

Bedauerlicherweise hat sich die Entwicklung unseres Beteiligungsportfolios seit dem Start des laufenden Jahres – wenn auch im Einklang mit der internationalen Börsenentwicklung – **bedeutend verschlechtert**. Die Entwicklung des NAV von etwa minus 17% per 30. Juni 2022 seit dem Start der ConValue SE vor rund 13 Monaten ist eindeutig negativ. Wir können (und werden) dazu noch einiges sagen, aber die Fakten ändern sich dadurch nicht. Passend dazu der Hinweis, den man – vielleicht zu Unrecht – Warren Buffett zuschreibt: ***„The first rule of an investment is do not lose money. And the second rule of investment is do not forget the first rule.“***

Dem ist wenig hinzuzufügen. Ähnliches gilt übrigens auch für die inhaltsarmen Spielanalysen nach einem mehr oder minder bedeutenden Fußballspiel: *„Zuerst hatten wir kein Glück, und dann kam auch noch Pech dazu“.*

Ein Portfolio-Manager ist aber kein **Bildhauer, Schriftsteller** oder **Sternekoch**, deren Resultate weitgehend persönliche Geschmacksache sind. Von einigen Weltstars abgesehen, die man durchaus als Künstler bezeichnen kann, sind – hier wie dort – auch Fußballer und Portfolio-Manager erst einmal **Handwerker**. Am Ende zählt nur das qualitative Ergebnis ihrer Arbeit.

Und um es klar zu sagen: Wir haben in der Titelauswahl zumindest einen schweren „handwerklichen“ Fehler begangen, der uns rund

40% der gesamten (Buch-)Verluste gekostet hat. Von einigen anderen Unternehmen haben wir uns auch mehr versprochen. Alles, was Sie im Weiteren lesen werden, wird daran nichts ändern. Gleichwohl mögen einige der folgenden Gesichtspunkte – auch im Rahmen einer Selbstreflexion – von Interesse sein. Denn – daran gibt es keinen Zweifel – **wir befinden uns in einer ungewöhnlich schwierigen Marktphase**, die uns mit hoher Wahrscheinlichkeit auch noch über das Jahresende 2022 hinausbegleiten wird. Erst wenn die Frage der drohenden Energiekrise in Europa und speziell in Deutschland gelöst ist und zudem die EZB klare Signale sendet, dass Inflation und Zinsniveau (wieder) im Einklang stehen, dürften die Märkte einen neuen Aufwärtstrend etablieren.

## 1. Die Ausgangslage

Die ConValue SE in ihrer aktuellen Ausrichtung ist noch eine sehr junge Gesellschaft. Von den ersten Überlegungen für den mehrheitlichen Erwerb der ConValue SE im Oktober 2020 bis zur konkreten Beteiligung der neuen Aktionäre mit dem Eintrag der Kapitalerhöhung im Handelsregister (April 2021) vergingen rund sieben Monate. Der Zeitraum für die Umsetzung der Planungen war damit ungewöhnlich kurz. Gleichwohl ist der DAX in dieser Zeitspanne um weitere rund 3.000 Punkte auf etwa 15.300 gestiegen und **die Euphorie vieler Anleger stand** für nahezu jedes Unternehmen aus dem Bereich von Social Media und E-Commerce **kurz vor Ihrem Höhepunkt**. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe lag übrigens damals noch immer bei (märchenhaften) **minus 0,5%**.

**FOMO** (Fear of missing out), **TINA** (There is no alternative) und **TAM** (Total Addressable Market) waren u.a. die gängigen Leitmotive für viele (neue) Anleger. Ungemein viel „heißes“ Geld floss in den Markt, nicht zuletzt in (noch?) unprofitable – meist digitale – Geschäftsmodelle, begleitet von dem Versprechen, in der Zukunft einen nahezu grenzenlosen Markt bedienen zu können.

Insoweit sind wir erst sehr spät zur (Börsen-)Party gekommen – die dann ja auch recht schnell vorüber war. Zweifellos kein idealer Zeitpunkt für den Aufbau eines Aktienportfolios, aber wie heißt es so treffend: „**You play the hand you are dealt.**“

Gleichwohl war die Welt scheinbar noch weitgehend in Ordnung, auch für die sogenannten **Fünf Weisen des Sachverständigenrats**, der sich im **Frühjahr 2021** wie folgt äußerte: „**In Deutschland rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 3,1%. Im kommenden Jahr dürfte sich die wirtschaftliche Erholung nicht zuletzt gestützt durch den Abbau der aufgestauten privaten Ersparnisse und der weltweit steigenden Nachfrage mit hohem Tempo fortsetzen. Der Sachverständigenrat erwartet für das Jahr 2022 einen Anstieg des BIP um 4,0%. Die Verbraucherpreisinflation dürfte vor allem in diesem Jahr aufgrund höherer Energiepreise sowie des Auslaufens der Umsatzsteuersenkung vorübergehend anziehen. Für die Jahre 2021 und 2022 rechnet der Sachverständigenrat mit jahresdurchschnittlichen Inflationsraten in Deutschland von 2,1% beziehungsweise 1,9%.“**

Es stellt sich die Frage, ob unsere rigorose Selbstkritik auch noch für einen sogenannten Bärenmarkt gilt. Aus technischer Sicht wird von einem Bärenmarkt gesprochen, wenn ein breiter Marktindex um mindestens 20% über einen Zeitraum von mindestens zwei Monaten fällt – gerechnet vom letzten Höchststand.

Der DAX-Kursindex hat seit dem Allzeithoch am 5. Januar 2022 in diesem Jahr 23,5% verloren, der S&P 500 rund 21%. Für den populären US-Index war dies der schlechteste Jahresstart seit 1970. Der iShare Core U.S. Aggregate Bond Index (AGG) verlor 11%, das historisch schlechteste Ergebnis überhaupt.

Wie lange ein „Bear Market“ dauert, ist naturgemäß nicht vorhersehbar.

Seit 1950 wurden für den S&P 500 sechzehn Bear Markets gezählt. Die durchschnittliche Laufzeit währte 338 Tage, der durchschnittliche Indexverlust betrug gut 30%. Um den Break Even Punkt (wieder) zu erreichen, vergingen im Schnitt (weitere) 603 Tage oder 1,7 Jahre. Die Streuung um den Mittelwert ist allerdings sehr hoch und die Zählweise unterschiedlich. So oder so ist kein schnelles Ende absehbar. Zwischenzeitliche Bärenmarktrallies, die regelmäßig in einer extrem überverkauften Lage entstehen, stehen dieser Einschätzung nicht entgegen.

Wie man sich auch als berufsmäßiger „Wirtschaftsweiser“ täuschen kann...

”

## 2. Die Umsetzung

Es ist das Konzept unserer Gesellschaft, sich an „preiswerten“ Unternehmen mit einem überzeugenden Geschäftsmodell und einem ausgezeichneten Management zu beteiligen. Sinngemäß gilt das auch für die zusätzlich erworbenen Fondsbeteiligungen. Wir verstehen uns dabei als Investoren mit einer mehrjährigen Anlageperspektive. Eine kurzfristige Portfolio-Umschichtung ist uns weitgehend fremd. Nicht zuletzt, weil wir uns – man kann es durchaus so sagen – als „Nischenplayer“ auch an kleineren und illiquideren Unternehmen beteiligen, die ihr Potential erst in der weiteren Zukunft entfalten können.

Konsequenterweise haben wir uns daher auch mehrere Monate mit der Zusammensetzung des Portfolios Zeit gelassen, aber letztlich mussten wir uns in dem vorgegebenen Marktumfeld mit den seinerzeit aktuellen Börsenkursen bewegen.

Insoweit reflektiert die Zusammenstellung des ConValue-Portfolios primär unseren **Erkenntnisstand der wirtschaftlichen Verhältnisse in der zweiten Jahreshälfte 2021**. Keine Frage: Da auch damals im Wortsinne **preiswerte** Aktien rar waren, haben wir für unsere Fondsbeteiligungen einschließlich der verschiedenen Fondsanteile – wie man aus heutiger Sicht weiß – zweifellos zu viel bezahlt. Aber was bedeutet „zu viel“ eigentlich? An dieser Stelle ist vielleicht der Exkurs auf der letzten Seite hilfreich, der grundsätzlich die Preisbindung im Aktienmarkt beleuchtet und wesentlich auf Erkenntnissen von **Alfons Cortes**, Senior Partner der Schweizer **UNIFINANZ**, beruht.

## 3. Der Status Quo

Bildlich gesprochen könnte man also sagen, ConValue ist noch mit den (Sommer-)Reifen des letzten Jahres unterwegs, wenn doch aktuell an den Börsen Winterreifen oder zumindest „All-Seasons Tyres“ nötig wären. Zu erkennen ist dies z.B. an der Entwicklung unserer Beteiligungen **MLP AG** und der **Lloyd Fonds AG**. Beides sind Unternehmen mit einem überzeugenden Geschäftsmodell und sehr professionellem Management. Gleichwohl ist ihr wirtschaftlicher Erfolg und ihre Kursentwicklung – durch die Komponente der Performance-Fees für die verwalteten Anlagegelder – in erheblichem Maße an die (aktuell negative) Börsenentwicklung gekoppelt.

Nun lässt sich aber ein Beteiligungsportfolio nicht so einfach auswechseln wie ein Satz Reifen. Das mag am Ende des Tages auch Vorteile haben. Wer einmal die hektischen Reifenwechsel in der Formel 1 zwischen **Slicks**, **Intermediate** und **Full Wet** bei wechselnden Wetterverhältnissen gesehen hat, wird erkennen, dass mit einer ähnlichen Taktik kaum langfristige Erfolge im Portfolio-Management zu erzielen sind.

Aber keine Frage: Stand heute wären **Rohstoff-Unternehmen, der Besitz von Wind- und Solarparks, Reedereien oder gar WaffenhHersteller** die bessere Wahl gewesen.

Und man sollte auch nicht vergessen, dass es auch eine Reihe weiterer Aktien gibt, die sich gut bis sehr gut gehalten haben. Dazu gehören die **Deutsche Telekom, Deutsche Börse** oder **McDonalds** und – wie so häufig – **Berkshire Hathaway**. Es war also in jedem Fall möglich, gravierende Verluste zu vermeiden...

#### 4. Die Fehler

Wir haben es dargestellt: das ConValue-Portfolio hat zumindest bei seinen direkten Investments keine Beteiligung, die von der aktuellen geopolitischen Situation profitieren kann. Das ist grundsätzlich bedauerlich, aber letztlich konsequent. Wer den Überfall auf die Ukraine nicht kommen sah, hatte wenig Veranlassung, z.B. die deutschen Aktien **Rheinmetall** und **Hensoldt** im Portfolio zu halten. Wind- und Solarparks erzielen eine weitgehend fixe jährliche Rendite, deren Attraktivität grundsätzlich mit steigenden Renditen im Bondmarkt abnimmt. Reedereien durchleben regelmäßig den „Schweinezyklus“ durch die Bereitstellung zusätzlicher Transportkapazitäten auf dem zyklischen Höhepunkt der Containernachfrage. Und erfolgreiche Investments in Rohstoffunternehmen sind vorrangig eine Frage des Market-Timings. Selbst der australische Rohstoff-Riese **BHP Group** ist kursmäßig in den letzten 10 Jahren nicht wirklich vom Fleck gekommen.

Aber keine Frage: **wir haben keine Stricke zerrissen**, wie man in der Schweiz so schön sagt. Die Abhängigkeit von der Börsenentwicklung von **MLP AG** und **Lloyd Fonds AG** haben wir erwähnt. Das norwegische Kreuzfahrt-Startup **Havila Kystruten AS** hat stark unter der deutlich verspäteten Ablieferung seiner beiden modernen Fährschiff-Neubauten gelitten. Die **Bauer AG** – in Erinnerung geblieben ist unser Besuch im oberbayerischen Schrobenhausen beim Spezialisten für Spezialtiefbau – leidet u.a. an dem Corona-bedingten Stillstand auf verschiedenen asiatischen Baustellen.

Porsche und die mittlerweile verkauften VW-Aktien sind schwer von der Lieferketten-Problematik betroffen. Laut VW-CEO **Herbert Diess** verdient die VW-Gruppe aktuell allerdings **so viel wie nie** und der angekündigte Börsengang der bislang nicht notierten **Porsche AG (Umsatzrendite 18%)** könnte sich auch positiv auf die Aktien der **Porsche Automobil Holding SE** auswirken. Vielleicht ein Lichtblick. Mit einigem guten Willen kann man – angesichts der aktuellen Verwerfungen im Kapitalmarkt – vielleicht noch „mildernde Umstände“ für die Beteiligungsauswahl der obigen Unternehmen in Anspruch nehmen. Und was (tief) gefallen ist, kann in einem günstigeren Börsenumfeld auch wieder steigen.

Diese mildernden Umstände für unsere bedeutende Beteiligung an der **Corestate Capital Holding S.A.** zu erwarten, wäre allerdings ebenso vermessen wie verfehlt. Die Frage „**Wie konnten wir uns nur an dieser Firma beteiligen?**“ – deren Geschäftsmodell man mit Fug und Recht als „**Finanz-Hochseilartistik**“ bezeichnen darf – haben wir uns in den letzten Monaten dutzendfach gestellt.

Um es vorwegzunehmen: Wir hatten im letzten November – innerhalb eines kurzen Zeitfensters – die Offerte erhalten, Aktien der **Corestate Capital Holding S.A.** im Rahmen einer umfangreichen Privatplatzierung zu erwerben. Der Kaufpreis von 9 Euro – nur wenig über dem „Allzeit-Tief“ – schien in dem damals noch immer sehr günstigen Zinsumfeld und einem sehr stabilen Immobilienmarkt nicht unattraktiv. Dies umso mehr, als sich ein grundsätzlicher Wechsel im Aktionärskreis abzeichnete, von dem wir uns eine aussichtsreiche

Zum Thema „Pork Cycle“: Die Reederei EVERGREEN International hat im Mai die **Ever Alot**, das zweite ihrer sechs bestellten ULCV-Containerschiffe (400 m lang, 62 Meter breit, 24.000 TEU) in Empfang genommen. Bis Ende 2024 haben Reedereien weltweit insgesamt 500 neue Containerschiffe bestellt - mit Kapazitäten von 15.000 bis 24.000 TEU. Damit werden sich die verfügbaren Transportkapazitäten um etwa 25 % erhöhen. Die Frachtraten sollten (spätestens) dann wieder (deutlich) sinken.

So verloren z.B. auch die Aktien der Vonovia AG, der Deutsche Wohnen AG (mittlerweile zu 93% eine Tochtergesellschaft der Vonovia) und TAG Immobilien AG jeweils mehr als 50% in den letzten 12 Monaten

Perspektive versprochen. Ohne Zweifel hatten wir uns damit aber auf einen Balanceakt eingelassen, der von Ihnen mit Recht kritisch hinterfragt wird.

Denn als im ersten Quartal dieses Jahres der „perfekte Sturm“ (Zinswende, Inflation, Energiekosten) für Immobiliengesellschaften ausbrach, bewahrheitete sich einmal mehr eine der besten Beobachtungen von Warren Buffett: **„It's only when the tide goes out that you find out who's been swimming naked.“** Dieses kluge (und oft erwähnte) Zitat trifft insbesondere auch auf die **Corestate Capital Holding S.A. zu**. Nun ist hier nicht der geeignete Platz, um die Corestate-Hiobsbotschaften der letzten Monate im Detail zu bewerten – verschiedene Finanzmedien haben das bereits getan. **Die bittere Ironie liegt darin, dass wir es eigentlich hätten besser wissen müssen.** Denn im Mai 2020 – mithin noch rund 12 Monate vor dem Start der ConValue SE – hatte ein versierter Schweizer Kollege für uns – als die Aktie im Bereich **um 18 Euro** notierte – einen (internen) Report über Corestate verfasst, **der an gesundem Urteilsvermögen nichts zu wünschen übrig lässt.** Auszüge daraus möchten wir Ihnen in der folgenden Zusammenfassung nicht vorenthalten:

*„...Insgesamt erscheint das Geschäftsmodell der Corestate als Asset Manager und „Immobilien-Strukturierer“ stark abhängig von Transaktionen und entsprechenden Fee-Income. Es muss im Grunde ein ständiger „Projektnachschub“ mit einer dynamischen Projekt-Pipeline vorgehalten werden, um die Equity Story – und die „Gebührenmaschine“ – am Laufen zu halten. Ein Marktumfeld mit (deutlich) weniger Transaktionen und/oder rückläufigen Gebühreneinnahmen sowie eine (temporäre) Eintrübung im Immobilienmarkt – dürfte deshalb für das bilanziell stark gehebelte Geschäftsmodell (siehe Wandelanleihen) nachteilig sein.*

*Die stark verästelte Konzernstruktur der in Luxemburg domizilierten Obergesellschaft präsentiert sich – von außen betrachtet – sehr komplex und ist in den Details praktisch nicht zu durchdringen. Unter dem Holding-Dach gibt es – NACH einer Strukturbereinigung im abgelaufenen Jahr – nicht weniger **als 127 (!) Tochtergesellschaften** in unterschiedlichsten Rechtsräumen (Quelle: Geschäftsbericht 2019, S. 126-132).*

*Der „Gamechanger“ – auch bilanziell – war der zu einem guten Teil kreditfinanzierte (und über Aktien aus einer Sacheinlage) Erwerb **der teuren HFS Helvetic Financial Service AG aus Privatbesitz von Norbert und Sandra Ketterer, Christoph Meyer sowie Marcellino Graf zu Hoensbroech.** Die Kaufpreiszahlung in Höhe von insgesamt 620 Mio. Euro erfolgte durch die Ausgabe von rund 7,4 Mio. neuen Aktien gegen Sacheinlage aus Genehmigtem Kapital an die HFS-Gesellschafter sowie mit Fremdkapital und aus eigenen Mitteln. Der rechnerische Ausgabepreis der Aktienkomponente lag bei umgerechnet 45 EUR je Aktie.*

*Aus diesem Kauf im Juni 2017 hat man bis heute den hohen Goodwill in der Bilanz und keiner weiß im Zweifel, ob dieser Goodwill werthaltig und die Akquisition den bezahlten Preis auch wert ist.*

Am 20. April 2022 teilte die Corestate Capital Holding S.A. mit, dass bei der Helvetic Financial Services (HFS) der Goodwill um 175 Mio. Euro auf 345 Mio. Euro wertberichtigt wurde,

Am 14. Juni 2022 teilte Corestate mit, dass „substantielle Wertanpassungen im Segment Real Estate Debt sowie eine (weitere) Risikovorsorge für ausstehende Performance-Gebühren und Brückenfinanzierungen bei der **Helvetic Financial Services** in Höhe von 392 Mio. Euro vorgenommen wurden.“

Damit wurde in weniger als vier Jahren nach dem Erwerb der HFS **der komplette Kaufpreis wertberichtigt.**

Die Gesellschaft hat für meinen Geschmack relativ wenige „Hard Assets“ in der Bilanz, ist zudem stark von Transaktionen und Fee Incomes abhängig.

Störend aus meiner Sicht auch, dass der schillernde **Corestate-Gründer Ralph Winter** bis Dezember 2019 praktisch alle seine Aktien – zum Listing 2016 waren es 66% – mittlerweile an Institutionelle platziert und in großem Stil Kasse gemacht hat. Angeblich, weil er in die USA auswandern wollte.

Aber auch Familie Ketterer und ihre Mitgesellschafter haben ihren Schnitt längst gemacht, über die Cash-Komponente von 289 Mio. Euro aus dem HFS-Verkauf. Die Aktienkomponente von 331 Mio. Euro gab's noch dazu. Die Schweizer Finanz und Wirtschaft (7. März 2020) beschreibt Norbert Ketterer – unter Bezugnahme auf nicht genannte „Insider“ – als „**begnadeten Verkäufer**“ und begründet diese Einschätzung u.a. mit dem Verkaufspreis der HFS Helvetic Financial Services.“

## 5. Die Zukunft

### „Every trade makes you richer or wise but never both“

Sollte dieses (anonyme) Zitat zutreffen, müssten wir – zumindest in der Theorie – in den letzten Monaten zumindest sehr weise geworden sein. Darüber hinaus gibt es wenig belastbare Fakten. Aller Erfahrung nach befinden wir uns an den allermeisten Kapitalmärkten in einer Baisse, wobei ihr Auftreten in Intervallen unvermeidlich zu sein scheint.

Verschärft durch die Rohstoffkrise mit dem Ausgangspunkt des Ukraine-Kriegs sowie den Nachwirkungen der nach wie vor virulenten Corona-Pandemie versuchen die Zentralbanken, die größten Exzesse der ultra-expansiven Geldpolitik der letzten 10 Jahre „zurückzudrehen“.

Der Erfolg dieser kritischen Mission ist ein extremer Balanceakt mit ungewissem Ausgang. Bevor sich hier greifbare Resultate abzeichnen, bleiben viele Anleger mit bedeutenden Anlagevolumen an der berühmten Seitenlinie und warten ab.

Wie wir versucht haben darzustellen, steht dieser (nachvollziehbare) „Käuferstreik“ zwar in keinem direkten Zusammenhang mit dem Wert vieler Unternehmen, bestimmt aber maßgeblich die gegenwärtigen Aktien- und Anleihekurse. Ob und wann sich Preis und Wert an der Börse wieder annähern, können wir nicht vorhersagen. Wir können nur die Ruhe bewahren und auf die im Kern gesunde Struktur unseres und Ihres Portfolios vertrauen. Vielleicht gelingt ja sogar der Corestate Capital Holding S.A. nochmals eine Wiedergeburt – das neue Management gibt jedenfalls sein Bestes, was man sich von den Vorgängern auch gewünscht hätte.

Genießen Sie trotzdem den Sommer.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Olaf Hein

Volker Lemke

Sein hart verdientes Geld weiß Norbert Ketterer auch weiterhin gewinnbringend anzulegen. Denn unterdessen wurde Norbert Ketterer als Trikotsponsor des FC Zürich mit seiner neuen Firma **NOKERA** ([www.nokera.com](http://www.nokera.com)) – zumindest indirekt - Schweizer Fußballmeister 2021/22.

Und vielleicht gibt es doch noch ein Happy Ending – angesichts der jüngsten Veröffentlichungen nicht unbedingt für die jetzigen Aktionäre der Corestate Capital Holding S.A., aber für die aufstrebende NOKERA und die ökologische Zukunft im Wohnungsbau. Wie der NOKERA-Homepage zu entnehmen ist, errichtet die Gesellschaft „in der Nähe von Magdeburg bis Ende 2022 die weltweit größte Green-Construction-Factory zur Produktion von bis zu 20.000 Wohnungen pro Jahr in ressourcen-effizienter Holzbauweise“.



## Lagebericht der ConValue SE, Frankfurt am Main, für das Geschäftsjahr 2021

### 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 eigenen 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. Historie der Gesellschaft

Die ConValue SE wurde im Jahr 2019 mit einem Grundkapital von EUR 250.000 durch die Instant IPO SE gegründet. Neben der Instant IPO SE als Großaktionär beteiligten sich dabei ursprünglich etwa 25 Investoren an der Gesellschaft. Im November 2020 wurden rund 80% der Gesellschaftsanteile an private Investoren bzw. deren Beteiligungsgesellschaften verkauft.

Die Aktionäre der ConValue SE fassten im Februar 2021 auf der ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft u.a. den Beschluss, eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen durch Ausgabe von **bis zu 16.500.000 Aktien** im rechnerischen Nennwert von je EUR 1,- **zum Bezugspreis von EUR 1,05 je Aktie** durchzuführen. Die neuen Aktien wurden den Aktionären der Gesellschaft im **Verhältnis 1:66** von der **Quirin Privatbank** zum Bezug angeboten. Mit der Zeichnung aller angebotenen 16.500.000 Aktien wurde die Kapitalerhöhung der ConValue SE erfolgreich umgesetzt und am 19. April 2021 im Handelsregister in Frankfurt eingetragen.

Die Aktien der ConValue SE sind im Freiverkehr der Börsen Düsseldorf und Berlin notiert.

#### 3. Leitung und Kontrolle

Die ConValue SE wird eigenverantwortlich vom Vorstand geleitet. Der Vorstand bestand im Jahr 2021 aus einer und besteht seit dem 1. Februar 2022 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 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 2021**

Die Corona-Pandemie hat auch im Jahr 2021 die Weltwirtschaft und damit die Finanzmärkte entscheidend geprägt. Nach dem konjunkturellen Einbruch im März 2020 sorgten die entwickelten Impfstoffe und der Fortschritt der Impfkampagnen dafür, dass Lockdowns – wie noch im Jahr zuvor – weitgehend ausblieben. Gleichwohl hat es während des gesamten Jahres 2021 international und regional zeitweise stark differenzierte Maßnahmen zur Pandemiebekämpfung gegeben.

Das globale Wirtschaftswachstum konnte sich aber, auch durch die umfangreichen wirtschafts- und geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen, seit dem Frühjahr 2021 kräftig erholen und lag um über 5% höher als im Vorjahr. Besonders beeindruckend: Die Unternehmensgewinne stiegen weltweit um mehr als 50% und lagen damit um 20% höher als vor dem Ausbruch von Corona.

Insgesamt ist die deutsche Wirtschaft **im Jahr 2021 um 2,7%** gewachsen, nachdem es ein Jahr zuvor pandemiebedingt einen Rückgang um 4,6% gegeben hatte.

Grundsätzlich litt die Industrie unter gravierenden Lieferengpässen bei zentralen Vorprodukten und konnte ihre Produktion – trotz voller Auftragsbücher – nicht wieder komplett hochfahren. Viele Dienstleister in den Bereichen Gastronomie, Hotels, Messen, Sport oder Kultur mussten pandemiebedingt zu Beginn und auch wieder gegen Ende des Jahres schmerzhaft Einschränkungen ihrer wirtschaftlichen Aktivitäten verkraften.

Am Arbeitsmarkt hielt die Erholung bis zum Jahresende 2021 an, die Unsicherheit in Bezug auf die weitere Entwicklung hat durch neu auftretende Varianten aber wieder zugenommen. Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung verringerten sich im Dezember saisonbereinigt abermals um 32.000 auf 2,33 Mio. Personen. Auch bei Erwerbstätigkeit und sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung setzte sich der positive Verlauf fort. Damit waren Ende 2021 **45,4 Millionen** Menschen in Deutschland erwerbstätig und damit sogar etwas mehr als im Jahr 2019, dem Jahr mit der bislang höchsten Beschäftigungszahl.

Da der Nachfrageschub 2021 auf eine reduzierte Angebotsseite samt Lieferkettenproblemen gestoßen ist, kam es in der Folge bereits im vergangenen Jahr zu einem ungeahnten Höhenflug der Inflation. **Mit 5,3% im Dezember** waren in Deutschland die höchsten Preissteigerungsraten seit 30 Jahren zu verzeichnen. Insgesamt betrug die durchschnittliche Inflationsrate 2021 im Durchschnitt 3,1%, einen höheren Stand gab es zuletzt im Jahr 1993. Einen wesentlichen Teil dazu beigetragen haben die Entwicklungen an den Rohstoffmärkten, die ebenfalls von einem deutlichen Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage geprägt waren. Besonders die Preise für Öl und Gas sind zum Jahresende hin deutlich gestiegen.

## **2. Das Börsenjahr 2021**

Der DAX beendete das Börsenjahr 2021 am letzten Handelstag an der Frankfurter Börse mit einem Stand von **15.885 Punkten**. Das waren knapp **16%** mehr als beim Jahresstart im Januar. Damit schloss der DAX zum neunten Mal in zehn Jahren zum Jahresende im positiven Bereich. Dabei konnte man dem DAX mangelnde Volatilität in den vergangenen zwölf Monaten nicht vorwerfen. Nach einem eher holprigen Start mit spürbaren Abschlügen ging es im März mit einem Plus von mehr als 1.000 Punkten deutlich nach oben. Die kalte Dusche kam dann im Spätsommer. Das deutsche Börsenbarometer verzeichnete im September ein Minus von rund 1.500 Punkten, um im Oktober wieder in den Aufwärtstrend zurückzufinden und im November das **Allzeithoch von 16.290 Punkten** zu erklimmen. Erheblichen Einfluss auf diese Entwicklung dürfte die Entscheidung der Europäischen Zentralbank gehabt haben, ungeachtet der hohen Inflationszahlen vorerst an ihrer Niedrigzinspolitik festzuhalten.

### 3. Geschäftsverlauf 2021

Als wir im Mai 2021 – nach Eintragung der Kapitalerhöhung – die ersten Wertpapiere für das ConValue-Portfolios erwarben, wussten wir um den schwierigen Startzeitpunkt. Dass es in den kommenden 12 Monaten allerdings so außergewöhnlich herausfordernd werden würde, konnten wir uns (leider) auch nicht vorstellen.

Der DAX notierte vor Jahresfrist mit **15.600 Punkten** nur unwesentlich unter seinem „**All Time High**“ und war in den zurückliegenden 12 Monaten bereits um **50% gestiegen**. Der **NASDAQ-100** – mit berühmten Unternehmen wie **Alphabet, Amazon, Apple, Intel, Meta** (aka Facebook), **Netflix** oder **Microsoft** und übrigens auch **T-Mobile** – hatte sich gar in den letzten 12 Monaten **verdoppelt** und seit **2012 verfünffacht**. Auch der Ölpreis hatte sich in den zurückliegenden 12 Monaten bereits wieder auf 65 Dollar pro Barrel verdoppelt und COVID-19 (damals noch die Delta-Variante) war noch immer weit verbreitet. Zusätzlich stiegen die Inflationserwartungen, ergaben sich weltweite Lieferengpässe und die Aussichten auf den Ausgang für die Bundestagswahl waren unsicher – es gab und gibt sicher günstigere Zeitpunkte, um mit dem Aufbau (s)eines Portfolios zu beginnen – wie wir auch in unserem Aktionärsbrief Ende Dezember schrieben.

Folgerichtig haben wir den Portfolioaufbau über mehrere Monate auch **bewusst zeitlich gestreckt** und einen Bogen um die auffälligsten Börsenexzesse gemacht – wie z.B. die 613 (!) SPACs (*Special Purpose Acquisition Companies*), die 2021 neu an den US-Börsen notiert wurden neben weiteren 37 in Europa. Einen (weiteren) Bogen haben wir auch um sämtliche der oben aufgeführten NASDAQ-100-Aktien geschlagen, die von ihren Höchstständen mittlerweile zwischen 25% (Apple) und 74% (Netflix) abgegeben haben.

Vordergründig waren wir damit auch erfolgreich, so konnten wir einige schöne Gewinne realisieren (nota bene mit **Profoto Holding AB** - Börse Stockholm) und im Portfolio auch stille Reserven aufbauen, trotz notwendiger Wertberichtigungen u.a. auf die **Bauer AG** und **Havila Kystruten**. Dank noch geringer Verwaltungskosten im Rumpfgeschäftsjahr wurde ein **Jahresüberschuss von EUR 69.961** erzielt.

### III. ERTRAGS-, VERMÖGENS- UND FINANZLAGE

#### 1. Finanz- und Vermögenslage der Gesellschaft

Das Anlagevermögen setzt sich im Wesentlichen zusammen aus Anteilen an verbundenen Unternehmen in Höhe von EUR 1.000.000 (Vorjahr EUR 0) sowie Wertpapieren des Anlagevermögens in Höhe von EUR 11.932.070 (Vorjahr EUR 0).

Die Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände betragen am 31. Dezember 2021 EUR 23.100. (Vorjahr EUR 0).

Die im Umlaufvermögen ausgewiesenen Wertpapiere beliefen sich Ende 2021 auf EUR 1.077.703 (Vorjahr EUR 0). Darüber hinaus verfügte die ConValue SE über liquide Mittel in Höhe von EUR 3.616.408 (Vorjahr EUR 225.010) zum Bilanzstichtag.

Das bilanzielle Eigenkapital beträgt per 31. Dezember 2021 EUR 17.619.471 (Vorjahr: EUR 224.510). Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 99,79% (Vorjahr: 99,77%).

## **2. Ertragslage der Gesellschaft**

Die sonstigen betrieblichen Erträge betragen EUR 473.285 (Vorjahr EUR 0) und resultieren aus den Erlösen aus Wertpapierverkäufen des Anlage- und Umlaufvermögens vermindert um die Anschaffungskosten der Wertpapiere des Anlage- und Umlaufvermögens sowie die auf die Veräußerungen entfallenden Verkaufsgebühren.

Im Berichtsjahr wurden Abschreibungen auf Wertpapiere in Höhe von EUR 265.623 (Vorjahr EUR 0) vorgenommen.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen betragen EUR 123.674 (Vorjahr EUR 0). Als wesentliche Positionen sind hier die Aufwendungen für die Kapitalerhöhung und die Börsennotierung in Höhe von EUR 36.294 (Vorjahr EUR 10.488), Kosten für die Durchführung der Hauptversammlung in Höhe von EUR 35.220 (Vorjahr EUR 0) sowie Aufwendungen für Prüfungs-, Rechts-, Beratungs- und Buchführungskosten in Höhe von EUR 30.526 (Vorjahr EUR 13.078) zu nennen.

Der Jahresüberschuss 2021 beträgt EUR 69.961 (Vorjahr Jahresfehlbetrag EUR 24.669). Für das Geschäftsjahr 2021 definieren wir das Jahresergebnis als maßgeblicher finanzieller Leistungsindikator. Zukünftig wird auch die Veränderung des Net Asset Values des Beteiligungsportfolios eine Rolle spielen.

Da die Gesellschaft erst im Berichtsjahr 2021 ihren Geschäftsbetrieb aufgenommen hat, kann noch keine Bewertung hinsichtlich einer Entwicklung im Vergleich mit den Vorjahreszahlen erfolgen.

## **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

Marktbeobachtung. 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 Anteilsbesitzes

Der Aktionär ist als Mitinhaber mit seinen Aktien am Eigenkapital 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 den Liquidationserlös, wenn alle Ansprüche der Gläubiger befriedigt worden sind.

### b) Risiko von Kursschwankungen

Die beiden prägenden Risikofaktoren, die allgemein als Marktrisiko („Beta“) und das als 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 spielen hierbei nur eine zweitrangige Rolle. Auch besonnene Anleger sind daher dem Risiko ausgesetzt, dass es durch massenpsychologisches (selbstreferenzielles) Verhalten – geschürt von Hoffnungen, Gier, Ängsten 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 Unternehmensbesuche 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 an Anteilen 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

„*Transitory*“ oder „*Vorübergehend*“ – Kein anderes Wort nahmen Notenbanker dies- und jenseits des Atlantiks bis vor wenigen Monaten häufiger in den Mund, um die seit Sommer 2021 über 2% liegenden Inflationsraten zu kommentieren. Noch im September 2021 erwartete die EZB, dass die Inflation 2022 im Durchschnitt bei 1,7% und 2023 gar nur mehr bei 1,5% liegen würde. Mittlerweile prognostiziert die **Deutsche Bundesbank** in ihrem am 10. Juni 2022 veröffentlichten Monatsbericht eine Inflationsrate in Deutschland im Jahresdurchschnitt von **mindestens 7%** – und damit sogar mehr als Anfang der achtziger Jahre.

Und noch vor wenigen Wochen merkte **EZB-Präsidentin Christine Lagarde** an, dass die EZB nicht von einem Abrutschen der Eurozone in eine Stagflation ausgehe. Doch auch diese Prognose dürfte sich als Irrtum erweisen, nicht nur in der Eurozone, sondern auch in den USA und in vielen weiteren Ländern. Denn der Russland-Ukraine-Krieg hinterlässt tiefere Spuren für die Wachstumsdynamik und Preisentwicklung als wohl auch von der EZB erwartet. Der weitgehende Ausschluss Russlands aus dem weltweiten Wirtschaftskreislauf (seit Februar hat die EU **sechs Sanktionspakete** gegen Russland verhängt) sowie der kriegsbedingte Ausfall der Ukraine belasten Konjunktur und Konsumenten-Vertrauen.

Russland ist jeweils unter den **Top 3** der Weltmarktproduzenten von **Erdgas, Erdöl, Kohle, Düngemittel** und **Getreide**. Dazu kommen die Ausfälle der **Ukraine** als Lieferant von **Mais, Weizen** oder **Eisenerzpellets**. Der auf absehbare Zeit auf dem Weltmarkt nicht kompensierbare Ausfall dieser essentiellen Rohstoffe ist dann auch die primäre Ursache für die eskalierende Inflation. Der Russland-Ukraine-Krieg und die Sanktionspolitik gegen Russland verteuerten nicht nur die Preise für Energie und Nahrungsmittel, sondern erhöhen auch deren Volatilität.

Hinzu kommen die Störungen der Lieferketten, welche z.B. für die Automobil- und Elektroindustrie von hoher Bedeutung sind. Nachdem die globale Konjunktur nach dem harten „Corona-Winter“ gerade wieder zur Beschleunigung ansetzte, bedeutet der Konflikt in Osteuropa nun einen erneuten deutlichen Dämpfer für die Wachstumsaussichten.

Die sich nun auf dem höchsten Niveau seit 40 Jahren befindliche Inflation mindert zudem die Realeinkommen und wird in weiterer Folge die Nachfrage reduzieren. Angesichts der bemerkenswert hohen Konjunktur-Stützungsmaßnahmen zur Überwindung der Corona-Krise (z.B. in den USA mit 1,9 Billionen Dollar im März 2021) und der erhöhten Sparneigung während der Pandemie wird es den Konsumenten vielfach noch erlaubt sein, ihr reales Konsumniveau zu halten.

Doch dieses Polster wird angesichts der rasanten Teuerung insbesondere bei den Energiepreisen schneller aufgebraucht sein, als es den Konsumenten lieb sein dürfte. In den USA ist die Sparquote bereits deutlich unter das Vor-Corona-Niveau gefallen. Der GfK-Konsumklima-Index, der die Konsumneigung deutscher Privathaushalte misst, fiel im Mai 2022 auf einen Indexwert von **-26,6**



**Punkten.** Damit stürzt das Konsumklima auf einen neuen historischen Tiefststand und unterschreitet deutlich das bisherige Rekordtief aus dem Frühjahr 2020 während des ersten Corona-Lockdowns.

Die Bundesbank rechnet in ihrer jüngsten Prognose vom Juni für die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2022 nur noch mit **plus 1,9 %**, nachdem die OECD im letzten Dezember noch einen Zuwachs von **4,1 %** prognostiziert hatte.

## **2. Die Entwicklung des Kapitalmarkts im Jahr 2022**

Seit Anfang des Jahres sind die Kurse sowohl an den Aktienmärkten als auch bei Anleihen deutlich zurückgegangen. Die Aktienmärkte sind seit Jahresbeginn in vielen Ländern um mehr als 15% und in einigen Fällen sogar um mehr als 20% gefallen – beispielsweise der US-amerikanische (IT-lastige) NASDAQ 100. Auch der DAX hat seine deutlichen Gewinne aus dem Vorjahr aktuell (Mitte Juni 2022) **wieder komplett abgegeben**.

An den **Anleihenmärkten** hat sich seit Jahresanfang ein Kurseinbruch von historischen Dimensionen vollzogen. Die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere verzeichneten **einen der stärksten Einbrüche ihrer Geschichte**. Staatsanleihen und Investment-Grade-Unternehmensanleihen sind um rund 10% gefallen. Anleihenmärkte spielen dabei in der Regel eine wichtige Vorreiterrolle in Bezug auf die künftige Konjunkturlage und die Entwicklung der geldpolitischen Maßnahmen.

Da sowohl die Aktien als auch die Anleihenmärkte zurückgingen, kamen die historischen Vorteile der Diversifizierung nicht zum Tragen. Infolgedessen waren ausgewogene Portfolios mit traditionellen Anlageklassen im ersten Halbjahr 2022 nicht in der Lage, die Anleger zu schützen. Nur Rohstoffe – mit einem Anstieg von mehr als 30% in diesem Jahr – und der US-Dollar trugen dazu bei, die traditionellen Vermögensallokationen zu diversifizieren.

Die Ursachen für diese (Kurs-)Entwicklungen liegen auf der Hand. Die Inflation ist ausgeprägter und wesentlich stabiler, als Anleger und Zentralbanken vor einigen Quartalen erwartet hatten. Im Mai stieg die Inflationsrate in den **USA um 8,7%**, den höchsten Stand **seit mehr als 40 Jahren**. Infolgedessen hinken die Zentralbanken, insbesondere die EZB, der Entwicklung hinterher und werden nun die Geldpolitik viel (?) schneller straffen (müssen) als bislang erwartet. Die Fed hat Anfang Mai den Leitzins um 50 Basispunkte **angehoben und am 15. Juni um weitere 0,75% auf 1,75% – der größte Zinsschritt seit 1993**. Die EZB folgte am 9. Juni 2022 mit einem Zinsschritt um 0,25% – was allgemein als „**to little to late**“ angesehen wird. Aktuell spiegelt die Marktwertwartung einen Euribor 3- Monats-Zinssatz von fast 2% im März des kommenden Jahres wider. Insoweit rechnete der Markt damit, dass die EZB die Zinsen in den nächsten Monaten weiter kontinuierlich anheben wird.

Insoweit glauben viele Anleger, dass die Fed in den USA und insbesondere die EZB in Europa **„behind the curve“** liegen, d.h., dass die (verspätete) Anhebung der Zinsen, um die Inflation zu bekämpfen, wenig Erfolg haben wird. Unisono fürchtet der Kapitalmarkt daher, dass die Zentralbanken mittelfristig noch weit höhere Leitzinsen implementieren müssen, um die Inflation wieder „einzufangen“. Neben der damit regelmäßig folgenden, fühlbar rückläufigen

Konjunktorentwicklung führt eine solche Entwicklung nahezu unvermeidlich zu einer „**Multiple Contraction**“ bei der Bewertung von Aktien, nachdem viele Jahre lang eine „**Multiple Expansion**“ auf Grund sinkender Zinsen für fröhliche Gesichter bei den Anlegern – insbesondere bei sogenannten **Growth Stocks** – gesorgt hat.

### 3. Ausblick auf die Entwicklung des Beteiligungsportfolios

„*Stocks take the stairs up and the elevator down*“ ist ein Börsen-Bonmot, dessen Wahrheitsgehalt sich leider auch in unserem Portfolio widerspiegelt. Im laufenden Jahr ist der NAV des Beteiligungsportfolio um einen im niedrigen zweistelligen Bereich liegenden Prozentsatz gesunken. Wir erwarten nicht, diesen Rückgang bis zum Jahresende wieder ausgleichen zu können. Insoweit erwarten wir im Geschäftsjahr 2022 ein deutlich negatives Ergebnis, dessen Höhe jedoch von der weiteren Marktentwicklung abhängig und durch uns kaum zu beeinflussen ist.

Die absolut höchsten Wertberichtigungen erwarten wir gegenwärtig bei **Corestate Capital Holding, Havila Kystruten, MLP** und verschiedenen Fondsbeteiligungen.

Belastbare Aussagen darüber hinaus können wir – zum jetzigen Zeitpunkt – angesichts der beschriebenen komplexen wirtschaftspolitischen Situation und der kaum absehbaren Entwicklung im Kapitalmarkt nicht machen. Gleichzeitig verweisen wir auf die weitergehende Erläuterung im „Brief an die Aktionäre“ des Geschäftsberichts.

Hamburg, im Juni 2022

Dr. Olaf Hein  
Vorstand

Volker Lemke  
Vorstand

## BILANZ ZUM 31. DEZEMBER 2021

### AKTIVA

EUR	31.12.2021	31.12.2020
<b>Anlagevermögen</b>		
<b>I. Immaterielle Vermögensgegenstände</b>		
Entgeltlich erworbene Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten	6.327,00	0,00
<b>II. Finanzanlagen</b>		
Anteile an verbundenen Unternehmen	1.000.000,00	0,00
Wertpapiere des Anlagevermögens	11.932.069,83	0,00
	<b>12.938.396,83</b>	<b>0,00</b>
<b>Umlaufvermögen</b>		
<b>I. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände</b>		
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	8.429,04	0,00
Sonstige Vermögensgegenstände	14.671,23	0,00
<b>II. Wertpapiere</b>		
Sonstige Wertpapiere	1.077.702,67	0,00
<b>III. Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten</b>		
	3.616.408,24	225.009,76
	<b>4.717.211,18</b>	<b>225.009,76</b>
<b>Rechnungsabgrenzungsposten</b>	1.685,84	0,00
	<b>17.657.293,85</b>	<b>225.009,76</b>

## PASSIVA

EUR	31.12.2021	31.12.2020
<b>Eigenkapital</b>		
<b>I. Gezeichnetes Kapital</b>	16.750.000,00	250.000,00
<b>II. Kapitalrücklage</b>	825.000,00	0,00
<b>III. Gewinnrücklagen</b>		
Gesetzliche Rücklage	2.223,53	0,00
<b>IV. Bilanzgewinn</b>	42.247,09	-25.490,24
-- davon Verlustvortrag EUR -25.490,24		
	<b>17.619.470,62</b>	<b>224.509,76</b>
<b>Rückstellungen</b>		
Sonstige Rückstellungen	37.500,00	500,00
	<b>37.500,00</b>	<b>500,00</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>		
1. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	267,75	0,00
-- davon mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr EUR 267,75 (i.Vj. EUR 0,00) --		
2. Sonstige Verbindlichkeiten	55,48	0,00
-- davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr EUR 55,48 (i.Vj. EUR 0,00) -- -- davon aus Steuern EUR 55,48 (i.Vj. EUR 0,00) --		
	<b>323,23</b>	<b>0,00</b>
	<b>17.657.293,85</b>	<b>225.009,76</b>

## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (01.01.2021 – 31.12.2021)

EUR	2021	2020
Sonstige Betriebliche Erträge	433.180,89	0,00
Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen	1.527,00	0,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	136.174,34	24.668,79
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	40.104,23	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens davon außerplanmäßige Abschreibungen auf Finanzanlagen EUR 238.908,76 (EUR 0,00)	265.622,92	0,00
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>69.960,86</b>	<b>-24.668,79</b>
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>69.960,86</b>	<b>-24.668,79</b>
<b>Verlustvortrag aus dem Vorjahr</b>	<b>25.490,24</b>	<b>821,45</b>
Einstellungen in Gewinnrücklagen in die gesetzliche Rücklage	2.223,53	0,00
<b>Bilanzgewinn / Bilanzverlust</b>	<b>42.247,09</b>	<b>-25.490,24</b>

## **Anhang der CONVALUE SE, Frankfurt am Main, für das Geschäftsjahr 2021**

### **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 2021 erfolgte nach den Vorschriften des Handelsgesetzbuches sowie ergänzenden Bestimmungen des Aktiengesetzes. Die ConValue SE ist eine kleine Kapitalgesellschaft im Sinne von § 267 Absatz 1 HGB. Darüber hinaus erfüllt sie die Voraussetzungen des § 267a HGB als Kleinstkapitalgesellschaft. 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.

### **BILANZIERUNGS- UND BEWERTUNGSMETHODEN**

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

**Immaterielle Vermögensgegenstände des Sachanlagevermögens** 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.

#### **Finanzanlagen**

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** wurden 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 2021 sind aus dem diesem Anhang beigefügten Anlagenspiegel ersichtlich.

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

Unter dem Posten **sonstige Wertpapiere** sind zum Bilanzstichtag die Aktien börsennotierter Gesellschaften ausgewiesen (EUR 1.077.702,67).

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

Am 19. Februar 2021 hat die ordentliche Hauptversammlung der ConValue SE unter Tagesordnungspunkt 7 beschlossen, das Grundkapital der Gesellschaft, um bis zu EUR 16.500.000 durch Ausgabe von bis zu 16.500.000 auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Betrag am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Stückaktie zum Bezugspreis von EUR 1,05 je Stückaktie zu erhöhen. Die neuen Aktien sind ab dem 1. Januar 2021 gewinnberechtigt. Die Kapitalerhöhung wurde in voller Höhe gezeichnet und am 19. April 2021 in das Handelsregister eingetragen.

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 8.375.000,00 durch Ausgabe von bis zu 8.375.000 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Gesellschaft zu erhöhen (**Genehmigtes Kapital 2021**).

Die **Kapitalrücklage** aus dem Aufgeld aus der Kapitalerhöhung (§ 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB) zum 31. Dezember 2021 beläuft sich auf EUR 825.000.

Im Geschäftsjahr 2021 ergibt sich ein **Jahresüberschuss** in Höhe von EUR 69.961. Unter Berücksichtigung des Verlustvortrages aus dem Vorjahr in Höhe von EUR 25.490 und der Einstellung in die gesetzliche Rücklage von EUR 2.224 ergibt sich damit zum 31. Dezember 2021 ein **Bilanzgewinn** in Höhe von EUR 42.247

Die **sonstigen Rückstellungen** in Höhe von EUR 25.000 berücksichtigen eine Rückstellung für die Durchführung der Hauptversammlung sowie Rückstellungen für Buchführungs-, Rechts-, Beratungs- und Prüfungskosten.

## **ERLÄUTERUNGEN ZUR GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** in Höhe von EUR 433.181 setzen 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 Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens** belaufen sich auf insgesamt EUR 265.623. Davon entfallen auf Wertpapiere des Umlaufvermögens EUR 26.714 und auf Wertpapiere des Anlagevermögens EUR 238.909.

Die **Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände** betragen EUR 1.527 und sind aus dem diesem Anhang beigefügten Anlagenspiegel ersichtlich.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** in Höhe von EUR 136.174 enthalten im Wesentlichen auf die Aufwendungen für die Kapitalerhöhung und die Börsennotierung (EUR 36.294), Kosten für die Durchführung der Hauptversammlung (EUR 35.220), Aufwendungen für Depotgebühren und Verwahrtgelte (EUR 30.305) sowie Aufwendungen für Prüfungs-, Rechts-, Beratungs- und Buchführungskosten (EUR 30.526).

## **SONSTIGE ANGABEN**

### **Anzahl der Arbeitnehmer**

Die Gesellschaft beschäftigte im Jahr 2021 keine Mitarbeiter.



## **Organe**

Auf der Hauptversammlung am 19. Februar 2021 wurde beschlossen, die Satzung zu ändern und vom monistischen System auf das dualistische System zu wechseln.

Herr Robert Zeiss, Kaufmann, Schliersee war zunächst geschäftsführender Direktor und nach dem Wechsel auf das dualistische System bis zu seinem Ausscheiden am 31. Mai 2021 Vorstand der Gesellschaft. Herr Dr. Olaf Hein, Hamburg, Vorstand der Elbstein AG, wurde mit Wirkung zum 1. Juni 2021 zum Vorstand der ConValue SE bestellt. Herr Volker Lemke, Hamburg, Vorstand der Elbstein AG, wurde mit Wirkung zum 1. Februar 2022 zum weiteren Vorstand der Gesellschaft bestellt.

Bis zur Umstellung auf das dualistische System war Herr Alexander Landgraf-Meltzer Verwaltungsrat der Gesellschaft. Seit der Umstellung auf das dualistische System gehören dem Aufsichtsrat an:

- Winfried Gathmann, Seevetal, Geschäftsführer der wogarnit GmbH, Seevetal, Vorsitzender,
- Karl Ehlerding, Hamburg, Geschäftsführer der KG Erste „Hohe Brücke 1“ Verwaltungs GmbH & Co, stellvertretender Vorsitzender,
- Dr. Georg Issels, Köln, Mitglied des Vorstands der Scherzer & Co. AG, Köln
- Jörg-Christian Rehling, Grand Bay, Director der Instant Holdings Ltd., London.

## **Ereignisse nach dem Bilanzstichtag**

Seit Anfang des Jahres 2022 sind die Kurse sowohl an den Aktienmärkten als auch bei den Anleihen deutlich zurück gegangen. Bis zum Zeitpunkt der Bilanzaufstellung ist der Net Asset Value des Beteiligungsportfolios um einen im niedrigen zweistelligen Bereich liegenden Prozentsatz gesunken. Wir erwarten nicht, diesen Rückgang bis zum Jahresende wieder ausgleichen zu können.

Hamburg, den 27. Juni 2022

Dr. Olaf Hein  
Vorstand

Volker Lemke  
Vorstand

ConValue SE												
Anlagenspiegel zum 31. Dezember 2021												
	Anschaffungskosten				kumulierte Abschreibungen							
	Stand am 01.10.2021	Zugang	Abgang	Stand am 31.12.2021	Stand am 01.10.2021	Abschreibungen des Geschäftsjahres	Stand am 31.12.2021	Buchwert am 31.12.2021	Buchwert am 31.12.2020			
	EURO	EURO	EURO	EURO	EURO	EURO	EURO	EURO	EURO	EURO	EURO	EURO
<b>I. Immaterielle Vermögensgegenstände</b>												
Entgeltlich erworbene Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten	0	7.854,00	0	7.854,00	0	1527,00	1527,00	6.327,00	0			
	<b>0</b>	<b>7.854,00</b>	<b>0</b>	<b>7.854,00</b>	<b>40.908,39</b>	<b>2.355,00</b>	<b>43.263,39</b>	<b>7.455,00</b>	<b>8.911,00</b>			
<b>II. Finanzanlagen</b>												
Anteile an verbundenen Unternehmen	0	1000.000,00	0	1000.000,00	0	0	0	1000.000,00	0			
Wertpapiere des Anlagevermögens	0	14.160.926,44	1989.947,85	12.170.978,59	0	238.908,76	238.908,76	11932.069,83	0			
	<b>0</b>	<b>15.160.926,44</b>	<b>1.989.947,85</b>	<b>13.170.978,59</b>	<b>0</b>	<b>238.908,76</b>	<b>238.908,76</b>	<b>12.932.069,83</b>	<b>0</b>			
	<b>0</b>	<b>15.168.780,44</b>	<b>1.989.947,85</b>	<b>13.178.832,59</b>	<b>0</b>	<b>240.435,76</b>	<b>240.435,76</b>	<b>12.938.396,83</b>	<b>0</b>			

## **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 2021 und der Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2021 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 2021 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 2021 sowie ihrer Ertragslage für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2021 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 – beabsichtigten oder unbeabsichtigten – falschen Darstellungen 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 – beabsichtigten oder unbeabsichtigten – falschen Darstellungen 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 Verstößen oder Unrichtigkeiten 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 – beabsichtigter oder unbeabsichtigter – falscher Darstellungen im Jahresabschluss und im Lagebericht, 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 wesentliche falsche Darstellungen nicht aufgedeckt werden, ist bei Verstößen höher als bei Unrichtigkeiten, da Verstöße betrügerisches 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 die Gesamtdarstellung, den Aufbau und den Inhalt des Jahresabschlusses 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, 27. Juni 2022

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 2021 fanden – unter Inanspruchnahme der Erleichterung nach § 110 Absatz 3 Aktiengesetz – drei Sitzungen statt, und zwar am 21. April, 7. Juli und 15. Dezember 2021. 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

- die Änderung der Verwaltungsstruktur von einem monistischen zum dualistischen System,
- die Vorbereitung und Durchführung der im Februar 2021 beschlossenen Kapitalerhöhung
- und Aufbau und Struktur des Wertpapierportfolios sowie die Entwicklung der Wertpapieranlagen.

### **Jahresabschluss 2021**

Die von der Hauptversammlung vom 19. Februar 2021 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 28. Juni 2022 gebilligt und damit gemäß § 172 AktG festgestellt. Dem Vorschlag des Vorstands für die Verwendung des Bilanzgewinns, der einen Vortrag auf neue Rechnung vorsieht, schließt sich der Aufsichtsrat an.

### **Änderungen in den Gremien der Gesellschaft**

Die ordentliche Hauptversammlung der ConValue SE vom 19. Februar 2021 hat den Wechsel vom monistischen zum dualistischen System beschlossen. Der aus Herr Alexander Landgraf-Melzer bestehende Verwaltungsrat wurde abgelöst und mit der Wirksamkeit des Wechsels der Systeme wurde Herr Robert Zeiss, der bisherige Geschäftsführende Direktor der ConValue SE, zum alleinigen Vorstand der Gesellschaft bestellt. Im Rahmen der Hauptversammlung erfolgte die Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats. In das Gremium wurden Herr Winfried Gathmann, Herr Karl Ehlerding, Herr Dr. Georg Issels und Herr Jörg-Christian Rehling gewählt. Herr Gathmann übernahm den Vorsitz des Aufsichtsrats und Herr Ehlerding wurde zum stellvertretenden Vorsitzenden des Aufsichtsrats gewählt. Alle Mitglieder wurden bis zur Hauptversammlung bestellt, die über die Entlastung des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2025 beschließt.

Mit Wirkung zum 31. Mai 2021 hat Herr Zeiss seinen Rücktritt vom Vorstand der ConValue SE erklärt. Mit Beschluss des Aufsichtsrats vom 20. Mai 2021 wurde Herr Dr. Olaf Hein zum 1. Juni 2021 zum neuen Vorstand der Gesellschaft bestellt.

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 28. Juni 2022

Winfried Gathmann  
Vorsitzender des Aufsichtsrats





## Stammdaten der ConValue SE

Grundkapital EUR 16.750.000<sup>1)</sup>

Einteilung des Grundkapitals Stück 16.750.000<sup>1)</sup>

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

<sup>1)</sup> 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

- Elbstein AG, Hamburg, Vorsitzender des Aufsichtsrats.

#### stellvertretender Vorsitz

**Karl Ehlerding**  
Hamburg

- 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

- DNI Beteiligungen AG, Köln, Vorsitzender des Aufsichtsrats,
- GSC Holding AG, Düsseldorf, Vorsitzender des Aufsichtsrats,
- Lang & Cie. Rhein-Ruhr Real Estate AG, Frankfurt am Main, stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats,
- Horus AG, Köln,
- Smart Equity AG, Köln
- Elbstein AG, Hamburg

**Jörg-Christian Rehling**  
Grand Bay

keine weiteren Mandate

## DER VORSTAND

### Mitgliedschaften in weiteren Kontrollgremien

**Dr. Olaf Hein**

keine weiteren Mandate

**Volker Lemke**

- ERWE Immobilien AG, Frankfurt am Main, Vorsitzender des Aufsichtsrats.

## **Die Ausführungen basieren wesentlich auf einem Aufsatz von Alfons Cortes: „Behavioral Finance am Aktienmarkt“ (Februar 2012)**

Gemäß den Untersuchungen von Alfons Cortes und anderen kann über einen längeren Zeitraum **keine auch nur einigermaßen stabile Korrelation zwischen dem inneren Unternehmenswert und dem Aktienkurs nachgewiesen werden**. An der Börse wird gehandelt. Vordergründig sind es Wertpapiere, doch im Grunde werden Erwartungen gehandelt. Erwartungen sind im Kern nichts anderes als mehr oder weniger begründete Fantasien über die Zukunft. **„Folglich sind Erwartungen an der Börse etwa so greifbar wie eine Forelle im Bach mit bloßer Hand.“**

Zur Illustration dieser anschaulichen These nur ein Beispiel: Die Vorzugs-Aktien der **Porsche Automobil Holding SE** (die wir vor 12 Monaten – natürlich auch „zu teuer“ – gekauft haben) schwankte in den letzten drei Jahren in einer Bandbreite von rund **30 Euro** (März 2020) und etwa **100 Euro** (Mai 2021) – aktuell rund 63 Euro. In der Vorstellungswelt der Aktionäre war also einmal 30 Euro der angemessene Preis der Porsche-Aktie, und in einer relativ kurzen Zeitspanne danach 100 Euro. Selbst eine so „langweilige“ Holdinggesellschaft, die bekanntlich neben einigen Industriebeteiligungen „nur“ einen Anteil von 53,3% der Volkswagen Stammaktien besitzt, schwankte um **erstaunliche 200%** in diesem Zeitraum. Auch wenn wir zur Glättung den „Covid-Crash“ im März/April 2020 herausrechnen, bleiben noch satte 100% Schwankungsbreite. Wenig überraschend gab es dann auch keine Kursreaktion, als **VW-Chef Herbert Diess** jüngst auf einer Betriebsversammlung in Wolfsburg verkündete: **„Wir verdienen so viel wie nie, trotz Halbleiter-Mangel und stockenden Lieferketten“**. Insoweit ist im übertragenen Sinn der Vergleich mit der Forelle durchaus zutreffend.

Am Anfang jeder Erwartungsbildung steht laut Alfons Cortes ein sogenanntes **Reizereignis**. An der Börse entsteht dieses aus der öffentlichen Kommunikation über Wirtschaft, Unternehmen, Recht, Politik, Gesellschaft **und – was oft vergessen wird – durch Kursereignisse selbst**. Als Reizereignis sind also sowohl neue Meldungen/Informationen zu verstehen als auch Kursentwicklungen, welche die verfolgte Anlagestrategie bestätigen – was oft zu einer Überschätzung des eigenen Wissens führt. Im Gegensatz dazu stehen Kursentwicklungen, die der eigenen Zukunftsvorstellung widersprechen, was häufig **recht spät, dafür aber mit hoher Dynamik zu einer Anpassung des Portfolios an die vorherrschenden Kurstrends führt**. Dadurch entstehen positive Rückkoppelungen, d.h. selbstreferentielle Prozesse, die zu Kursen führen, die weder überzeugend mit den Fundamentaldaten der Unternehmen noch mit gesamtwirtschaftlichen Daten erklärt werden können. Diese „prozyklischen“ Entwicklungen gelten dabei sowohl für steigende wie für fallende Aktienmärkte.

Während auf den Gütermärkten – je nach Theorie – die Nachfrage dem Angebot folgt oder umgekehrt, gibt es keine Linearität zwischen der Ausweitung der Nachfrage und des Angebots bzw. deren Kontraktion an der Börse. Ganz im Gegenteil – die Tendenz zur Gleichgewichtssuche fehlt. Steigt die Nachfrage, kann es zu einem Schrumpfen des Angebots kommen, weil Aktionäre als Folge der erkennbar zunehmenden Nachfrage auf anziehende Kurse spekulieren und nicht als Anbieter auftreten. Im Grunde noch erstaunlicher ist der umgekehrte Effekt, **der gegenwärtig wieder einmal zu beobachten ist**: Fällt die Nachfrage nach Aktien (deutlich), steigt i.d.R. das Angebot, da die Anleger dieses Mal spekulieren bzw. fürchten, die Kurse würden (noch) weiter fallen.



• info@convalue.se • www.convalue.se •  
• Sitz der Gesellschaft: Frankfurt am Main • HRB 117211 Amtsgericht Frankfurt am Main •