

ConValue+

SOCIETAS EUROPAEA



Geschäftsbericht 2023

ConValue SE – Auf einen Blick

Bilanzdaten in TEUR	2023	2022	2021
Bilanzsumme	13.407	13.520	17.657
Aktiva			
Finanzanlagen	6.764	8.768	12.932
Wertpapiere	3.100	250	1.078
Forderungen/Sonstiges	35	32	31
Bankguthaben	3.509	4.470	3.616
Passiva			
Eigenkapital	13.361	13.465	17.619
Rückstellungen	44	52	38
Verbindlichkeiten	2	2	0
Eigenkapitalquote	99,65%	99,60%	99,79%
Ergebnisdaten in TEUR	2023	2022	2021
Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren	-43	-816	433
Jahresergebnis	-104	-4.154	70
Kennzahlen pro Aktie in EUR	2023	2022	2021
Eigenkapital ¹⁾	0,80	0,80	1,05
Jahresergebnis ¹⁾	-0,0062	-0,2480	0,004
Angaben zur Aktie	2023	2022	2021
Anzahl Aktien ¹⁾	16.750.000	16.750.000	16.750.000

¹⁾ Angabe zum Bilanzstichtag

BERICHT AN DIE AKTIONÄRE ÜBER DAS GESCHÄFTSJAHR 2023

1. WIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN IM JAHR 2023
2. DAS BÖRSENJAHR 2023
3. DER GESCHÄFTSVERLAUF 2023
4. SCHIFFBRUCH
5. VERÄNDERTES ANLAGEUMFELD
6. SONDERSITUATIONEN
7. NEBENWERTE/VALUE-AKTIEN
8. STATUS QUO DER GESELLSCHAFT
9. RESILIENZ
10. ERTRAGSLAGE DER GESELLSCHAFT
11. NEUAUSRICHTUNG DES PORTFOLIOS 2023

1. WIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN IM JAHR 2023

Das (preisbereinigte) Bruttosozialprodukt fiel im Jahr 2023 um 0,3% gegenüber dem Vorjahr. Die Entwicklung der Bruttowertschöpfung verlief im Jahr 2023 in den einzelnen Wirtschaftsbereichen unterschiedlich. So ging die Wirtschaftsleistung im Produzierenden Gewerbe (ohne Baugewerbe) insgesamt deutlich um 2,0% zurück. Entscheidend dafür war eine sehr viel niedrigere Produktion im Bereich Energieversorgung.

Ebenfalls das Verarbeitende Gewerbe, das fast 85% des Produzierenden Gewerbes (ohne Bau) ausmacht, war im Jahr 2023 preisbereinigt im Minus (-0,4%). Positive Impulse kamen hier vorrangig aus der Automobilindustrie und dem sonstigen Fahrzeugbau. Produktion und Wertschöpfung in den energieintensiven Industriezweigen wie der Chemie- und Metallindustrie sanken dagegen erneut, nachdem die Wirtschaftsleistung in diesen Branchen bereits im Jahr 2022 besonders stark auf die steigenden Energiepreise reagierte.

Die verhaltene weltwirtschaftliche Dynamik und die schwache inländische Nachfrage im Jahr 2023 machten sich auch beim Handel mit dem Ausland bemerkbar, der trotz sinkender Preise zurückging. Dabei sanken die Importe (preisbereinigt -3,0%) kräftiger als die Exporte (preisbereinigt -1,8%). Damit kam es im Saldo zu einem positiven Außenbeitrag, der das Bruttoinlandsprodukt stützte.

Die Wirtschaftsleistung wurde im Jahr 2023 von durchschnittlich 45,9 Millionen Erwerbstätigen mit Arbeitsort in Deutschland erbracht. Das waren 0,7% oder 333.000 Personen mehr als im Jahr zuvor und so viele wie noch nie in Deutschland. Die Beschäftigung nahm im Jahr 2023 unter anderem durch die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte zu.

Inflation

Die Verbraucherpreise in Deutschland haben sich im Jahresdurchschnitt 2023 um 5,9% gegenüber dem Jahr 2022 erhöht. Wie das Statistische Bundesamt (Destatis) mitteilt, fiel die Inflationsrate für das Jahr 2023 damit etwas geringer aus als im Jahr zuvor. Sie lag im Jahr 2022 bei +6,9%.

Zinsentwicklung

Die US-Notenbank hat die Federal Funds Rate im Jahresverlauf 2023 um insgesamt einen Prozentpunkt auf den Zielkorridor von 5,25% bis 5,50% angehoben. Der letzte Zinsschritt erfolgte im Juli. Im Vergleich dazu war im Jahr 2022 der Zinssatz von 0,00 auf 4,25% bis 4,50% gestiegen. Im Euroraum erhöhte die Europäische Zentralbank den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Jahr 2023 von 2,75% auf 4,75%. Die letzte Zinserhöhung erfolgte im September 2023.

2. DAS BÖRSENJAHR 2023

Das Börsenjahr war wirtschaftspolitisch primär von folgenden Faktoren geprägt:

- der Fortsetzung des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine
- der Bankenkrise in den USA (**Silicon Valley Bank, First Republic Bank**)
- dem Hamas-Überfall auf Israel und
- dem Versuch der Zentralbanken, die hohe Inflation durch Zinserhöhungen unter Kontrolle zu bringen.

Auch im Jahr 2023 gab es länder- und branchenübergreifend eine **klare Under-Performance der Small- und Mid-Caps**. Es fehlte (und fehlt weiterhin) schlicht das Kaufinteresse der Anleger bei vielen kleineren Werten. Im DAX löste sich immerhin die Nachfrageschwäche ab November mit einer massiven Kursrallye, die am Jahresende damit für einen Indexanstieg von 20% reichte. Dagegen konträr entwickelte sich die sogenannte 2. Reihe. So verlor der MDAX seit Anfang 2022 rund 23% und der SDAX rund 15%.

Bei den einzelnen Werten wird die viel zitierte geopolitische Zeitenwende deutlich. So schaffte der Rüstungskonzern Rheinmetall nicht nur den Aufstieg in den DAX, sondern fuhr auch mit einem Jahresplus von 54% die höchsten Gewinne ein. Die hohen Kosten für Baumaterial ließen die Aktien von Heidelberg Materials erstrahlen (+ 52%). Bei Adidas setzen Anleger offensichtlich vor allem auf die Fußball-EM in Deutschland und die Olympischen Spiele in Paris in diesem Jahr.

Zalando hält mit Verlusten um 35% die Rote Laterne im DAX. Das Online-Modehaus musste nach den Profiten in den Lockdowns mehrfach die eigenen Ziele streichen. Der Chemiekonzern **Bayer** leidet nach wie vor unter dem eigenen Konzernumbau und der anhaltenden Prozesswelle wegen des Unkrautvernichters Roundup und büßte im Jahresverlauf ebenso ein Drittel des Werts ein wie Siemens Energy. Die gravierenden Probleme mit der Windtochter **Gamesa** belasteten hier das Ergebnis.

Große Technologie-Aktien hatten 2023 klar die Nase vorn

Das prägende Kennzeichen des Börsenjahres 2023 war die geringe Marktbreite. Das gern zitierte Stichwort lautete: „**Die Dominanz der Magnificent 7**“ (in Anlehnung an den US-Amerikanischen Film von Antoine Fuqua aus dem Jahr 2016 bzw. dem Original von John Sturges aus dem Jahr 1960) Gemeint sind die sieben großen US-Tech-Aktien: **Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta (aka Facebook) und Tesla**. Anfang 2023 standen diese Gesellschaften für einen Gesamtbörsenwert von 6,9 Billionen US-Dollar. Bis zum Jahresende 2023 stieg der kumulierte Börsenwert der sieben Unternehmen auf annähernd 12 Billionen US-Dollar – **mithin etwa das Vierfache der aktuellen Marktkapitalisierung des DAX**.

Die ungeheure Bedeutung der „Magnificent 7“ für die internationale Börsenentwicklung erkennt man auch daran, dass diese sieben Unternehmen im Jahr 2023 allein für **nahezu die Hälfte des Indexanstiegs** des (gut 1.500 Unternehmen umfassenden) **MSCI World-Index** von 24% verantwortlich waren.

3. GESCHÄFTSVERLAUF 2023

Die ConValue SE hat das Geschäftsjahr 2023 mit einem operativen Verlust von rund 100.000 Euro abgeschlossen – gemäß HGB-Rechnungslegung nach Kosten und Abschreibungen. Die HGB-Bilanzierung bedingt zum Jahresende die vollen Abschreibungen auf Aktienkurse unterhalb der Anschaffungskosten, erlaubt aber keine Zuschreibungen von Kurssteigerungen oberhalb der Anschaffungswerte. Die gegebenenfalls entstandenen stillen Reserven können erst im Verkaufszeitpunkt eines Wertpapiers realisiert werden. Diese stillen Reserven betragen zum Jahresende 2023 knapp 300.000 Euro. In der Gesamtbetrachtung wurde im Geschäftsjahr 2023 also eine leicht positive Wertschöpfung von rund 200.000 Euro erzielt.

Bekanntlich wurde das Portfolio der ConValue SE im Jahr 2022 – und damit in seinem ersten vollen Geschäftsjahr – schwer getroffen. Trotz einer Cash-Quote von durchweg 25%, entstand ein Verlust von mehr als 4 Mio. Euro. Wie wir bereits mehrfach ausgeführt haben, resultieren rund 60% der Verluste aus den vormals hochgewichteten Aktien **Corestate Capital SE, Bauer AG, Porsche Holding SE, MLP AG und Havila Kystruten AB**. Schwerwiegende Verluste erlitten zudem zwei Nebenwertfonds, die von einer renommierten deutschen Privatbank gemanagt werden.

Bevor wir erläutern, inwieweit und insbesondere warum sich die Ausrichtung des ConValue-Portfolios mittlerweile verändert hat, ist noch eine Bringschuld zu erfüllen. Während wir über Corestate, Bauer und Porsche schon im Detail berichtet haben, bleibt noch – wie im letzten Aktionärsbrief versprochen – das **Post Mortem** für Havila Kystruten.

4. SCHIFFBRUCH

*„In theory there is no difference between theory and practice. In practice there is.“
(Jogi Barra, amerikanische Baseball-Legende)*

In der Theorie hätte der von uns im Juni 2021 mitgezeichnete IPO der neuen norwegischen Postschiff- und Kreuzfahrt-Reederei **Havila Kystruten** ein Erfolg werden können, wenn nicht sogar müssen. Denn die Entstehungsgeschichte der Reederei basiert auf dem Umstand, dass die norwegische Regierung 2018 beschloss, die Lizenzen für die (staatlich subventionierten) traditionellen **Postschiff-Routen** neu aufzuteilen. **Hurtigruten Group**, der langjährige Monopolist für die lukrative Postbeförderung (und Kreuzfahrten) zu 34 (Klein-)Städten an der 2500 km langen norwegischen Westküste, verlor im Zuge dessen vier seiner elf Lizenzen und erhielt mit der neu gegründeten Havila Kystruten einen ernsthaften Wettbewerber.

Dieser Wettbewerb fand für geraume Zeit allerdings nur auf dem Papier statt. Zu der schon fast surrealen Verkettung widriger Umstände gehört u.a. die Insolvenz der ursprünglich von Havila für zwei ihrer vier Schiffsneubauten beauftragten spanischen **Barreras Werft**. Bei der nachfolgend dann für alle vier Neubauten verantwortlichen **Tersan Shipyard** aus der Türkei kam es u.a. durch Corona und Lieferengpässe zu massiven Verzögerungen in der Fertigstellung von bis zu 18 Monaten. Die wiederholte Verschiebung der Fertigstellungstermine führte zu mehrmaligen Stornierungen der (gut gebuchten) Jungfernfahrten. Die ursprüngliche Budget-Planung wurde so schnell Makulatur.

Der traurige Höhepunkt war das – im Zuge des Ukraine-Überfalls – von den USA im April 2022 inszenierte **Blacklisting** der international tätigen, aber unter russischem Staatseinfluss stehenden-Finanzierungsgesellschaft **GTLK** für die Havila-Schiffsneubauten. In der Folge verloren diese damit nicht nur ihre vergleichsweise günstige Sale-and-lease-back-Finanzierung, sondern auch ihren Versicherungsschutz. Bis neue Finanzierungs- und Versicherungspartner gefunden werden konnten, wurden die Schiffe bei weiterlaufenden Betriebskosten von Mannschaft und Verwaltung **für Monate stillgelegt**.

In dieser ohnehin extrem schwierigen Phase im Kapitalmarkt konnte Havila die nun kurzfristig dringend erforderliche Refinanzierung nur durch Aufnahme von sehr teurem Fremdkapital (rund 13% p.a. für 305 Mio. Euro) sowie zwei – primär von der **Gründerfamilie Saevik** gezeichneten – Kapitalerhöhungen (zuzüglich einem Nachrangdarlehen der Familie) darstellen. Mit dem Rücken zur Wand stehend, musste Havila bzw. seine Aktionäre schließlich auch akzeptieren, dass die jungen Aktien der nun nötigen Kapitalerhöhung über 65 Mio. Euro nur zum Preis von **1,00 NOK** gezeichnet wurden – eine Verwässerung bzw. ein Verlust von **96%(!)** im Vergleich zum (auch von uns gezahlten) IPO-Ausgabepreis von 25 NOK.

Die zwischenzeitlich kaum mehr gehandelten Havila-Aktien fielen folgerichtig auf 1,00 NOK und notieren auch heute – rund 10 Monate später – noch unter dem Preis der letzten Kapitalerhöhung. Von einer möglichen Ausübung unserer Bezugsrechte haben wir angesichts der nunmehr sehr ungünstigen Kapitalstruktur abgesehen und unsere Aktien 2023 komplett verkauft. Damit wurde unserer Jahresergebnis 2023 nochmal mit rund 310.000 Euro belastet.

5. VERÄNDERTES ANLAGEUMFELD

Für das mit viel Elan und Zuversicht gestartete ConValue-Team war das Geschäftsjahr 2022 genauso traumatisch und ernüchternd, wie für unsere Aktionäre. Natürlich müssen wir uns daher die Frage stellen, welche Konsequenzen sich daraus für den weiteren Weg der ConValue SE ergeben.

Zu prüfen ist zuerst einmal, ob und inwieweit sich das Umfeld für die Aktienausswahl in den letzten drei Jahren geändert hat und wie wir im Zweifel darauf reagieren sollten. Im Gegensatz zu den rund zehn Jahren bis 2021 haben wir heute

- ein deutlich höheres Zinsniveau,
- eine deutlich höhere Kerninflation,
- einen nochmals gestiegenen Anteil an passiven (Large Cap) Index-Investments,
- speziell in Deutschland deutlich erhöhte Energiepreise,
- einen ausgeprägten Rückbau des vormals liberalen Welthandels

und besonders einschneidend: Nach rund 25 Jahren, in denen man wirtschaftlich und politisch von einer „**Friedensdividende**“ profitiert hat, entstand (spätestens) durch den russischen Überfall auf die Ukraine eine „**Kriegshypothek**“. Unsummen (weltweit allein 2,4 Billionen Dollar im letzten Jahr) werden nun wieder aus Steuergeldern in volkswirtschaftlich leider völlig sinnlose Waffensysteme und den „Heimatschutz“ investiert. *(Ein Leopard 2 Panzer (Typ A6) kostet zwischen 3 und 7 Mio. Euro, der modernere Typ A7 bis zu 15 Mio. Jeder Schuss mit einer Iron-Dome Batterie kostet angeblich 40.000 Dollar).*

Besonders auffällig ist zudem der stetig zunehmende Kapitalmarktanteil von in den USA gelisteten Aktien. Die anteilige Gewichtung von US-Aktien am Leitindex **MSCI World** betrug **2012: 52,1%**, **2021: 68,6%** und **aktuell 71,1%**. Die ohnehin geringe Gewichtung **deutscher Aktien** ging seit 2012 **von 3,5%** auf **aktuell 2,4%** zurück – der Anteil von Europa am MSCI beträgt 2024 insgesamt noch 17%. In einem internationalen Index-Portfolio haben die USA mithin **einen 30-fach** höheren Anteil als deutsche Aktien.

Im Zuge der fortschreitenden „Amerikanisierung“ des Aktienmarkts und dem ausgeprägten Trend der Bevorzugung von Large- und Mega-Large-Caps in Form von ETFs haben allein schon statistisch nicht zuletzt auch deutsche Nebenwerte mittlerweile einen schweren Stand. Damit ist im Zweifel auch die über Jahrzehnte verfestigte Auffassung hinfällig, dass Small- und Mid-Caps gegenüber den Large-Caps die bessere Wertentwicklung haben. Während der MDAX **zwei Jahrzehnte eine deutlich bessere Entwicklung als der DAX zeigte** (auch als ausgeprägte relative Stärke bezeichnet), **haben sich die Vorzeichen mittlerweile umgekehrt**. In den letzten fünf Jahren stieg der DAX um 35% und der MDAX stagnierte. Seit dem 1. Januar 2022 verlor der M-DAX rund 24%, der S-DAX 10% und der Tec-Dax 14,5%. Der DAX stieg hingegen um 16% - mithin trennen DAX und M-DAX in letzten 2 1/2 Jahren **runde 40% in der Performance**. (Zahlen per 15. Mai 2024). Auch in anderen Aktienmärkten ist eine ähnliche Spreizung zwischen Large- & Small Caps zu beobachten.

Unser Investment-Ansatz folgt dem Konzept „**Fokussierung auf Einzelaktien kombiniert mit einer Diversifikation durch selektive Fondsauswahl**“. Hier standen historisch überwiegend Aktien aus dem Small-Cap und Mid-Cap Bereich in unserem Fokus. Insoweit war das ConValue-Portfolio mit überwiegend deutschen (zumindest vermeintlichen) Value-Aktien im Small- und Mid-Cap-Bereich, einschließlich des hochgewichteten Immobilienanteils, denkbar ungünstig für die Entwicklung des turbulenten Börsenjahres 2022 aufgestellt. Das gilt auch für den Startzeitpunkt des Portfolio-Aufbaus, da das Kursniveau 2021 im Zuge der zurückgekehrten „**Post-Corona-Nachfrage**“ im Konsumsektor allgemein sehr hoch war.

6. SONDERSITUATIONEN

Folgerichtig haben wir die Vor- und Nachteile der ursprünglichen Portfoliostruktur im vergangenen Jahr mehrfach intensiv diskutiert. Die gravierenden Kapitalverluste bei der Selektion der ursprünglich (zu) hoch gewichteten Einzelwerte legen nahe, die qualitativen Kriterien bei der Unternehmensauswahl nochmals zu verschärfen. In dem Zusammenhang muss auch die von vielen postulierte These: „**Wir investieren (primär) in Sondersituationen**“ noch einmal auf den Prüfstand gestellt werden: Einzelne Aktien (und insbesondere Nebenwerte) in sogenannten **Sondersituationen**, in Erwartung einer überdurchschnittlichen Rendite, hoch zu gewichten sieht zwar ebenso plausibel wie einfach aus, ist es realiter aber nicht.

Denn wenn es auch immer wieder treffliche Diskussionen über den Wahrheitsgehalt der **Markteffizienz-Hypothese** gibt – ist der Aktienmarkt tatsächlich **weitgehend effizient**. Die gesetzliche Verpflichtung, alle kursrelevanten Unternehmensinformationen „real time“ zu veröffentlichen, sorgt in der Kombination mit dem 24/7 verfügbaren Newsflow dafür, dass man so gut wie nie einen echten **Informationsvorsprung** hat, sondern im Zweifelsfall nur einen „**Interpretationsvorsprung**“. Insoweit gilt gerade auch bei sogenannten Sondersituationen die These „**the beauty is in the eye of the beholder**“.

Wenn wir zukünftig tatsächlich wieder in sogenannte Sondersituationen investieren, muss neben der klar erkennbaren(!) „**positiven asymmetrischen Chance-Risiko-Verteilung**“ auch die Qualität des fraglichen Unternehmens (mindestens) überdurchschnittlich gut – und der Preis attraktiv sein. Bei objektiver Betrachtung sind solche Konstellationen allerdings **höchst selten**.

Dazu ein Beispiel von Vielen: Wenn man glaubt, die spanische **ACS-Gruppe** wird auf Basis ihres Ende 2023 erlangten 75,7% Anteilsbesitzes an der **Hochtief AG** diese in absehbarer Zeit mit einem großzügigen (?) Abfindungsangebot von der Börse nehmen (um dann gegebenenfalls die renditestarke Hochtief-Tochtergesellschaft **Turner Construction** in den USA an die Börse zu bringen) – wird man die Hochtief-Aktie als interessante Sondersituation betrachten (können). Berücksichtigt man, dass ACS geschlagene 13 Jahre gebraucht hat, um sich die qualifizierte Mehrheit an Hochtief zu sichern und ACS auch auf anderen Wegen an die gut gefüllte Kasse von Hochtief kommen könnte (und dass der Hochtief-Kurs in den letzten 12 Monaten bereits um 40% gestiegen ist), wird man auf dem aktuellen Kursniveau vielleicht eine andere Sichtweise haben.

Gerade in vermeintlichen Sondersituationen bei eher illiquiden Nebenwerten ist man als Streubesitzaktionär zudem weitgehend davon abhängig, wie sich der Großaktionär am Ende verhält. Auch dieser wird nichts verschenken, ist mit der „**Spieltheorie**“ vertraut und hat im Zweifel den längeren Atem. Insoweit gilt es gerade bei Nebenwerten – ob Sondersituation oder nicht – **für seine Aktien auch einen Käufer finden zu können**. Bis zur einer sogenannten „**value trap**“ ist der Weg sonst nicht mehr weit. Auch unter dem Gesichtspunkt haben wir bis dato sicher nicht optimal agiert. **“A bargain that remains a bargain is not a bargain.”** sagt **David Einhorn** (Greenlight Capital) dazu.

7. NEBENWERTE/VALUE-AKTIEN

Man kann natürlich die Meinung vertreten, dass offensichtlich verminderte Interesse an dem Besitz von Nebenwerten und sogenannten Substanzwerten ist (nur) ein temporäres Phänomen. Über kurz oder lang werden sich die Präferenzen der Investoren (reversion to the mean) wieder dem Status quo ante annähern – **and small is (always) beautiful**. Wir haben aus einer Reihe von Gründen da unsere Zweifel, nicht zuletzt, weil sich, wie ausgeführt, wesentliche wirtschaftliche Parameter fundamental verschoben haben.

Nicht jeder wird die Auffassung des erwähnten US-Hedgefonds-Managers David Einhorn (55) teilen. Gleichwohl empfehlen wir u.a. die Podcast-Folge **Bloomberg – Masters in Business: „Market Structures Are Broken“** von David Einhorn einmal anzuhören und/oder seinen Greenlight Capitals **Letter Q1/2024** zu lesen. Hier einige Auszüge daraus:

... our contention remains that the market structure has changed such that most investment capital either

- *Does not care about valuation (passive index funds),*
- *Cannot figure out valuation (most retail investors who have no formal valuation training) or*
- *Chooses not to care about valuation (various technical strategies, quant strategies, and any trading strategy with short-term holding periods, which by definition expresses an opinion about price, but not value).*

The result is that a very small proportion of trading volume today is based on strategies that try to identify which stocks are undervalued in order to buy them for an intermediate or a long-term investment period, with a view that the shares will outperform as they close the discount to fair value.

In fact, so much more money is allocated to passive strategies that they are no longer price takers, relying on the work of other participants to figure out the value and then free riding on those insights. Instead, these strategies have become price makers, where their flows are an important driver of price.

8. STATUS QUO DER GESELLSCHAFT

Kein Zweifel – der Verlauf der ersten beiden Geschäftsjahre der ConValue SE war für die Aktionäre ebenso wie für das Management höchst unbefriedigend. Eine Reihe von Gründen dafür haben wir dargelegt. Das gedanklich aussichtsreiche Konzept, die vermeintlich besten Einzelideen einer Reihe von erfahrenen Investoren hochgewichtet in einem Portfolio zu aggregieren, kann – muss aber nicht zwangsläufig gut funktionieren. So hat der **Global X Guru Index**, der die Top-Positionen in den Portfolios der führenden US Hedge Funds in einem ETF aggregiert, in den letzten 10 Jahren eine Rendite von 6,57% p.a. erzielt. Der **MSCI World Index** kommt im gleichen Zeitraum auf eine Rendite von 11,6% p.a.

Tatsächlich sollte die ursprüngliche Anlagestrategie bzw. die Portfolio-Ausrichtung aber auch keine Überraschung für die ConValue-Aktionäre gewesen sein. Denn mit genau diesen selektiven Beteiligungen im deutschen und Schweizer Nebenwertesektor waren historisch vom Management auch erhebliche Erfolge erzielt worden. Für jedes Einzelinvestment aus dem Expertenkreis hat es im Kaufzeitpunkt auch gute Gründe gegeben, woraus aber in Summe nicht zwangsläufig ein homogenes Portfolio entstanden ist. Denn als sich der Wind im Kapitalmarkt – nur wenige Monate nach unserem Portfolioaufbau – überraschend schnell drehte, hatte praktisch jede unserer großen Unternehmensbeteiligungen individuell mit massiven wirtschaftlichen Problemen zu kämpfen.

Nun wären mit hoher Wahrscheinlichkeit die Ergebnisse auch dieser Unternehmen deutlich besser ausgefallen, hätte Russland nicht die Ukraine überfallen – keine Frage! Doch dafür können Sie und wir uns nichts kaufen. Denn gerade unsere am höchsten gewichteten Unternehmen hatten schlicht eine zu **geringe Resilienz**, um in der Folge massive Zinserhöhungen, gestiegene Energiepreise, Inflationsdruck, den Absatzeinbruch im Immobilienmarkt, Zahlungsausfälle etc. abzufangen.

Sicher war es eine Verkettung unglücklicher Umstände, dass drei unserer Unternehmen nur haarscharf an einer Insolvenz vorbeigeschrammt sind (wobei man sich bei Havila Kystruten wohl noch am ehesten auf „Force Major“ berufen könnte). Doch es gibt genügend Beispiele von Unternehmen, welche diese Krise sehr wohl gemeistert haben und mittlerweile (auch an der Börse) wieder gut dastehen.

Jeder Fall liegt natürlich anders – aber wir müssen ex-post konstatieren, dass unsere Unternehmensauswahl aufgrund einer **deutlichen Übergewichtung** der thematisierten Sonder-situationen zu einseitig auf den erhofften Wertzuwachs dieser Gesellschaften ausgerichtet war. Die fundamentale Qualität der Unternehmen gerade auch (schwere) Krisenzeiten zu meistern, hat dabei offensichtlich nicht gereicht. Insoweit wären – natürlich stark vereinfacht – ein „preiswerter IPO“ oder ein „neuer beherrschender Aktionärskreis“ aus heutiger Sicht keine hinreichenden Gründe mehr für einen Aktienkauf.

Daher gilt bzw. galt auch für unser Portfolio: „**Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked.**“ (Warren Buffett)

9. RESILIENZ

Was meinen wir mit dem modischen Begriff „**Resilienz**“ – also Widerstandskraft, Fähigkeit zum Selbsterhalt – in Bezug auf das Aktienportfolio der ConValue? Im Kern geht es darum, das Risiko, nochmals ähnliche Verluste zu erleiden, so weit wie möglich zu verringern – ohne sich alle Möglichkeiten für eine solide Performance zu nehmen.

Um das Portfolio insgesamt weniger verlustanfällig zu machen,

- sollte es breiter und internationaler aufgestellt werden.
- der Fokus auf (vergleichsweise illiquide) Nebenwerte verringert werden, sofern nicht tatsächlich überdurchschnittliche Unternehmensqualität zu einem ungewöhnlich attraktiven Preis erworben werden kann (Was offensichtlich nur selten der Fall ist).
- Investments in Sondersituationen – ganz gleich welcher Couleur – (gern auch mit dem Modewort „**Event Driven**“ geadelt) müssen nach objektivierbaren Kriterien ihren „Sonderstatus“ tatsächlich belegen können. Und zwar in Kombination mit einem besonders stabilen Geschäftsmodell und einer klaren Exitstrategie, falls der erwartete Katalysator für die erhoffte Wertsteigerung nicht greift oder wegfällt.
- In der Summe muss unserer Anlageprozess noch analytischer, stringenter und in dem generell volatilen Kapitalmarkt im Zweifel auch defensiver werden – „**Predicting rain doesn't count. Building arks does**“ wie Warren Buffett es mal so treffend beschrieb.

Für die sinnvolle Weiterentwicklung der Portfoliostruktur können wir uns erfreulicherweise auch an erfolgreichen Beispielen aus dem „Eigenbestand“ unserer Fonds orientieren. Der persönliche Kontakt zu den einzelnen Managern in dem ConValue-Portfolio ermöglicht uns einen genauen Einblick in deren Struktur und Anlagephilosophie.

Beispielhaft dafür sei der **Aquamarine Fonds** von **Guy Spiers** (58; er ist u.a. auch Buchautor und Initiator der ValueX-Konferenzen) und seine über mehr als 20 Jahre entwickelte Anlagephilosophie genannt. Diese basiert auf mittlerweile 25 **Investing Principles**, die in seinem sehr lesenswerten Geschäftsbericht alljährlich weiterentwickelt werden. Guy, der vor 12 Jahren seinen Wohnsitz von New York nach Zürich verlegt hat („**Construct The Right Environment**“ – Principle 14) hält in seinem Fonds seit Jahren eine Handvoll US-Amerikanischer Qualitäts-Unternehmen (u.a. American Express, Mastercard, Bank of America, Berkshire Hathaway) sowie wenige Europäische Unternehmen (Nestle, Ferrari) in Kombination mit aktuell zwei asiatischen Firmen. („**Buy better Businesses At Bargain Prices**“ - Principle 7) Die Umschlagshäufigkeit im Portfolio ist mit weniger als 0,2 p.a. sehr gering. (**Harness The Miracle Of Compounding** – Principle 1)

Die historische Performance des Aquamarine Fonds (18,7% in 2023) zählt nicht zu den besten weltweit, nicht zuletzt, weil die „**Magnificent Seven**“ darin keine Rolle spielen. Dieser Anspruch ist aber auch nicht sein Ziel und wir sind mit dem Ergebnis völlig zufrieden. Guy Spiers will mit ruhiger Hand und geringem Risiko langfristig von der Wertentwicklung internationaler Top-Unternehmen profitieren („**Play Center Court**“ Principle 4). Für uns dürfte der genaue Blick auf erfolgreiche Anlagekonzepte wie dieses unserer Fondsmanager im Sinne einer „Best Practice“ vorteilhaft sein.

Wir sehen darin auch keinen Widerspruch zu dem ursprünglich postulierten Anlagekonzept von ConValue. Es mag tatsächlich der Königsweg sein, mit diffizilen Einzelwetten primär im Nebenwertebereich Erfolg zu haben **und solche Gelegenheiten mögen sich auch uns in unregelmäßigen Abständen anbieten**. Ihr Auftreten lässt sich aber nicht planen. Zudem unterliegen solche Engagements immer der immanenten Gefahr, durch selektive Interpretation der verfügbaren Fakten das Chancen/Risikoverhältnis zu missdeuten. Wir (und sicher auch andere) haben dies leidvoll erfahren. Wir halten es daher für absolut sachgerecht, das ConValue-Portfolio zukünftig breiter, internationaler und liquider auszurichten.

John Maynard Keynes (1883 – 1946) wird der Satz zugeschrieben: „**When the facts change, I change my mind. What do you do, Sir?**“. Dem weltberühmten Ökonomen möchten wir nicht widersprechen.

10. VERMÖGENS- UND FINANZLAGE 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 2023 übersteigen die aufsummierten Verluste die Erträge, so dass sich ein negatives Ergebnis aus dem Wertpapierhandel in Höhe von EUR 43.129 (im Vorjahr EUR 815.875) ergibt.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr wies die ConValue SE ein Ergebnis aus Wertberichtigungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens in Höhe von EUR 1.105 aus. Das Ergebnis berücksichtigt Abschreibungen auf Finanzanlagen in Höhe von EUR 100.535 und Zuschreibungen in Höhe von EUR 249.441. Es wurden Abschreibungen auf Wertpapiere des Umlaufvermögens in Höhe von EUR 150.011 vorgenommen.

Die Kosten der Geschäftsführung, bestehend aus Personalaufwendungen in Höhe von EUR 79.170 (Vorjahr EUR 79.209) und allgemeinen Verwaltungskosten (sonstige betriebliche Aufwendungen und Abschreibungen) in Höhe von EUR 119.318 (Vorjahr EUR 140.221) – hier sind im Wesentlichen Abschluss-, Prüfungs- und Buchhaltungskosten, Raumkosten, Hauptversammlungskosten und Rechts- und Beratungskosten zu nennen – beliefen sich im Jahr 2023 auf EUR 198.488 (Vorjahr EUR 219.431).

ConValue SE vereinnahmte Erträge aus anderen Wertpapieren in Höhe von EUR 81.474 (Vorjahr EUR 88.728). In dem Posten Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge werden die Dividendenzahlungen der Wertpapiere des Umlaufvermögens und Guthabenzinsen zusammengefasst. Sie beliefen sich im Jahr 2023 auf EUR 50.358 (Vorjahr: EUR 1.815)

Damit ergibt sich ein Jahresfehlbetrag für das Geschäftsjahr 2023 in Höhe von EUR 104.300. (Vorjahr: EUR 4.154.145).

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 5.764.259 (Vorjahr EUR 7.768.273).

Die im Umlaufvermögen ausgewiesenen Wertpapiere beliefen sich Ende 2023 auf EUR 3.099.639 (Vorjahr EUR 250.000). Darüber hinaus verfügte die ConValue SE über liquide Mittel in Höhe von EUR 3.508.639 (Vorjahr EUR 4.470.359) zum Bilanzstichtag.

Der innere Wert pro ConValue-Aktie am Jahresende 2023 lag unverändert bei **rund 0,81 Euro (Vorjahr: EUR 0,81)**. 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 2023 EUR 13.361.025 (Vorjahr: EUR 13.465.326). Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 99,65% (Vorjahr: 99,60%).

Die Rückstellungen zum 31. Dezember 2023 in Höhe von EUR 44.000 (Vorjahr EUR 52.380) berücksichtigen im Wesentlichen die zu erwartenden Kosten für Abschlussprüfung und Hauptversammlung.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr belief sich die Bilanzsumme auf EUR 13.407.294 (Vorjahr: EUR 13.519.780).

11. NEUAUSRICHTUNG DES PORTFOLIOS 2023

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

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

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

Drei weitere Fonds verfolgen unter Anwendung von vorab definierten Auswahlkriterien einen passiven Ansatz, im Wesentlichen mit dem Ziel den MSCI World Index bzw. den STOXX 50 zu übertreffen. In dieser wohl ausbalancierten Fondsstruktur sind aktuell insgesamt rund **6,7 Mio. Euro** oder knapp 50% unseres Eigenkapitals investiert.

Im Bereich der Einzelanlagen befinden sich – in Erwartung von Zinssenkungen und latenter Mietsteigerungen – als zusammen größte Position mit der **LEG Immobilien SE** und **TAG Immobilien AG** zwei große Bestandhalter von deutschen Mietwohnungen im Portfolio.

Nach der Veröffentlichung von sehr guten Umsatz- und Ertragszahlen haben wir Anfang des laufenden Jahres als neues Investment 2.400 Aktien der Schweizer **Jungfraubahn Holding AG** erworben (Betreiberin der höchstgelegenen Bahnstrecke in Europa mit mehr als 1 Mio. Kunden im vergangenen Jahr).

Eine seriöse Prognose, wie sich der Wert des Portfolios im Jahresverlauf entwickeln wird, können wir nicht abgeben. Die bislang gute Performance der führenden internationalen Indizes im laufenden Jahr wird wesentlich von den **Zinssenkungserwartungen** gespeist, welche zumindest die EZB für die Jahresmitte signalisiert hat. Insbesondere die weitere Kursentwicklung unserer Immobilien-Bestandhalter im Portfolio wird davon wesentlich beeinflusst werden.

In diesem Aktionärsbericht haben wir versucht, die Gründe für die veränderte Aufstellung bzw. Ausrichtung des ConValue-Portfolios darzustellen. An berechtigter Selbstkritik sollte es dabei nicht gefehlt haben. Wir haben lernen müssen, dass gut gemeinte Einzelideen aus unserem Netzwerk in der Summe noch kein homogenes Portfolio ergeben, insbesondere wenn sich die Parameter im Kapitalmarkt abrupt verändern. Inwieweit mangelnde Fortune oder Unvermögen dabei die entscheidende Rolle gespielt haben, ist eher unerheblich.

Entscheidend ist, dass Sie verehrte Aktionäre, diese neue Ausrichtung auch mittragen. Unser Bestreben kann nur sein, zu versuchen Ihren bislang verlorenen Kapitaleinsatz mit einer umsichtigen und risikobewussten Anlage „zurückzuerdienen“. Ebenso Zurückverdienen müssen wir auch Ihr Vertrauen, denn die auffällige Differenz zwischen gehandelten Aktienkursen und dem aktuellen Net Asset Value ist uns nicht verborgen geblieben.

An unserem Engagement und unserer Einsatzfreude wird es auch weiterhin nicht fehlen.

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Olaf Hein

Volker Lemke

BILANZ ZUM 31. DEZEMBER 2023

AKTIVA

EUR	31.12.2023	31.12.2022
Anlagevermögen		
I. Immaterielle Vermögensgegenstände		
Entgeltlich erworbene Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten	1.091	3.709
II. Finanzanlagen		
Anteile an verbundenen Unternehmen	1.000.000	1.000.000
Wertpapiere des Anlagevermögens	5.764.259	7.768.273
	6.765.350	8.771.982
Umlaufvermögen		
I. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände		
Sonstige Vermögensgegenstände	32.444	26.259
II. Wertpapiere		
Sonstige Wertpapiere	3.099.579	250.000
III. Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten		
	3.508.639	4.470.359
	6.640.663	4.746.618
Rechnungsabgrenzungsposten	1.281	1.180
	13.407.294	13.519.780

PASSIVA

EUR	31.12.2023	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	4.216.198	4.111.898
-- davon Verlustvortrag EUR 4.111.898 (EUR -42.247)		
	13.361.025	13.465.326
Rückstellungen		
Sonstige Rückstellungen	44.000	52.380
	44.000	52.380
Verbindlichkeiten		
1. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	245	0
-- davon mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr EUR 245 (i.Vj. EUR 0) --		
2. Sonstige Verbindlichkeiten	2.024	2.074
-- davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr EUR 2.024 (i.Vj. EUR 2.074) -- -- davon aus Steuern EUR 1.983 (i.Vj. EUR 2.034) -- -- davon aus im Rahmen der sozialen Sicherheit EUR 41 (i.Vj. EUR 41) --		
	2.269	2.074
	13.407.294	13.519.780

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (01.01.2023 – 31.12.2023)

EUR	2023	2022
Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren	-43.129	-815.875
Sonstige betriebliche Erträge	6.656	
Personalaufwand		
Löhne und Gehälter	75.000	75.000
soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und für Unterstützung	4.170	4.209
Abschreibungen		
auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen	2.618	2.618
Sonstige betriebliche Aufwendungen	116.700	137.603
– davon Aufwendungen aus der Währungsumrechnung EUR 139 (EUR 0,01)		
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens	81.474	88.728
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	50.358	1.815
Ergebnis aus Wertberichtigungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens	-1.105	-3.203.272
– davon außerplanmäßige Zuschreibungen und Abschreibungen auf Finanzanlagen EUR 148.906 (EUR 3.201.444)		
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	66	18
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	1	6.092
Ergebnis nach Steuern	-104.300	-4.154.145
Jahresfehlbetrag	104.300	4.154.145
Gewinnvortrag aus dem Vorjahr	0	42.247
Verlustvortrag aus dem Vorjahr	4.111.898	0
Bilanzverlust	4.216.198	4.111.898

Anhang der CONVALUE SE für das Geschäftsjahr 2023

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 2023 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.

Um dem Geschäftsmodell der ConValue SE Rechnung zu tragen, werden gemäß § 265 Abs. 5 Satz 2 HGB die Posten „Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren“ und „Ergebnis aus Wertberichtigungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens“ dem Gliederungsschema des HGB hinzugefügt. Erträge und Verluste aus der Veräußerung von Wertpapieren des Anlage- und des Umlaufvermögens werden unter dem hinzugefügten Posten „Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren“ ausgewiesen. Das Ergebnis aus Wertberichtigungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens berücksichtigt sowohl die Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens als auch Zuschreibungen, die auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens zu tätigen sind.

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 2023 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 5.764.259). Unter den verbundenen Unternehmen wird die Beteiligung an der White Clouds AG ausgewiesen.

Unter dem Posten **sonstige Wertpapiere** (insgesamt EUR 3.099.579) sind zum Bilanzstichtag neben Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland (EUR 736.695), Aktien (EUR 1.552.349) sowie Aktienfonds (EUR 616.313) ausgewiesen.

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 2023 auf EUR 825.000.

Im Geschäftsjahr 2023 ergibt sich ein **Jahresfehlbetrag** in Höhe von EUR 104.300. Unter Berücksichtigung des Verlustvortrags aus dem Vorjahr in Höhe von EUR 4.111.898 ergibt sich damit zum 31. Dezember 2023 ein **Bilanzverlust** in Höhe von EUR 4.216.198.

Unter dem Posten **sonstige Rückstellungen** werden Rückstellungen für die Durchführung der Hauptversammlung sowie Rückstellungen für Buchführungs-, Rechts-, Beratungs- und Prüfungskosten ausgewiesen (EUR 44.000).

ERLÄUTERUNGEN ZUR GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Das **Ergebnis aus der Veräußerung von Wertpapieren** in Höhe von EUR -43.129 (Vorjahr: EUR -815.875) 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 2.618) und sind aus dem diesem Anhang beigefügten Anlagenspiegel ersichtlich.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** in Höhe von EUR 116.700 (Vorjahr: EUR 137.603) enthalten im Wesentlichen die Aufwendungen für die Kosten für die Durchführung der Hauptversammlung in Höhe von EUR 15.000 (Vorjahr: EUR 34.724), Aufwendungen für Depotgebühren und Verwahrtgelte in Höhe von EUR 30.044 (Vorjahr: EUR 40.199) sowie Aufwendungen für Prüfungs-, Rechts-, Beratungs- und Buchführungskosten in Höhe von EUR 53.318 (Vorjahr: EUR 48.128).

Das **Ergebnis aus Wertberichtigungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens** beläuft sich auf insgesamt EUR -1.105 (Vorjahr: EUR 3.203.272).

Auf Wertpapiere des Anlagevermögens entfallen im Berichtsjahr **Abschreibungen** in Höhe von EUR 100.535 und **Zuschreibungen (Wertaufholung)** auf das Finanzanlagevermögen in Höhe von EUR 249.441 (Vorjahr: EUR 0). Abschreibungen werden auf den niedrigeren Wert der Wertpapiere des Finanzanlagevermögens vorgenommen, der am Abschlussstichtag anhand der Börsenwerte beizulegen war.

Es wurden **außerplanmäßige Abschreibungen** auf das Finanzanlagevermögen in Höhe von EUR 100.535 (Vorjahr: EUR 3.201.444) 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 8.525 (Vorjahr: EUR 1.331.843).

Die Abschreibungen auf Wertpapiere des Umlaufvermögens zum Bilanzstichtag belaufen sich auf EUR 150.011 (Vorjahr: EUR 1.828).

SONSTIGE ANGABEN

Anzahl der Arbeitnehmer

Die Gesellschaft beschäftigte im Jahr 2023 keine Mitarbeiter.

Mitglieder des Vorstands

- Herr Dr. Olaf Hein, Hamburg, Vorstand der ConValue SE
- Herr Volker Lemke, Hamburg, Vorstand der ConValue SE

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 24. Mai 2024

Dr. Olaf Hein
Vorstand

Volker Lemke
Vorstand

ConValue SE

Anlagenspiegel 31. Dezember 2023

	Anschaffungskosten			kumulierte Abschreibungen			Zuschreibungen	Buchwert am 31.12.2023 EURO
	Stand am 01.01.2023 EURO	Zugang EURO	Abgang EURO	Stand am 01.01.2023 EURO	Abschreibungen des Geschäftsjahres EURO	Abgang EURO		
Immaterielle Vermögengegenstände Entgeltlich erworbene Konzessionen, gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte und Werte sowie Lizenzen an solchen Rechten und Werten	7.854	0	0	7.854	4.145	2.618	0	1091
	7.854	0	0	7.854	4.145	2.618	0	1.091
Finanzanlagen								
Anteile an verbundenen Unternehmen	1000.000	0	0	1000.000	0	0	0	1000.000
Wertpapiere des Anlagevermögens	11078.785	2.088.503	5.595.793	7.571.495	3.310.512	100.535	1.354.369	5.764.259
	12.078.785	2.088.503	5.595.793	8.571.495	3.310.512	100.535	1.354.369	6.764.259
	12.086.639	2.088.503	5.595.793	8.579.349	3.314.657	103.153	1.354.369	6.765.350

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 2023 und der Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2023 sowie dem Anhang, einschließlich der Darstellung der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden – 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 2023 sowie ihrer Ertragslage für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2023.

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

Grundlage für die Prüfungsurteile

Wir haben unsere Prüfung des Jahresabschlusses 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“ 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 zu dienen.

Verantwortung der gesetzlichen Vertreter und des Aufsichtsrats für den Jahresabschluss

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.

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

Verantwortung des Abschlussprüfers für die Prüfung des Jahresabschlusses

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, sowie einen Bestätigungsvermerk zu erteilen, der unsere Prüfungsurteile zum Jahresabschluss 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 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 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, 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 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.

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, 24. Mai 2024

RSM 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 sich im Geschäftsjahr 2023 regelmäßig und ausführlich mit der Lage und der Entwicklung der Gesellschaft befasst. Den gesetzlichen Vorschriften und den Vorgaben der Satzung entsprechend, unterstützten wir den Vorstand bei der Geschäftsführung und berieten ihn in Fragen der Unternehmensleitung. In sämtliche Entscheidungen, die für die ConValue von grundlegender Bedeutung waren, war der Aufsichtsrat unmittelbar mit eingebunden. Darüber hinaus erörterten wir mit dem Vorstand in regelmäßigen Abständen aktuelle strategische Überlegungen und Entwicklungen der Gesellschaft. 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. Auch zwischen den Aufsichtsratssitzungen standen die Mitglieder des Aufsichtsrats im regelmäßigen Kontakt zum Vorstand und haben sich mit ihm über die aktuellen Entwicklungen, die die Gesellschaft betreffen, ausgetauscht.

SCHWERPUNKTE DER BERATUNGEN

Im Geschäftsjahr 2023 fanden – unter Inanspruchnahme der Erleichterung nach § 110 Absatz 3 Aktiengesetz – zwei Sitzungen statt, und zwar am 21. April und am 26. Juni 2023. An den Sitzungen haben stets alle Mitglieder des Aufsichtsrats teilgenommen. 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 zur 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 2023

Die von der Hauptversammlung vom 22. August 2023 gewählte Ebner Stolz GmbH & Co. KG (jetzt: RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG) Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Hamburg, hat den gemäß Handelsgesetzbuch aufgestellten Jahresabschluss unter Einbeziehung der Buchhaltung geprüft und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen.

Der Jahresabschluss und 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 im schriftlichen Umlaufverfahren am 31. Mai 2024 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 31. Mai 2024

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

- 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

ordentliche Mitglieder

Dr. Georg Issels
Köln

- 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

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

