

Geschäftsbericht 2016



CS Realwerte
Aktiengesellschaft

Bestandsübersicht per 31.12.2016

CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung) - Gesamtübersicht
Stand: 30.06.2016

Fonds	Ende	Zahltag	gesamt	Einstand	Buchwert	Kurs	Börsenwert	KAG-Ki	KAG-Wert	L-Quote	unser Investment in Liquidität	unser Investment in Immobilien*
AXA Immoselect	10/14	Jul/Dez	857.032	4,73	4.054.601	4,75	4.070.902	7,17	6.144.919	39,5%	2.427.243	1.643.659
CS Euroreal	4/17	Jul/Dez	20.000	18,50	370.012	18,80	376.000	23,86	477.200	24,2%	115.482	260.518
DEGI Europa	9/13	Jan/Jul			0	5,37	0	7,69	0	33,0%	0	0
DEGI Global Business	6/14	Okt			0	4,12	0	5,66	0	61,0%	0	0
DEGI International	10/14	Apr/Okt	323.514	4,24	1.371.888	4,46	1.442.872	5,85	1.892.557	45,4%	859.221	583.652
KANAM Grundinvest	12/16	Mai/Nov	216.050	23,24	5.021.743	22,81	4.928.101	28,81	6.224.401	8,3%	516.625	4.411.475
SEB Immoinvest	4/17	Jan/Jul	240.794	19,66	4.733.779	17,30	4.165.736	24,98	6.015.034	10,8%	649.624	3.516.113
SEB Immo Portfolio Target F	5/17	Apr/Okt	6.950	46,90	325.925	39,50	274.525	57,30	398.235	3,6%	14.336	260.189
TMW Immobilien	5/14	Jan/Jul	163.000	3,87	631.144	3,67	598.210	5,50	896.500	79,8%	715.407	-117.197
UBS (D) 3 Sector Real Estat	9/15	Mrz/Sep	599.000	1,04	621.775	0,96	576.238	1,44	862.560	57,5%	495.972	80.266
UBS (D) Euroinvest Immobilien		Dez	19.000	7,15	135.768	7,05	133.950	9,09	172.710	0,0%	0	133.950
Allianz Flexi Immo		Okt			0	31,75	0	41,21	0		0	0
DB Immoflex		Mrz/Sep			0	14,13	0	19,21	0		0	0
DWS Immoflex Vermögensmandat		Mrz/Sep			0	20,05	0	27,16	0		0	0
Premium Mgt. Immob.		Apr/Okt			0	8,52	0	8,52	0		0	0
Santander VV Kapitalprotekt		Jan			0	265,00	0	386,92	0		0	0
Stratego Grund		Jun			0	4,36	0	6,41	0		0	0
					17.266.634		16.566.534	72%	23.084.116		5.793.911	10.772.623
ertragswirksame Ausschüttungen			324.892				-6.386.298	/.	Inanspruchnahmen HVB		-6.386.298	
realisierte Kursgewinne			30.822				-4.006.029	/.	Inanspruchnahme Seeliger		-4.006.029	
Kursreserven insgesamt			-700.100				0	/.	Inanspruchnahme BraWo		0	
abzgl. in Vorjahren erwirtschaftet			436.203	-1.136.303			6.174.207		= Netto-Exposure		-4.598.416	
Gesamtertrag laufendes Jahr			-780.589				37,3%					
nachrichtlich: in den Fonds zurückgehaltene Liquidität herausgerechnet:							10.772.623	62%	17.290.205	26,6%		
= Abschlag im Börsenkurs auf Verkehrswerte aktuell:												

CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung) - Gesamtübersicht
Stand: 30.12.2016

Fonds	Ende	Zahltag	gesamt	Einstand	Buchwert	Kurs	Börsenwert	KAG-Ki	KAG-Wert	L-Quote	unser Investment in Liquidität	unser Investment in Immobilien*
AXA Immoselect	10/14	Jul/Dez	1.219.522	3,27	3.993.344	3,68	4.487.841	5,34	6.512.247	30,4%	1.979.723	2.508.118
CS Euroreal	4/17	Jul/Dez	397.902	16,90	6.726.044	17,40	6.923.495	20,92	8.324.110	13,4%	1.115.431	5.808.064
DEGI Europa	9/13	Jan/Jul			0	5,04	0	5,50	0	92,3%	0	0
DEGI Global Business	6/14	Okt			0	3,80	0	4,92	0	48,2%	0	0
DEGI International	10/14	Apr/Okt	336.000	3,65	1.226.753	4,31	1.448.160	5,43	1.824.480	33,8%	616.674	831.486
KANAM Grundinvest	12/16	Mai/Nov	605.818	16,23	9.832.426	16,23	9.832.426	19,09	11.565.066	81,8%	9.460.224	372.202
SEB Immoinvest	4/17	Jan/Jul			0	13,95	0	19,14	0	28,7%	0	0
SEB Immo Portfolio Targ	5/17	Apr/Okt			0	36,75	0	51,41	0	50,0%	0	0
TMW Immobilien	5/14	Jan/Jul	210.000	2,87	602.402	3,10	651.000	4,02	844.200	81,3%	686.335	-35.335
UBS (D) 3 Sector Real E.	9/15	Mrz/Sep	488.000	0,98	480.598	0,99	484.096	1,33	649.040	53,1%	344.640	139.456
Allianz Flexi Immo		Okt			0	22,52	0	29,80	0		0	0
DB Immoflex		Mrz/Sep			0	9,28	0	11,49	0		0	0
DWS Immoflex Vermögensmandat		Mrz/Sep			0	17,31	0	23,73	0		0	0
Santander VV Kapitalprotekt		Jan			0	179,50	0	251,00	0		0	0
Stratego Grund		Jun			0	3,43	0	4,74	0		0	0
					22.861.567		23.827.018	80%	29.719.143		14.203.027	9.623.991
ertragswirksame Ausschüttungen*			1.535.903				-5.982.963	/.	Inanspruchnahmen HVB		-5.982.963	
realisierte Kursgewinne			-331.465				-3.998.897	/.	Inanspruchnahme Seeliger		-3.998.897	
Kursreserven insgesamt			965.451				-4.998.745	/.	Inanspruchnahme BraWo		-4.998.745	
abzgl. in Vorjahr erwirtschaftet			375.858	589.593			8.846.413		= Netto-Exposure		-777.578	
Gesamtertrag laufendes Jahr			1.794.031				37,1%					
nachrichtlich: in den Fonds zurückgehaltene Liquidität herausgerechnet:							9.623.991	62%	15.516.116	5,0%		
= Abschlag im Börsenkurs auf Verkehrswerte aktuell:												

* incl. sog. KanAm-Effekt: 4.783.755 steuerfreie Veräußerungsgewinne / 613.096 nicht anrechenbare ausländische Quellensteuer / 2.846.021 Teilwertabschreibung zum 31.12.2016 = netto 1.324.638

Organe der Gesellschaft

Aufsichtsrat

Dipl.-Kfm. Achim Gröger, Sarstedt (Vorsitzender)
Unternehmensberater

Michael Weingarten, Itzehoe (stellvertretender Vorsitzender)
Bankkaufmann

Dipl.-Oec. Manuela Benecke, Erkerode
wissenschaftliche Mitarbeiterin



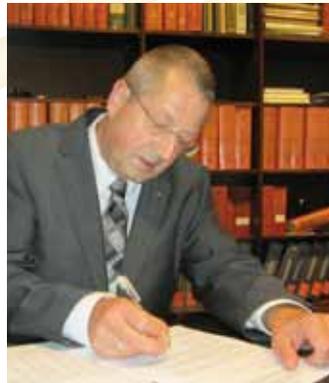
V.l.n.r. Achim Gröger, Manuela Benecke,
Michael Weingarten
Mitglieder des Aufsichtsrates, CS Realwerte AG

Vorstand

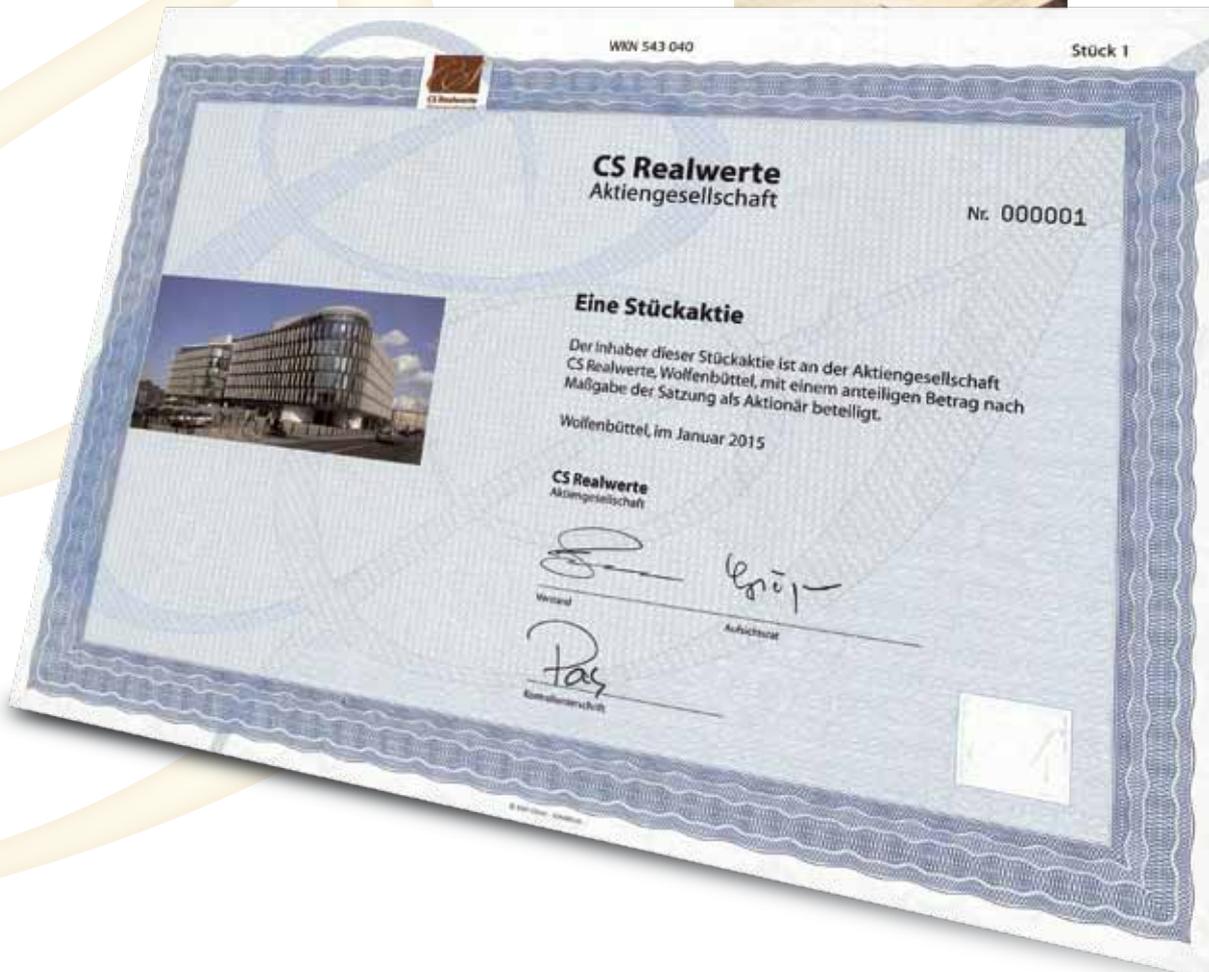
Jörg Benecke, Erkerode
Bankkaufmann

CS Realwerte Aktiengesellschaft
Salzbergstraße 2
38302 Wolfenbüttel
Telefon 053 31.97 55-11
Telefax 053 31.97 55-55
eMail info@csrealwerte.de
Web www.csrealwerte.de

Wertpapier-Kenn-Nummer 543040



Jörg Benecke
Vorstand, CS Realwerte AG



Bericht des Aufsichtsrates



Der Aufsichtsrat ist regelmäßig vom Vorstand über die geschäftliche Entwicklung der Gesellschaft, die wesentlichen Ereignisse und Vorhaben sowie grundsätzliche Fragen der Geschäftspolitik sowohl in schriftlicher Form, per email wie auch in persönlichen Gesprächen unterrichtet worden.

Im Rahmen der Berichtspflichten des Vorstandes an den Aufsichtsrat nach § 90 AktG werden alle gesetzlichen Vorgaben mindestens eingehalten. Über die Vorgaben hinaus berichtet der Vorstand monatlich an den Aufsichtsrat über den Stand der Geschäfte und das aktuelle Fondsportfolio sowie anlaßbezogen über jede wesentliche Entwicklung bei den in unserem Portfolio enthaltenen Immobilienfonds. Darüber hinaus berät der Vorstand zu Beginn eines jeden Monats mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden Grundsatzfragen der Geschäftspolitik und die Anlagestrategie.

Für Geschäfte und Ereignisse, die für die Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft von erheblicher Bedeutung sein konnten oder aus sonstigen wichtigen Anlässen hat der Vorstand dem Aufsichtsrat stets rechtzeitig Beschlüßvorlagen bzw. Berichte erstattet.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr haben fünf Aufsichtsratssitzungen stattgefunden. Es nahmen hieran jeweils alle Aufsichtsratsmitglieder sowie der Vorstand teil. An der Sitzung, in der der Jahresabschluß für das Geschäftsjahr 2015 festgestellt wurde, hat die Wirtschaftsprüferin teilgenommen. Den Aufsichtsratsmitgliedern wurde hierzu vorab der Bericht der Wirtschaftsprüferin über die Erstellung des Jahresabschlusses der Gesellschaft übersandt. In den Aufsichtsratssitzungen hat der Vorstand über die turnusgemäße Berichterstattung hinaus nochmals ausführlich den aktuellen Geschäftsverlauf der Gesellschaft dargestellt und die ergänzenden Fragen des Aufsichtsrates hierzu beantwortet.

Die Gesellschaft arbeitet auf der Grundlage eines auf ihre Spezifika zugeschnittenen Geschäftsentwicklungsplans. Diese Planung wird anlaßbezogen, insbesondere bei weiteren Wachstumsschritten sowie Veränderungen in der Finanzierungsstruktur, aktualisiert. Der Aufsichtsrat hat sich den Geschäftsentwicklungsplan und die Aktualisierungen vom Vorstand jeweils erläutern lassen, die Planung eigenständig analysiert und sie anschließend jeweils genehmigt.

Zustimmungspflichtige Geschäfte hat der Aufsichtsrat, sofern darüber nicht zeitnah in einer turnusmäßigen Sitzung beschlossen werden konnte, im Umlaufverfahren entschieden.

Beanstandungen zur Zusammenarbeit mit dem Vorstand hatte der Aufsichtsrat nicht.

Schließlich hat sich der Aufsichtsrat nicht nur generell, sondern auch laufend anhand beispielhafter Einzelfälle mit dem Berichtswesen, dem internen Kontrollsystem und dem Risikomanagementsystem der Gesellschaft auseinandergesetzt. Die Systeme wurden vom Aufsichtsrat als effizient und ausreichend beurteilt.

Die PKF FASSELT SCHLAGE Partnerschaft mbB Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Braunschweig, hat den Jahresabschluß 2016 erstellt und hierzu unter dem 04.04.2017 die entsprechende Bescheinigung erteilt.

Die Wirtschaftsprüferin hat an der Aufsichtsratssitzung vom 22.05.2017 teilgenommen, zum Jahresabschluß eingehende Erläuterungen gegeben und dem Aufsichtsrat zur Beantwortung ergänzender Fragen zur Verfügung gestanden.

Der Aufsichtsrat hat den Jahresabschluß und den Lagebericht eingehend geprüft. Nach dem abschließenden Ergebnis der Prüfung erhebt der Aufsichtsrat keine Einwendungen gegen den vom Vorstand vorgelegten Jahresabschluß und den Lagebericht und billigt den Jahresabschluß, der damit festgestellt ist.

Wolfenbüttel, im Mai 2017

Der Aufsichtsrat

Dipl.-Kfm. Achim Gröger
Vorsitzender



Ein Objekt des CS Euroreal:
Leverkusen, Rathausgalerie
letzter Verkehrswert: 217,0 Mio. €
Anfang 2017 für (g) 240,0 Mio. € verkauft
an den Unilmmo: Europa
(Union Investment)

Lagebericht des Vorstandes für das Geschäftsjahr 2016 der CS Realwerte Aktiengesellschaft

Die CS Realwerte Aktiengesellschaft erwirbt börsengehandelte Fondsanteile von Offenen Immobilienfonds, die in Folge der vorherigen Finanzkrise ab Januar 2010 in die Abwicklung gingen und nach den gesetzlichen Vorgaben vollständig liquidiert werden müssen. Insbesondere müssen also die Immobilien-Portfolien restlos verkauft werden.

Die Börsenbewertung dieser Fonds drückt gegenüber den von den Gutachterausschüssen der Fonds festgestellten Verkehrswerten der Fondsimmobilen Bewertungsabschläge zwischen 25 % und über 50 % aus.

Die Fondsanteile werden in der Erwartung erworben, daß beim allmählichen Verkauf sämtlicher Immobilien aller Zielfonds wohl Abstriche gegenüber den momentan noch festgestellten Verkehrswerten gemacht werden müssen, daß diese Abstriche im Schnitt aber deutlich unter den momentan in den Börsenkursen implizierten Bewertungsabschlägen liegen werden.

Ziel unserer Anlagepolitik ist einerseits die Vereinnahmung laufender Ertragsausschüttungen der Fonds, so lange sie ihren Immobilienbesitz noch nicht vollständig veräußert haben, und andererseits die Realisierung von Wertzuwächsen, sofern die Immobilienverkäufe der Fonds ein im Schnitt besseres Resultat erbringen als in den Wertabschlägen der Börsenkurse momentan ausgedrückt.

Die dabei ursprünglich von uns verfolgte „buy-and-hold-Strategie“, also das rein passive Abwarten der Liquidationsergebnisse der abwickelnden Fonds, wurde im Berichtsjahr durch einen vollkommen unerwarteten Einflußfaktor konterkariert: Neben den direkt investierenden Fonds war das Produktspektrum der Immobilienfonds vor der letzten Finanzkrise von verschiedenen namhaften Anbietern auch um Dachfonds erweitert worden. Als Folge der Finanzkrise mussten später auch ein gutes halbes Dutzend Dachfonds die Rücknahme ihrer Anteilscheine aussetzen und gingen anschließend ebenfalls in die Abwicklung.

Allgemein herrschte die Annahme, daß die Dachfonds die Abwicklung der Zielfonds passiv abwarten und von dort erhaltene Ausschüttungen jeweils nur an die eigenen Anleger weitergeben würden. Im Frühjahr 2016 wurde aber deutlich, daß einige Dachfonds begannen, ihre Portfolien aktiv zu reduzieren durch Zielfonds-Anteilscheinverkäufe über die Börse.

Dieses Verhalten war und ist zwar wirtschaftlich vollkommen unsinnig und fügt den in Dachfonds investierten Altanlegern zusätzlichen Schaden zu, der leicht vermeidbar gewesen wäre. Wie sich bald herausstellte, hatten die Dachfonds hier aber keine Wahl, weil ihnen von der BAFin jeweils eine Auflösungsfrist von drei Jahren ab endgültiger Aussetzung der Anteilscheinrücknahmen gesetzt worden war, also um Jahre vor den Terminen, zu denen mit dem Abschluß der Liquidation der Zielfonds zu rechnen war und ist.

Die unerwarteten Anteilscheinverkäufe der Dachfonds führten auch zu unerwarteten Kursbewegungen an der Börse. Im Frühjahr 2016 gerieten dadurch die Kurse aller betroffenen Zielfonds mehr oder weniger stark unter Druck. Die sich zu diesem Zeitpunkt zusätzlich ausprägende allgemeine Börsenschwäche verstärkte die Entwicklung offenkundig noch. Aus der nachfolgenden Tabelle ist bei der Spanne zwischen Hoch- und Tiefkursen deutlich zu sehen, welche ungewöhnlichen Schwankungen die Kurse unserer Zielfonds im Berichtsjahr unterlagen.

Die von uns zunächst verfolgte „buy-and-hold-Strategie“ wurde in dieser ganz unerwartet eingetretenen Situation obsolet. Wir mussten vielmehr zu einem aktiven Portfoliomanagement übergehen, einerseits, um absehbare Verluste in noch tragbaren Grenzen zu halten, andererseits, um die mit Kreditinstituten vereinbarten Beleihungsgrenzen einzuhalten, und schließlich auch, um bei offensichtlichen Übertreibungen nach unten die sich dann bietenden attraktiven Kaufgelegenheiten nutzen zu können.

Nachdem die Gesamtentwicklung unserer Strategie im Frühjahr 2016 zunächst gehörig durcheinandergewirbelt hatte, gelang es uns im Jahresverlauf zunehmend, uns auf die so nicht vorhersehbar gewesene Situation gut einzustellen und daraus am Ende großen Nutzen zu ziehen. Die durch unsere gelungene Repositionierung erreichten positiven Ertrags-effekte liegen am Ende des Jahres weit über den im Frühjahr zunächst erlittenen Blessuren.



Veränderung der Börsenkurse

	Börsenkurs 30.12.2015	Hoch/Tief 2016 histor.	bereinigter* Börsenkurs 30.12.2016	Veränderung 2016 ytd	Ausschüttg. im Jahr 2016	tatsächlicher Börsenkurs 30.12.2016	Hoch/Tief 2016 aktuell
AXA Immoselect	5,05	5,22 - 4,87	5,34	5,7%	1,66	3,68	3,80 - 3,21
CS Euroreal	20,00	22,50 - 18,72	22,20	11,0%	4,80	17,40	18,00 - 13,92
DEGI Europa	7,00	7,24 - 6,28	7,53	7,6%	2,49	5,04	5,04 - 3,79
DEGI International	5,28	5,29 - 4,67	5,36	1,5%	1,05	4,31	4,35 - 3,62
KanAm grundinvest	24,98	27,85 - 22,66	28,23	13,0%	12,00	16,23	16,23 - 10,66
SEB Immoinvest	23,29	23,76 - 19,64	22,45	-3,6%	8,50	13,95	15,26 - 11,14
SEB Target Return	50,25	51,00 - 37,50	43,85	-12,7%	7,10	36,75	43,90 - 30,40
TMW Immo Weltfonds	6,05	6,58 - 5,12	6,60	9,2%	3,50	3,10	3,10 - 1,62
UBS 3 Sector Real Est.	1,37	1,47 - 1,21	1,36	-0,6%	0,37	0,99	1,10 - 0,84

Daneben führte unsere sehr tiefgehende Analyse der Einzelfonds während des beschriebenen Ablaufs auch zu deutlichen Gewichtsverschiebungen in unserem Portfolio. Von Fonds, denen wir keine überzeugende Entwicklung zutrauten (namentlich der SEB ImmoInvest und der SEB ImmoPortfolio Target Return) trennten wir uns vollständig. Umgekehrt machten wir namentlich den CS Euroreal und den KanAm grundinvest zu den größten Einzelpositionen unseres Portfolios, nachdem beide mit ihrer Abwicklungsleistung mehr und mehr zu überzeugen vermochten. Die am Jahresende dann sichtbar werdende sehr unterschiedliche Entwicklung der Börsenkurse im Jahresverlauf (siehe obige Tabelle) zeigt, wie richtig wir mit dieser aktiven Anlagestrategie gelegen haben.

Die normalerweise im Jahresrhythmus durchzuführenden Neubewertungen der Fondsimmobili- en durch unabhängige Gutachterausschüsse führten auch im Jahr 2016 überwiegend zu Abwertungen. Die Neubewertungen waren auch der prägende Einflußfaktor für die Entwicklung der offiziellen Rücknahmewerte (Net Asset Value). Hier zeigt sich qualitativ das gleiche, unserer vorherigen Analyse entsprechende Bild und erklärt damit auch, warum sich die Börsenkurse im Jahresverlauf 2016 so unterschiedlich entwickelten: Unter den volumenmäßig signifikanten Schwergewichten hatte der CS Euroreal beim Rücknahmewert sogar eine leicht positive Entwicklung und der KanAm grundinvest nur ein minimal negatives Ergebnis. Die rote Laterne tragen hier die beiden SEB-Fonds, und diese Entwicklung hat sich übrigens im bisherigen Verlauf des Jahres 2017 noch extrem beschleunigt, nachdem bei den jüngsten Portfolio-Verkäufen der SEB-Fonds Wertverluste von 20 % und mehr gegen- über den bisherigen Verkehrswerten eher die Regel als die Ausnahme waren.

Veränderung der KAG-Werte (Net Asset Value)

	KAG-Wert 30.12.2015	bereinigter* KAG-Wert 30.12.2016	Veränderung 2016 ytd	Ausschüttg. im Jahr 2016	tatsächlicher KAG-Wert 30.12.2016
AXA Immoselect	7,38	7,00	-5,1%	1,66	5,34
CS Euroreal	25,48	25,72	0,9%	4,80	20,92
DEGI Europa	9,25	7,99	-13,6%	2,49	5,50
DEGI International	6,02	6,48	7,6%	1,05	5,43
KanAm grundinvest	31,57	31,09	-1,5%	12,00	19,09
SEB ImmoInvest	29,17	27,64	-5,2%	8,50	19,14
SEB Target Return	61,84	58,51	-5,4%	7,10	51,41
TMW Immo Weltfonds	7,78	7,52	-3,3%	3,50	4,02
UBS 3 Sector Real Est.	1,81	1,70	-6,1%	0,37	1,33

* bereinigt = tatsächlicher Wert am 30.12.2016 zuzüglich in 2016 bisher geflossener Ausschüttungen

Unsere Stellung im Markt

Die im Fokus unserer Anlagestrategie stehenden Fonds sind nach Ende ihrer ersten Abwicklungsphase (drei Jahre nach Aussetzung der Anteilscheinrücknahme, bis dahin weiter Verwaltung durch die ursprüngliche Kapitalanlagegesellschaft) inzwischen sämtlich auf die jeweilige Depotbank übergegangen, der der Gesetzgeber für die Verwertung der Restportfolien weitere drei Jahre Frist einräumt.

Die Restportfolien umfassen (Stand 26.05.2017) insgesamt noch 53 Objekte mit Verkehrswerten von zusammen gut 2 Mrd. Euro. Gegenüber dem Stand vor einem Jahr hat sich die Anzahl also etwa halbiert und die Summe der Verkehrswerte sogar knapp gedrittelt. Der auffallend stärkere Rückgang bei den Verkehrswerten erklärt sich vor allem dadurch, daß der früher für besonders groß-

volumige Objekte bekannte KanAm grundinvest vor Übergang auf die Depotbank M. M. Warburg & Co. am 31.12.2016 bis auf die vier kleinsten Restobjekte seinen gesamten Bestand zu veräußern vermochte.

Ein vollkommen anderes, nämlich fast keine Kompression zeigendes Bild ergibt sich bei Betrachtung der Summe der Börsenwerte der im Fokus unserer Betrachtung stehenden abwickelnden Fonds: Sie ist von rd. 5 Mrd. Euro vor einem Jahr per Ultimo Mai 2017 lediglich auf 4,8 Mrd. Euro zurückgegangen. Ursächlich hierfür sind zwei Faktoren.

Im Jahr 2016 haben sich die Börsenkurse insbesondere bei den beiden Schwergewichten CS Euroreal und KanAm grundinvest deutlich aufwärts entwickelt. Durch die Kurserholung wurden ausschüttungsbedingte Minderungen der Gesamtvolumina weitgehend kompensiert.

Der wichtigere Einflußfaktor ist allerdings die ausgesprochen zögerliche Ausschüttungspolitik vor allem bei den großen Fonds. Dem CS Euroreal flossen durch den Verkauf des „Melody-Portfolios“ (drei große Einkaufszentren in Deutschland und Italien) im März/April 2017 fast 700 Mio. Euro zu; dadurch speiste sich immerhin noch im April eine Ausschüttung von 6,80 Euro pro Anteil. Der KanAm grundinvest dagegen, der schon um die Jahreswende 95 % seines Immobilienbestandes veräußert hatte, läßt seine Anteilscheinhaber bis heute auf eine Ausschüttung warten. Diese ausgeprägte Liquiditätsrückhaltung hat zur Folge, daß der addierte Net Asset Value aller Fonds von rd. 5,6 Mrd. aktuell mit 3,5 Mrd. Euro zu 61,9 % nur noch aus Liquidität besteht.

Eine kuriose Folge dieser Situation ist, daß bei einigen Fonds der Börsenwert inzwischen niedriger liegt als die im Fond noch vorhandene, bisher zurückgehaltene Liquidität. Die Ergänzung der von uns eingesetzten Eigenmittel durch Bankkredite im Verhältnis 1:2 und damit die Neutralisierung der für uns völlig unerwünschten Liquiditätsanteile am NAV ist in dieser Situation für die von uns angestrebte Eigenkapitalrendite noch wichtiger als zuvor. Zugleich bleibt es aber unverändert eine große Herausforderung, unser sehr spezielles Geschäftsmodell potentiellen Kreditgebern verständlich darzustellen und diese dann auch auf der Zeitachse bei der Stange zu halten.

Die letzten Zielfonds sind nach den gesetzlichen Vorgaben bis zum Jahr 2017 abzuwickeln. Die Erfahrung mit Fonds, deren Abwicklungstermine in zurückliegenden Jahren bereits erreicht wurden, zeigt allerdings, daß kein Fonds bis zum festgelegten Abwicklungstermin tatsächlich alle Fondsobjekte verkauft hat. In diesen Fällen gehen die restlichen Objekte auf die jeweilige Depotbank über. Für die weitere Abwicklung beträgt die gesetzliche Frist anschließend weitere drei Jahre, so daß sich



Ein Objekt des KanAm grundinvest:

30 South Colonnade, London
Hauptverwaltung von Thomson Reuters Ltd.
letzter Verkehrswert: 269,2 Mio. €
Im Aug. 2015 für ca. 285 Mio. € an einen chinesischen Investor verkauft. Die langen Nasen hatten danach die Chinesen: 2016 ließ Thomson Reuters den Mietvertrag völlig überraschend auslaufen und zog aus.

über alle Fonds gesehen die Verwertung tatsächlich bis zum Jahr 2020 hinziehen wird. Hierfür beschäftigen die Depotbanken in den meisten Fällen weiter die bis dahin verantwortlich gewesenen Kapitalanlagegesellschaften.

Auch nach Verkauf aller Immobilien sind anschließend bis zum Erlöschen aller denkbaren gegen den einzelnen Fonds gerichteten Ansprüche (z.B. Gewährleistungen aus den Immobilienverkäufen, noch nicht bestandsfeste Steuerbescheide) Mittel zurückzuhalten. Als solches wird uns das Thema deshalb nach unserer Einschätzung noch bis in die zweite Hälfte der 2020er Jahre beschäftigen können.

Bei der Beurteilung der Struktur und Portfolioqualität der einzelnen Fonds, bei Einschätzungen zu Fähigkeiten und Motivation der einzelnen Fondsmanager und Depotbanken sowie beim Erkennen länder- und objektspezifischer Trends bei großen Gewerbeimmobilientransaktionen insgesamt haben wir uns über die letzten Jahre in diesem speziellen Anlagesegment ein know how erworben, das nicht ohne weiteres kopiert werden kann. Auf dieser Grundlage setzen wir darüber hinaus Analysewerkzeuge ein, mit deren Hilfe wir unsere Anlageentscheidungen strukturieren und objektivieren können mit dem Ziel, in jeder Phase die jeweils kurzfristig aussichtsreichsten Fonds herauszufiltern und entsprechende Anlageschwerpunkte zu setzen.

Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Zum 31.12.2016 beträgt das ausgewiesene Eigenkapital der CS Realwerte Aktiengesellschaft 6.978 T€ (Ende 2015: 4.936 T€). Es setzt sich zusammen aus 1.075 T€ (Ende 2015: 848 T€) Nennkapital, 4.640 T€ (Ende 2015: 3.314 T€) Kapitalrücklage, 36 T€ Gewinnrücklage sowie 1.227 T€ Bilanzgewinn. Bei Abfassung dieses Berichtes erreichte das ausgewiesene Eigenkapital nach einer weiteren Kapitalerhöhungen schließlich 8.458 T€.

In ihrer Abwicklungsphase bauen die betreffenden Fonds durch permanente Immobilienverkäufe hohe Liquiditätsquoten von oft deutlich mehr als 50 % auf. Diese Liquidität wird nicht nur zeitversetzt, sondern auch ausgesprochen zögerlich in Form von Substanzausschüttungen an die Fondsanleger ausgekehrt. Jeder Anteilscheininhaber ist bei diesen Fonds also überwiegend gar nicht mehr in Immobilien investiert, sondern anteilig nur noch in den Bankguthaben der Fonds. Die anteilig auf uns entfallende Liquidität, die nicht unser Anlageziel ist, neutralisieren wir durch die Inanspruchnahme von Bankkrediten. De facto erreichen wir damit, daß wir mit unserem Eigenkapital tatsächlich in vollem Umfang in den unterbewerteten Fondsimmobilen investiert sind.

Dieses Ziel wird beim Verhältnis Eigenmittel zu Fremdkapital von 1:2 weitgehend erreicht, ohne daß damit ein nennenswertes Risiko aufgebaut wird. Entsprechend weist unsere Bilanz per 31.12.2016 die Inanspruchnahme von Bankkrediten in einer Höhe von 14.982 T€ (Ende 2015: 8.902 T€) aus. Nachdem die von uns gehaltenen Fondsanteile andererseits per 31.12.2016 eine uns zuzurechnende anteilige Liquidität von 14.203 T€ (Ende 2015: 5.266 T€) beinhalten, sind die Bankkredite praktisch vollständig lediglich eine Vorfinanzierung uns später ohnehin zufließender Ausschüttungen. De facto besteht bei diesen Krediten also kein Risiko und sie führen sich im Laufe der Zeit durch die allmähliche Auskehrung der Liquiditätsbestände der Fonds in Form von weiter regelmäßig fließenden Liquidationsausschüttungen von ganz allein zurück.

Damit sind wir zum 31.12.2016 mit 22.862 T€ (Ende 2015: 13.830 T€) in Fondsanteilen investiert. Der Börsenwert dieser Anteile am Stichtag beträgt 23.827 T€. Der Bestand enthält somit stille Reserven von 965 T€ (Ende 2015: 376 T€). Der Zuwachs von 589 T€ ist in der Gesamtbetrachtung dem handelsrechtlichen Ergebnis von 751 T€ hinzuzurechnen. Das wirtschaftliche Ergebnis des Geschäftsjahres 2016 beträgt also 1.340 T€ = 159,40 € je Aktie. Bezogen auf den jahresdurchschnittlichen Eigenkapitalbestand entspricht dies einer Eigenkapitalrendite von 21,5 %. Das liegt im Rahmen der unseren Aktionären gegenüber früher geäußerten Annahmen.

Risiken der künftigen Entwicklung

Unsere Strategie geht im wesentlichen von der Annahme aus, daß die in den Börsenkursen ausgedrückten Bewertungsabschläge auf das Immobilienvermögen der einzelnen Fonds zwischen 25 % und über 50 % übertrieben hoch sind. Die bisherige Verkaufstätigkeit der betroffenen Fonds stützt diese Annahme. In den Börsenkursen sind unverändert hohe Bewertungsabschläge impliziert, obwohl, getragen durch die extrem starke Entwicklung der Immobilienmärkte, die Objektverkäufe im Durchschnitt des Berichtsjahres 2016 sogar zu Preisen oberhalb der zuletzt geführten Verkehrswerte erfolgten.

Aktuell (Stand 26.05.2017) sind von den neun von uns regelmäßig beobachteten Fonds zwei bereits immobilienfrei, die übrigen sieben halten noch 53 Objekte mit addierten Verkehrswerten von 2,09 Mrd. €. Schwergewichtig befinden sich die Restbestände im CS Euroreal (23 Objekte, die mit Verkehrswerten von 1,04 Mrd. € allein die Hälfte vom Gesamtrestwert ausmachen) sowie im SEB ImmoInvest (15 Objekte mit 0,68 Mrd. € Restwert).

Das Hauptrisiko besteht darin, daß die Gewerbeimmobilienmärkte vor allem in Europa in einer zukünftigen weiteren Finanzkrise erneut einbrechen, ehe der überwiegende Teil der übrig gebliebenen Fondsimmobilen bis zum Ende der gesetzlichen Nachfrist am 30.04.2020 verkauft werden konnte.



Ein Objekt des AXA Immoselect (52,195 % Anteil):
Düsseldorf, Wilhelm-Böttskes-Straße 1
Hauptverwaltung der IKB
letzter anteiliger Verkehrswert: 99,7 Mio. €
Im Okt. 2015 für 96,5 Mio. € an den Mieter IKB
verkauft.



Millenium Tower Rotterdam des DEGI Europa:
Bewertungsmiete 5,225 Mio. €, Restlaufzeit
der Mietverträge 30,3 Jahre.
Letzter Verkehrswert: 45,9 Mio. €.
Im Dez. 2014 für 47,2 Mio. € verkauft.
Heute würde der Preis wahrscheinlich
deutlich höher ausfallen.

Nach unserer Einschätzung wird die Mehrzahl der verbliebenen Objekte die betroffenen Fonds noch innerhalb der nächsten 12 Monate verlassen. Um unsere Position nennenswert zu beschädigen, müsste ein solcher Einbruch also bis spätestens Mitte 2018 stattfinden.

Vor allem auch vor dem Hintergrund der anhaltend lockeren Geldpolitik der EZB und einer anhaltenden Niedrig-, wenn nicht sogar Nullzinsphase sowie angesichts nach wie vor nur sehr verhaltener Neubautätigkeit gehen Marktbeobachter davon aus, daß die Immobilienmärkte, in die die abzuwickelnden Fonds ihre Immobilien abzugeben haben, im laufenden Zyklus – auch mangels anderer renditetragender Anlagealternativen – noch einige Jahre lang ihre in 2015/16 nochmals deutlich gestiegenen Preisniveaus werden halten können.

Das Risiko, auf Sicht der nächsten 18 Monate von einem erneuten Immobilienmarkteinbruch getroffen zu werden, scheint uns jedenfalls mit dem heutigen Erkenntnisstand eher gering zu sein. Sollten wir zwischenzeitlich aber zu einer anderen Risikoeinschätzung kommen, dann können wir in unserer Anlagepolitik völlig problemlos und schnell gegensteuern, indem wir die uns permanent zufließenden Substanzausschüttungen der einzelnen Fonds einfach nicht mehr reinvestieren.

Ein weiteres Risiko besteht darin, im Rahmen unserer Anlagestrategie bei der Fondsauswahl die „falschen“ Fonds auszuwählen, bei denen sich die im Börsenkurs ausgedrückten Bewertungsabschläge schlußendlich doch als zutreffend oder gar immer noch zu niedrig herausstellen. Diesem Risiko begegnen wir im wesentlichen durch Verteilung unserer Mittel auf eine ausreichend große Anzahl von Einzelfonds. Von Zeit zu Zeit immer wieder äußerst sinnvolle Schwerpunktbildungen bei wenigen Einzelfonds nehmen wir vor, wenn diese Einschätzung zuvor durch Einsatz entsprechender Analysewerkzeuge objektiviert wurde. Umgekehrt kann unsere Analyse der Portfolio- und Management-Qualität einzelner Fonds auch dazu führen, daß wir von einem Investment in bestimmten Fonds ganz Abstand nehmen.

Schließlich haben wir ein spezifisches Risiko in unserer Finanzierungsstruktur durch die mit einem Kreditinstitut getroffenen Sicherungsabreden, die sich an aktuellen Börsenkursen unserer Fonds orientieren. Sollten sich die Börsenkurse entgegen den allgemein guten Aussichten an den Immobilienmärkten rein markttechnisch bedingt südwärts bewegen, z.B. durch größere kursdrückende Blockverkäufe institutioneller Investoren, würden wir bei diesem Kreditinstitut zur Nachbesicherung bzw. zu Positionsaufösungen möglicher Weise zur Unzeit gezwungen sein. Nachdem dieses Risiko im Frühjahr 2016 zunächst unangenehm real geworden war, halten wir es angesichts der inzwischen bestehenden Bewertungsreserven für äußerst unwahrscheinlich, daß wir in diesem Punkt noch einmal unter Zugzwang geraten könnten.

Indem die Gesellschaft lediglich ein Vorstandsmitglied als wesentlichen know-how-Träger beschäftigt besteht zudem ein Personenausfallrisiko. Dem begegnen wir, indem alle Anlageentscheidungen und die kurz- und mittelfristigen Anlagestrategien schriftlich dokumentiert und damit auch für Dritte nachvollziehbar und fortführbar werden. Als Beispiel für den Umfang unserer regelmäßig erstellten Dokumentationen ist die aktuelle Darstellung per Ende Mai 2017 im Anschluß an den offiziellen Geschäftsbericht zusätzlich abgedruckt.

Eine ausreichende Redundanz erreichen wir ferner durch die monatlichen „jour fixe“ zwischen Vorstand und Aufsichtsratsvorsitzendem, wo alle wesentlichen Aspekte des Marktsegmentes und unserer Anlagestrategie regelmäßig und ausführlich besprochen werden. Schließlich haben wir uns als weitere Rückversicherung für den Fall aller Fälle der Mitarbeit eines in diesem Spezialmarkt schon jahrelang tätigen und besonders versierten Experten versichern können.

Ausblick

Der bisherige Geschäftsgang bestätigt unsere Erwartungen nicht nur, sondern übertrifft sie. Es sind derzeit auch keine Umstände abzusehen, die unsere Erwartungen und eine erfolgreiche Umsetzung unseres Geschäftsmodells beeinträchtigen könnten. Gleichwohl kann nicht erwartet werden, daß sich die bisher ausgezeichnete Entwicklung im Geschäftsjahres 2017 weiter ungemindert fortsetzen wird. Wir wären bereits hoch zufrieden, wenn sich zum Jahresende eine Stabilisierung auf dem Niveau ergeben würde, das aus der nachfolgenden aktuellen Bestandsübersicht ersichtlich ist.

Nachdem inzwischen sämtliche Fonds auf die jeweiligen Depotbanken übergegangen sind, konzentrieren sich die noch verbliebenen Restobjekte mit 82 % des Gesamtwertes von 2.092 Mio. € nur noch auf den CS Euroreal (1.040 Mio. €) und den SEB ImmoInvest (678 Mio. €). Daneben machen jeweils 4 Restobjekte im AXA Immoselect noch 154 Mio. € und im KanAm grundinvest noch 175 Mio. € aus. Bei den übrigen Fonds konzentriert sich unsere Betrachtung inzwischen weitgehend auf den Umstand, daß die Börsenbewertung immer wieder einmal die vorhandenen Liquiditätsbestände unterschreitet und damit Investitionen selbst bei inzwischen immobilienfreien Fonds immer noch attraktiv sind.

In diese Kategorie wird in Kürze auch der AXA Immoselect hinüberwechseln, der seine Restobjekte bis Oktober 2017 verkauft haben muß (eines davon wurde soeben auch schon veräußert). Sein aktueller Börsenkurs drückt aber immer noch eine unangemessene Unterbewertung aus und ist damit weiter attraktiv.

CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung) - Gesamtübersicht
Stand: 31.05.2017

Fonds	Ende	Zahltag	gesamt	Einstanz	Buchwert	Kurs	Börsenwert	KAG-Ki	KAG-Wert	L-Quote	unser Investment in	
											Liquidität	Immobilien*
AXA Immoselect	10/14	Jul/Dez	1.160.869	3,34	3.877.396	4,10	4.759.563	5,26	6.106.171	50,2%	3.065.298	1.694.265
CS Euroreal	4/17	Jul/Dez	639.897	11,34	7.259.453	12,76	8.165.086	14,78	9.457.678	37,9%	3.584.460	4.580.626
DEGI Europa	9/13	Jan/Jul			0	1,85	0	2,15	0	99,7%	0	0
DEGI Global Business	6/14	Okt			0	3,03	0	3,71	0	48,5%	0	0
DEGI International	10/14	Apr/Okt	276.000	2,69	741.428	3,10	855.600	3,53	974.280	86,6%	843.726	11.874
KANAM Grundinvest	12/16	Mai/Nov	665.200	16,27	10.824.030	17,24	11.468.048	19,30	12.838.360	85,1%	10.925.444	542.604
SEB Immoinvest	4/17	Jan/Jul			0	13,86	0	17,13	0	34,0%	0	0
SEB Immo Portfolio Target	5/17	Apr/Okt			0	33,70	0	43,63	0	29,1%	0	0
TMW Immobilien	5/14	Jan/Jul	215.000	2,91	625.082	3,25	698.750	3,79	814.850	98,1%	799.368	-100.618
UBS (D) 3 Sector Real Es	9/15	Jun/Dez	2.500	1,00	2.500	1,12	2.800	1,38	3.450	49,9%	1.722	1.078
Allianz Flexi Immo					0	17,68	0	22,06	0		0	0
DB ImmoFlex						Der db immoflex ist vollständig liquidiert und aufgelöst.						
DWS ImmoFlex Vermögensmandat					0	16,04	0	20,29	0		0	0
Santander VV Kapitalprotekt					0	125,11	0	168,91	0		0	0
Stratego Grund					0	3,50	0	4,56	0		0	0
					23.329.890		25.949.847	86%	30.194.789		19.220.018	6.729.829
ertragswirksame Ausschüttungen			0				-4.499.013		J. Inanspruchnahmen HVB		-4.499.013	
realisierte Kursgewinne			499.669				-4.466.318		J. Inanspruchnahme Seeliger		-4.466.318	
Kursreserven insgesamt			2.619.957				-4.996.863		J. Inanspruchnahme BraWo		-4.996.863	
abzgl. in Vorjahr erwirtschaftete			965.451	1.654.506					= Eigenkapital-Anteil	11.987.653		
Gesamtertrag laufendes Jahr			2.154.175				46,2%		= Netto-Exposure	5.257.824		
nachrichtlich: in den Fonds zurückgehaltene Liquidität herausgerechnet:									Immobilien Börsenwert	6.729.829	61%	
= Abschlag im Börsenkurs auf Verkehrswerte aktuell:			39%						Immobilien KAG-Wert	10.974.771	-47,9%	
									Beleihungsquote Immobilien			
									(Netto-Exposure im Verh. zu KAG-Wert)			
									** = Börsenwert J. ant. Liquidität			
									10.000 Aktien ausgegeben, innerer Wert per 31.05. = 1.039,95 €			

Das Restportfolio des CS Euroreal enthält weiterhin einige Perlen, so daß wir diesem Fonds vertrauen, dafür am Ende in Summe mehr als die aktuellen Verkehrswerte zu erzielen. Auch dieser Fonds ist für Reinvestitionen unverändert erste Wahl.

Der KanAm grundinvest zeichnete sich schon bisher dadurch aus, daß er den Ehrgeiz besaß, seine Hausaufgaben trotz der Abwicklungssituation immer noch gut zu machen. Insofern erwarten wir, daß man die vier verbliebenen Objekte zunächst weiter für einen Verkauf zu einem guten Preis aufbereiten wird und deshalb akut keine weiteren Verkäufe kurz bevorstehen. Angesichts der Tatsache, daß bei diesem Fonds der Börsenwert weitgehend durch die vorhandene Liquidität abgedeckt ist, bekommt man das Restportfolio fast umsonst mit dazu. Das macht auch diesen Fonds für Reinvestitionen weiterhin attraktiv.

Vom SEB ImmoInvest halten wir uns dagegen weiter fern, obwohl dieser Fonds beim Börsenkurs immer noch den größten prozentualen Abschlag auf den Rücknahmewert aufweist. Erst eine grundlegende Veränderung der Risikoeinschätzung könnte auch bei diesem Fonds die Möglichkeit eines Engagements unsererseits eröffnen.

Reinvestitionen erhaltener Ausschüttungen setzen schließlich voraus, daß am Markt entsprechende Stückzahlen unserer Zielfondsanteile zu akzeptablen Preisen erhältlich bleiben. Diese Situation ist augenblicklich wegen der anhaltenden Verkäufe durch Dachfonds noch gegeben. Nach den Vorgaben der BAFin müssen diese Verkäufe bei allen Dachfonds aber vollständig bis spätestens April 2018 erfolgt sein. Wir beobachten derzeit in Einzelfällen sogar, daß bereits lange vor Ablauf der gesetzten Frist Bestände auf Null reduziert werden.

Insofern werden wir unsere bisherige Strategie nur noch bis Anfang 2018 unverändert fahren können. Nach Ende der Dachfonds-Verkäufe dürfte der Markt austrocknen und nur noch sporadisch Kaufgelegenheiten im Rahmen nicht-linearer Kursentwicklungen bieten. Vor diesem Hintergrund stellen wir uns ab Frühjahr 2018 auf eine allmähliche Schrumpfung unseres Anlagevolumens ein. Insgesamt ist jedoch aus heutiger Sicht noch bis Ende 2020 ein ausreichend großes und lohnendes Betätigungsfeld erkennbar.

Eine Entwicklung im Rahmen unserer Erwartungen vorausgesetzt kann für die Geschäftsjahre 2017 bis 2020 eine Fortsetzung der bisherigen Ausschüttungspolitik, also eine Dividende von jeweils 75,00 Euro pro Aktie, erwartet werden.

Wolfenbüttel, im Mai 2017

CS Realwerte Aktiengesellschaft
Der Vorstand



Jörg Benecke

CS Realwerte Aktiengesellschaft
 Wolfenbüttel
 Amtsgericht Braunschweig, HRB 8134

Bilanz zum 31. Dezember 2016

Aktiva		Passiva	
	Stand am 31.12.2015 €		Stand am 31.12.2015 €
A. Anlagevermögen (Finanzanlagen)		A. Eigenkapital	
1. Beteiligungen	2.000,00	I. Gezeichnetes Kapital	1.075.200,00
2. Wertpapiere des Anlagevermögens	13.829.735,08	II. Kapitalrücklage	4.640.175,00
	22.863.566,76	III. Gewinnrücklagen (andere Gewinnrücklagen)	36.000,00
		IV. Bilanzgewinn	1.226.641,18
B. Umlaufvermögen			6.978.016,18
I. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände (sonstige Vermögensgegenstände) (davon mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr: 0,00 €, i. V. 0,00 €)	54.642,26	B. Rückstellungen (sonstige Rückstellungen)	25.400,00
II. Kassenbestand, Bundesbankguthaben, Guthaben bei Kreditinstituten und Schecks	1.180,07		
	1.255,96	C. Verbindlichkeiten	
		1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (davon mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr: 14.981.859,68 €, i. V. 8.901.912,40 €)	14.981.859,68
		2. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr: 6.897,81 €, i. V. 3.459,69 €)	6.897,81
		3. sonstige Verbindlichkeiten (davon aus Steuern: 32.127,78 €, i. V. 969,00 €; aus Lohn und Gehalt: 21.500,00 €, i. V. 0,00 €; mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr: 922.593,84 €, i. V. 23.223,32 €)	922.593,84
			23.223,32
			15.911.351,33
			8.928.595,41

CS Realwerte Aktiengesellschaft
 Wolfenbüttel
Amtsgericht Braunschweig, HRB 8134

Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis 31. Dezember 2016

	€	€	Vorjahr €
1. Umsatzerlöse		0,00	4.240,19
2. sonstige betriebliche Erträge		5.392.960,16	76.155,40
		<u>5.392.960,16</u>	<u>80.395,59</u>
4. Materialaufwand			
Aufwendungen für bezogene Leistungen		0,00	1.137,09
5. Personalaufwand			
a) Löhne und Gehälter	47.160,00		21.660,12
b) soziale Abgaben	<u>5.927,37</u>		<u>5.946,09</u>
		53.087,37	27.606,21
6. sonstige betriebliche Aufwendungen		1.194.049,08	218.977,11
7. Erträge aus Beteiligungen	212.575,25		302.826,36
8. sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,00		1.700,00
9. Abschreibungen auf Finanzanlagen	2.846.021,10		0,00
10. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	<u>270.280,55</u>		<u>124.748,47</u>
		-2.903.726,40	179.777,89
11. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		491.068,13	5.536,50
12. Ergebnis nach Steuern/Jahresüberschuss		<u>751.029,18</u>	<u>6.916,57</u>
13. Gewinnvortrag		511.612,00	767.887,09
14. Gewinnverwendung gemäß Satzung		36.000,00	691,66
15. Bilanzgewinn		<u><u>1.226.641,18</u></u>	<u><u>774.112,00</u></u>

Der KanAm-Effekt in der Gewinn- und Verlustrechnung

Die 2016er Zahlen enthalten zwei gesondert erklärungsbedürftige Werte, die wir an dieser Stelle gern ausführlicher erläutern.

Der Grund liegt in einer im Okt. 2016 erfolgten Ausschüttung des KanAm grundinvest in Höhe von 10,00 € je Anteil. Im Vergleich zum Börsenkurs am Tag vor der Ausschüttung von 25,26 € war dies ein besonders hoher Betrag, der im Börsenkurs am Folgetag natürlich als Ausschüttungsabschlag seinen Niederschlag fand.

In aller Regel deklarieren unsere Fonds diese Kapitalrückzahlungen an die Anleger als „Substanzausschüttung“, das heißt, die zufließenden Beträge wären von uns erfolgsneutral direkt als Minderung der Anschaffungskosten zu buchen. Der KanAm grundinvest hat aber die Besonderheit, daß er schon bei seiner Auflage mit Investments ausschließlich im Ausland die Erzielung von im Inland dann steuerfreien Erträgen zum Ziel hatte. Diese Besonderheit in der Grundkonzeption strahlte auch auf die 10,00-€-Ausschüttung im Okt. 2016 ab: Sie erfolgte nicht als (bilanzwertmindernde) Substanzausschüttung, sondern in vollem Umfang als (in der Gewinn- und Verlustrechnung auszuweisende) steuerfreie Ertragsausschüttung.

Die mit 5.393 T€ außergewöhnlich hoch ausgewiesenen „sonstigen betrieblichen Erträge“ enthalten deshalb aus der KanAm-Ausschüttung 4.354 T€ an steuerfreien ausländischen

Aktien-Veräußerungsgewinnen aus indirekt über Objektgesellschaften gehaltenen Immobilien sowie 429 T€ steuerfreie ausländische Grundstücks-Veräußerungsgewinne aus direkt gehaltenen Immobilien. Auf Grund bestehender Doppelbesteuerungsabkommen bleiben diese Gewinne in Deutschland steuerfrei. Bereits auf Fondsebene waren für diese Gewinne im Ausland Ertragsteuern gezahlt worden, die in Form von 491 T€ ausländischer Quellensteuer bei den bei uns ausgewiesenen Ertragsteuern Eingang gefunden haben.

Durch den Ausschüttungsabschlag sank der Börsenkurs anschließend unter unseren (durch diese Besonderheit im Gegensatz zu anderen Fällen unverändert gebliebenen) Anschaffungspreis. Bei Abschlußerstellung hatten wir deshalb in Höhe der Differenz zwischen ursprünglichem Anschaffungspreis und Börsenkurs am Jahresende (16,23 €) eine Teilwertabschreibung in Höhe von 2.846 T€ vorzunehmen. Diese erscheint in der Gewinn- und Verlustrechnung als „Abschreibungen auf Finanzanlagen“. Genau wie die dafür ursächlichen steuerfrei verbuchten Gewinne findet auch diese Teilwertabschreibung keinen Eingang in unser steuerliches Ergebnis, da das deutsche Steuerrecht eine sonst entstehende Doppelbegünstigung verbietet.

Dies wiederum hat in der Zukunft zur Folge, daß jeglicher Wertzuwachs unserer KanAm-Anteile (der in der Gewinn- und Verlustrechnung als Rückgängigmachung der Teilwertabschreibung, also als Wertaufholung zu buchen wäre) ebenfalls steuerfrei bleibt. Wegen dieser Besonderheit werden auch in allen Folgejahren unsere steuerlichen Ergebnisse regelmäßig deutlich niedriger liegen als das handelsrechtliche Ergebnis.

Anhang

Die Gliederung von Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung entspricht dem Schema für große Kapitalgesellschaften (§§ 266, 275 HGB).

Bei der Aufstellung der Gewinn- und Verlustrechnung ist das Gesamtkostenverfahren (§ 275 Abs. 2 HGB) angewendet worden.

Die Gesellschaft hat von den größenabhängigen Erleichterungen als Kleinstkapitalgesellschaft i.S.v. § 267 a Abs. 1 HGB Gebrauch gemacht.

Finanzanlagen werden zu Anschaffungskosten angesetzt. Finanzanlagen werden in der Regel zu Anschaffungskosten angesetzt, außer die Anteile am KanAm grundinvest, die auf Grund der auf der vorigen Seite gegebenen Erläuterungen regelmäßig neu bewertet werden.

Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände wurden unter Berücksichtigung erkennbarer Risiken bewertet und im wesentlichen zum Nennwert angesetzt.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 1.075.200,00 Euro und ist zum Nennbetrag bewertet. Es ist eingeteilt in 8.400 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien.

Vorstand und Aufsichtsrat werden der für den 21.07.2017 angesetzten ordentlichen Hauptversammlung der CS Realwerte AG vorschlagen, aus dem Bilanzgewinn (einschließlich des Gewinnvortrages) von 1.226.641,18 Euro auf die für 2016 gewinnanteilsberechtigten Stückaktien eine Dividende von 75,00 € je Aktie zu zahlen (insgesamt 630.000,00 Euro) sowie den Restbetrag von 596.641,18 Euro auf neue Rechnung vorzutragen.

Rückstellungen und Verbindlichkeiten wurden zum Erfüllungsbetrag angesetzt.

Steuerrückstellungen waren für 2016 nicht zu bilden, da wegen der Spezifika unseres Geschäftsmodells wie geplant steuerlich ein negatives Ergebnis anfiel.

Die sonstigen Rückstellungen decken sowohl die erkennbaren Risiken als auch die ungewissen Verpflichtungen und wurden nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung dotiert.

Unter den sonstigen Rückstellungen werden ausgewiesen

Kosten für Abschlusserstellung und Steuerberatung 2016	TEuro	5,0
Kosten für die Hauptversammlung	TEuro	5,0
Kosten für Archivierung	TEuro	15,4

Die ausgewiesenen Verbindlichkeiten haben sämtlich eine Restlaufzeit bis zu einem Jahr.

Sonstige Angaben

Zu Mitgliedern des Aufsichtsrates sind bestellt

- Dipl.-Kfm. Achim Gröger, Sarstedt (Vorsitzender)
Unternehmensberater
- Michael Weingarten, Itzehoe (stellvertretender Vorsitzender)
Bankkaufmann
- Dipl.-Oec. Manuela Benecke, Erkerode
wissenschaftliche Mitarbeiterin

Als Vorstand ist bestellt

- Jörg Benecke, Bankkaufmann, Erkerode

Die Gesamtvorstandsbezüge betragen im Geschäftsjahr 19.716,78 Euro. Darüber hinaus ist ein satzungsgemäßer Tantiemeanspruch für 2016, der erst nach Feststellung des Jahresabschlusses endgültig entsteht und zahlbar wird, mit 21.500,00 Euro in den sonstigen Verbindlichkeiten enthalten. Auch die satzungsgemäße Aufsichtsratsvergütung für 2016 in Höhe von 14.000,00 Euro wird erst in 2017 zahlbar und ist unter den sonstigen Verbindlichkeiten ausgewiesen.

Wolfenbüttel, den 30. März 2017

CS Realwerte Aktiengesellschaft
Der Vorstand

Jörg Benecke

Unser Geschäftsmodell

aktueller Stand Ende Mai 2017

Die CS Realwerte AG erwirbt durch Börsenkäufe Fondsanteile von bis zu 10 verschiedenen Offenen Immobilienfonds (darunter Milliarden-Schergewichte wie CS Euroreal, KanAm grund-invest oder SEB ImmoInvest), die im Zuge der Finanzkrise 2008 in Zahlungsschwierigkeiten gerieten, in der Folge die Rücknahme ihrer Anteile einstellten und abgewickelt werden mussten.

Im Zuge ihrer Abwicklung müssen die Fonds sämtliche Immobilien veräußern, auch alle übrigen Vermögenspositionen auflösen und die damit generierte Liquidität an die Fondsanleger zurückzahlen. Diese Ausschüttungen erfolgen ratierlich, gespeist aus der den Fonds (insbesondere durch Immobilienverkäufe) beständig zuwachsenden Liquidität.

Die Börsenkurse dieser Fonds liegen regelmäßig und zum Teil deutlich unter den bis heute veröffentlichten Rücknahmewerten der Fonds (Net Asset Value).

Damit drückt der Börsenkurs aus, daß nicht erwartet wird, daß die Fonds im Zuge ihrer Liquidation ihre Rest-Immobilienbestände tatsächlich zu den gutachterlich ermittelten Verkehrswerten veräußern können.

Im Jahr 2011 beschäftigte sich die Aktien-Gesellschaft für Historische Wertpapiere im Rahmen der Anlagenotwendigkeit von Überschußliquidität erstmals mit diesem Anlagethema. Zu diesem Zeitpunkt erreichten die über die niedrigere Börsenbewertung ausgedrückten Verkehrswertabschläge nicht selten 50 % und mehr.

Wir vertraten den Standpunkt, daß es bei der Liquidation der Immobilien-Portfolien natürlich zu Abschlägen auf die bis dahin geführten Verkehrswerte kommen würde, aber eben nicht im Durchschnitt 50 %. Deshalb erwarteten wir, daß die Abwicklungserlöse am Ende höher liegen würden als die zu diesem Zeitpunkt stark gedrückten Börsenkurse. Diese Erwartung hat sich bis heute bestätigt, wobei uns fraglos die unerwartet starke Aufwärtsentwicklung der Immobilienmärkte in den letzten Jahren sehr zu Gute gekommen ist.

Ende 2014 wurde diesem inzwischen mit Kapitalrenditen > 20 % p.a. erfolgreich betriebenen Nebengeschäft der Status einer dritten Geschäftssparte zuerkannt. Zugleich wurde die Aktivität in der CS Realwerte AG rechtlich verselbständigt.

Aufgabe der CS Realwerte AG war die Einwerbung außenstehenden Kapitals. Sie startete Ende 2014 mit einem Eigenkapital von 1,0 Mio. €. Mit (bis Frühjahr 2017) insgesamt acht Kapitalerhöhungen wurde das Eigenkapital auf 8,5 Mio. € gebracht. Neben gut 100 außenstehenden Aktionären (die vor allem aus dem Altaktionärskreis der AG Hist gewonnen wurden) ist die AG Hist selbst heute noch mit 26 % an der CS Realwerte AG beteiligt.

Mit schon deutlich zusammengestrichenen 235 Mio. € Verkehrswert und 35 % Portfolio-Anteil das größte Klumpenrisiko im SEB ImmoInvest:

Hauptsitz des italienischen Energie-Riesen ENI in Rom - doch der zieht im Herbst 2018 komplett aus. Fast 50.000 mit Baujahr 1978 in die Jahre gekommene Quadratmeter wollen erst mal neu vermietet sein ...



2007 vom AXA Immoselect für fast 80 Mio. € gekauft, Verkehrswert aktuell nur noch 37,7 Mio. €:

Bis Frühjahr 2015 die Hauptverwaltung der AGIS-Versicherung im holländischen Amersfoort, nach Auszug der AGIS leerstehend, erst kürzlich konnte 1/3 der Fläche an einen Finanzdienstleister neu vermietet werden, am Rest soll die Stadt Amersfoort interessiert sein.

Warum Kredite?

Das Vermögen der abwickelnden Fonds teilt sich in zwei Hauptpositionen auf: Die Verkehrswerte der Rest-Immobilienportfolien und Liquidität. Dabei beobachteten wir im Laufe der Jahre einen beständigen Anstieg der Liquiditätsquoten unserer Fonds. Grund ist u.a., daß die Fonds im Rahmen der Abwicklungsvorgaben für verschiedene Eventualfälle erhebliche Liquiditätsreserven vorhalten und diese erst mit Verzögerung (i.d.R. 1 bis 3 Jahre) ausschütten.

Unser Anlageziel sind ausschließlich die in den Fonds enthaltenen Rest-Immobilienportfolien. Die in den Fonds zurückgehaltene Liquidität ist für uns dagegen vollkommen nutzlos. Auf diesen völlig ertraglosen Vermögensanteil Eigenkapital zu verschwenden wäre wirtschaftlich nicht sinnvoll gewesen.

Deshalb entschlossen wir uns, die quotale auf uns entfallenden Liquiditätsbestände durch in etwa gleich hohe Bankkredite zu neutralisieren. Insofern sind dies keine Effekten-Lombard-Kredite im klassischen Sinne, sondern de facto Vorfinanzierungen von uns künftig zufließenden Ausschüttungen, die dem Grunde nach bereits heute feststehen, nur Zeitpunkt und jeweiligen Teilbetrag kennt man heute noch nicht.

Durch die anhaltenden Liquiditätsausschüttungen der Fonds erhalten wir regelmäßig Rückzahlungen in Form von Substanzausschüttungen. So lange wirtschaftlich sinnvoll werden diese zurückfließenden Gelder reinvestiert.

Ab einem gewissen Zeitpunkt dienen empfangene Substanzausschüttungen der Rückführung der Bankkredite. Um diesen Zeitpunkt zu erkennen, arbeiten wir nach nachvollziehbaren, im folgenden eingehender beschriebenen Regeln.

Für die finanzierenden Institute sind die Kredite risikofrei, denn ihnen ist eine Rückzahlungs-Automatik eingebaut. Es sei denn, man würde davon ausgehen, daß die quotale auf uns entfallenden Bankguthaben der Fonds durch ein zukünftiges Ereignis verloren gehen könnten.



*Ein Objekt des KanAm grundinvest:
ONYX in Paris
65 Mio. schwer, aber zur Zeit nicht ver-
käuflich. 1/4 des Gebäudes steht leer, für
den Rest müsste der Mieter Nexity LAMY
den demnächst ablaufenden Mietvertrag
verlängern.*



*Verkehrswert 76,7 Mio. €, doch wie viel wird
das Olympia-Einkaufszentrum im tschechi-
schen Olmütz dem CS Euroreal beim Verkauf
wirklich bringen? Offen zugegeben: Hier sind
wir mit unserer Analysefähigkeit am Ende.*

Arbeitet die CS Realwerte AG rentabel?

Mit ihren Geschäftsergebnissen knüpft die CS Realwerte AG nahtlos an die seit 2011 zuvor von der Aktien-Gesellschaft für Historische Wertpapiere im Rahmen ihrer OIF-Anlagen erzielten Renditen an.

Im Geschäftsjahr 2016 erzielte sie einen Jahresüberschuß nach Steuern von 751 TEUR, zugleich bildeten sich in den Wertpapierbeständen weitere 965 TEUR stille Reserven. Bezogen auf das durchschnittliche Eigenkapital des Geschäftsjahres entspricht das einer Eigenkapitalrendite in der Größenordnung von etwa 23 %.

Im bisherigen Verlauf des Geschäftsjahres 2017 wurden Erträge von 500 TEUR realisiert und die stillen Reserven um weitere 1.422 TEUR ausgeweitet. An Aufwand (vor allem Zinsaufwand, Bankspesen und Gehälter) stehen dem lediglich 175 TEUR gegenüber.

Aus heutiger Sicht kann festgestellt werden, daß der Erfolg des Geschäftsmodells der CS Realwerte AG bereits jetzt außer Frage steht. Offen ist nur noch die Frage, wie viel bis zum Ende des Lebenszyklus dieses speziellen Geschäftsmodells noch zusätzlich zu verdienen sein wird.



Noch in der Abwicklungsphase neu gebaut und heute der „Kracher“ im Portfolio des CS Euroreal:

Das T8 in Bestlage von Frankfurt/Main. Nach Abschluß der Restarbeiten mit 216,6 Mio. € in den Büchern, soll nach koreanischen Medienberichten für 300 Mio. € an einen koreanischen Investor verkauft werden.



2007 für den KanAm grundinvest erworben, doch der Alleinmieter ROBECO ist jetzt ausgezogen.

Für das 25 Mio. € teure Objekt im Herzen von Rotterdam wird derzeit die Umwandlung in Luxuswohnungen geprüft.



Generalüberholung 10 Jahre nach Eröffnung: In die Flensburg-Galerie investiert der CS Euroreal noch einmal einen zweistelligen Millionenbetrag. Die Vermietungsquote erreicht danach fast wieder 100 %, ein Verkauf für mehr als die aktuellen 75 Mio. € Verkehrswert sollte jetzt durchaus möglich sein.

Ist die Re-Investition zufließender Substanz Ausschüttungen weiter sinnvoll?

Die Entscheidung, ab wann der Hebel von „Re-Investition“ auf „Kreditrückführung“ umgelegt werden muß, hängt von drei Kriterien ab, von denen vor Umschalten auf Kredittilgungen jedes einzelne erfüllt sein muß:

Die Portfolien unserer Fonds müssen in toto hinreichend granular bleiben, d.h. wir verlangen eine hinreichende Risikostreuung und nehmen keine Klumpenrisiken in Kauf.

Hier stehen die Signale bis heute auf „Grün“. Per 26.05.2017 besitzen die beobachteten Fonds immer noch 53 Objekte. Diese Zahl wird sich beständig, aber nicht schlagartig reduzieren. Erst im April 2020 läuft für die „big three“ CS, KanAm und SEB die von der BAFin dafür gesetzte Frist ab.

Die im Börsenkurs ausgedrückten Verkehrswertabschläge müssen ausreichend hoch bleiben. Auch hier stehen die Signale erst einmal weiter auf „Grün“: Aktuell ist in den Börsenkursen unserer Fonds im gewogenen Durchschnitt ein Bewertungsabschlag von 37 % ausgedrückt. Die kritische Grenze, unter der wir von Re-Investitionen Abstand nehmen würden, liegt bei 25 %.

Die Aufwärtsentwicklung im gegenwärtigen Immobilienmarkt-Zyklus muß intakt bleiben. In jedem Zyklus, wenn er dann seinen Höhepunkt überschritten hat, sind Einbrüche schnell und heftig, vor allem werden die Märkte illiquide. Dieses Risiko ist unkalkulierbar, deshalb wollen wir es, gleich wie hoch die Bewertungsabschläge der Immobilienportfolien wären, nicht eingehen.

Augenblicklich ist der Aufwärtszyklus noch intakt. Zwar rechnen wir aktuell nicht mehr mit weiteren Wertzuwachsen (einhergehend mit weiterer Rendite-Kompression für die im Moment noch in Heerscharen Anlageobjekte suchenden Käufer), glauben allerdings, daß sich die Immobilienmärkte auf dem jetzt erreichten Niveau erst einmal noch 1-2 Jahre lang seitwärts entwickeln werden.

Erst wenn die EZB ihren Zinskurs ändert und das Zinsniveau insgesamt deutlich anzusteigen beginnt dürfte der gegenwärtige Immobilien-Zyklus zu Ende gehen. Jedenfalls auf Sicht der nächsten 12 Monate gehen wir davon nicht aus.

CS Realwerte AG

Offene Immobilienfonds in Abwicklung

Übersicht per 26.05.2017 (Datenaktualität 31.03. bis 26.05.)

Fonds	Restanzzahl Immobilien	Summe Verkehrswerte	Portfolioqualität (VK-Progn.)	Liquiditätsbestand	Saldo der sonst. Positionen	Fondsvermögen (NAV)	Rücknahmewert	Börsenkurs	Börsenwert
AXA Immoselect	4	153,6	B (119,5)	88,9	6,3	248,8	5,24	4,05	192,3
CS Euroreal	23	1.039,9	A (1.063,0)	575,0	-97,1	1.517,8	14,79	12,57	1.290,0
DEGI Europa	0	0,0	-	55,6	0,5	56,1	2,15	1,85	48,3
DEGI International	1	6,6	C (7,5)	110,0	10,4	127,0	3,53	3,00	107,9
KanAm grundinvest	4	174,5	B (145,0)	1.177,0	30,6	1.382,1	19,30	17,24	1.234,6
SEB ImmoInvest *	15	678,0	B-C (549,0)	1.186,6	93,6	1.958,2	16,80	13,86	1.615,5
SEB ImmoPortfolio *	2	27,2	C (22,0)	216,8	-4,8	239,2	37,00	34,15	220,8
TMW Immo Weltfonds	0	0,0	-	56,2	1,2	57,4	3,79	3,25	49,2
UBS (D) 3 Sector	4	11,8	C (12,5)	23,3	11,6	46,7	1,38	1,12	37,9
Summe	53	2.091,6		3.489,4	52,3	5.633,3			4.796,5

* Informationen aus dem Fonds kommen mangelhaft und verzögert. Resultate eines großen Portfolio-Verkaufs im April 2017 sind noch nicht vollständig publiziert, aber die Auswirkungen hier bereits antizipiert (zum Teil mit Schätzungen)



Ein Total-Leerstand im Herzen des International Financial Services District im schottischen Glasgow: 6 Atlantic Quay. Ebenso wie das zur Hälfte leerstehende 4 Atlantic Quay das größte Sorgenkind des CS Euroreal. 40 Mio. € stehen hier im Feuer – sollte das Gerücht stimmen, daß die „Scottish Courts“ die Leerstandsflächen anmieten, wäre das Feuer gelöscht. Wir fahren da im Juli 2017 mal selber vorbei und sondieren die Lage vor Ort.

Gibt es für die CS Realwerte AG noch Ertragspotential?

Hier lohnt es, sich anzuschauen, welche Entwicklung Fonds genommen haben, die schon sehr früh in die Abwicklung gegangen sind und insofern die aktive Abwicklungsphase (Verkauf aller Immobilien) bereits hinter sich haben.

Rücknahmewert und Börsenkurs als absolute Werte gehen durch regelmäßige Ausschüttungen der Fonds im Gleichschritt zurück.

Am Ende reduziert sich die Differenz auf 20 cent bei einem Morgan Stanley P 2 Value, 26 cent bei einem UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe oder 54 cent bei einem TMW Immobilien Weltfonds.

Bei einem CS Euroreal haben wir dagegen heute noch 220 cent, bei einem KanAm grundinvest 206 cent und bei einem SEB ImmoInvest runde 300 cent. Also bei den Großen noch plus/minus 2 Euro Potential pro Anteilschein, und das muß man dann nur einmal mit der Anzahl der aktuell von uns gehaltenen Anteilscheine multiplizieren.

Die Frage ist nur: Wie nähern sich Rücknahmewert und Börsenkurs einander an? Kommt der Rücknahmewert von oben dem Börsenkurs nach unten entgegen, oder strebt der Börsenkurs von unten nach oben Richtung Rücknahmewert?

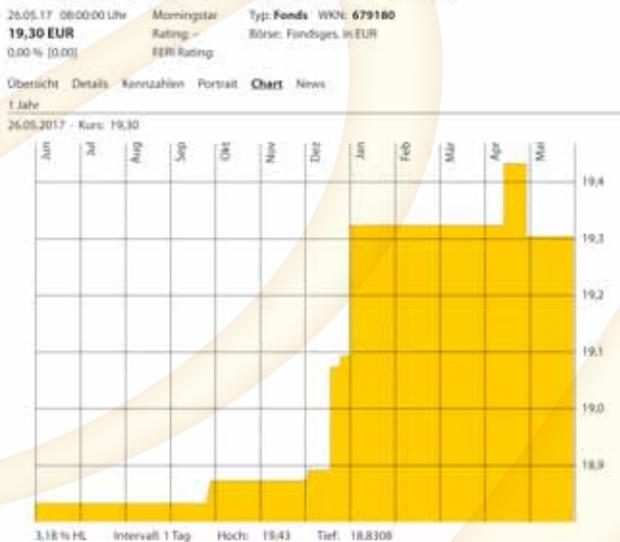
Das kann so gehen:

SEB IMMOINVEST – P EUR DIS



Oder es kann so gehen:

KAN AM GRUNDINVEST FONDS – EUR DIS



jedes einzelne Objekt zu einer Verkaufspreisprognose.

Auf dieser Basis können wir für jeden Fonds eine fundierte Aussage machen, wie hoch das voraussichtliche Wertaufholungspotential noch ist und ob Neu- bzw. Wiederanlagen in diesem Fonds aussichtsreich sind.

Diese Fertigkeit ist inzwischen gut entwickelt. Natürlich wurden bei einem Portfolioverkauf des SEB kürzlich schon mal 25 % „zerlegt“, obwohl wir nur mit 20 % gerechnet hatten. Und natürlich konnte ein KanAm mit dem Verkauf eines EU-Parlamentsgebäudes zu 20 % über Verkehrswert überraschen, obwohl wir in Verkennung der besonderen Renditekompression in den letzten Monaten des Zyklus nur mit dem Verkehrswert gerechnet hatten. Aber in der Tendenz liegen wir üblicherweise richtig und sind vor allem in der Lage, Risiken frühzeitig zu erkennen - einer der Gründe übrigens, warum für uns ein SEB ImmoInvest bis heute „tabu“ ist.



An diesem Punkt kommt die von uns in über sechs Jahren intensiver Beschäftigung entwickelte Fähigkeit der Einzelfondsanalyse und der Einzelobjektanalyse in's Spiel. Dabei analysieren wir einerseits die Management-Leistung der Fonds während der bisherigen Liquidationsdauer, andererseits analysieren wir auf Einzelobjektebene die Rest-Immobilienportfolien und kommen für

Das Einkaufszentrum „Le Cupole“ in San Giuliano Milanese ist kein Selbstläufer. Auch wenn der Verkehrswert schon von einst über 80 auf 62,7 Mio. € zurückgenommen wurde: Wahrscheinlich geht es noch etwas billiger weg.

Wie lange wird die CS Realwerte AG das Geschäft noch betreiben können?

Auch hier lohnt wieder ein Blick in die Abwicklungshistorie von Fonds, die schon den größten Teil des Weges hinter sich haben.

So ging z.B. ein AXA ImmoSelect bereits im Oktober 2014 auf die Depotbank über und muß jetzt bis Herbst 2017 endgültig alles verkauft haben. Dennoch ist es bis heute ein lohnendes Anlageziel mit immer noch attraktivem Aufwärtspotential.

In ein vergleichbares Stadium werden die „big three“ erst im Frühjahr 2020 kommen.

Ein weiterer sehr wesentlicher Einflußfaktor sind die Verkäufe von Zielfondsanteilen durch Immobilien-Dachfonds über die Börse.

Zunächst waren wir davon ausgegangen, daß die Dachfonds ganz einfach die Abwicklung der Zielfonds passiv abwarten und empfangene Rückzahlungen einfach nur an ihre eigenen Anleger durchleiten.

Im Frühjahr 2016 wurde jedoch langsam klar, daß die BAFin allen Dachfonds harte Auflösungs-terminen von Datum der Rücknahmeaussetzung plus 3 Jahre auferlegt hatte. Deshalb begannen Dachfonds vor gut einem Jahr, ihre Zielfondsanteile über die Börse zu verkaufen.

Einerseits brachte das die Börsenkurse der Zielfonds unter wirtschaftlich teilweise ganz unsinnigen Druck (womit sich für uns so niemals mehr erwartete Kaufgelegenheiten ergaben, nachdem es zuvor unsere Strategie gehörig durcheinandergewirbelt hatte), andererseits konnte man den „Nachschub“ für weitere Investitionen plötzlich recht verlässlich kalkulieren – auch, weil die Verhaltensmuster der Dachfondsmanager für das geübte Auge nach kurzer Zeit ganz gut erkennbar wurden.

Gestaffelt über die Zeit müssen nun alle Dachfonds ihre Bestände radikal abgebaut haben, der letzte davon im Mai 2018. Bis dahin sind permanent neu für uns entstehende Anlagesituationen mit hinreichender Verlässlichkeit immer wieder zu erwarten, da die Bestände der Dachfonds stückgenau bekannt sind und über die Aktualisierung im Monatsrhythmus auch jede Bestandsveränderung sofort sichtbar wird. Wir wissen also stets, was wir an „Suppe“ noch zu erwarten haben.

Fazit: Bis Mitte 2018 wird wirtschaftlich sinnvoll ziemlich uneingeschränkt reinvestiert werden können, bis Mitte 2020 werden sich die Möglichkeiten auf markttechnische Sondersituationen (Kurschwächen im Rahmen nicht-linearer Entwicklungen) beschränken, im Herbst 2020 werden wir mit dem Thema „durch“ sein. Ob man dann bei jedem Fonds auch noch die letzten 20 Cent mitnehmen will, wird erst dann zu entscheiden sein.

Der erst 2009 fertig gestellte Bürokomplex Europarco II in Rom, Hauptmieter ist der Konsumgüter-Riese Procter & Gamble. Das praktisch letzte Objekt des DEGI International, ursprünglich für 117 Mio. € erworben, zwischendurch in mehreren Schritten bis auf 58,4 Mio. € abgewertet. Das Tal der Tränen war bei dieser Qualitätsimmobilie aber irgendwann durchschritten: Ende 2016 wieder auf 69 Mio. € aufgewertet, im März 2017 für 75 Mio. € verkauft.



Mit Ursprungs-Baujahr 1981 (zuletzt 2010 umfassend modernisiert) ist die Rathaus Galerie in Essen schon ein etwas älteres Mütterchen. Mit 135 Mio. € steht sie beim CS Euroreal derzeit in den Büchern. Es wird vielleicht eine Kleinigkeit weniger – aber zum Ladenhüter im Restfolio des Fonds dürfte dieses Objekt eher nicht werden.



Für 100 Mio. € verliebte sich der SEB 2003 die in ihren Ursprüngen zu dem Zeitpunkt schon fast ein halbes Jahrhundert alte, auf dem früheren Horten-Kaufhaus aufbauende Volme Galerie in der Innenstadt von Hagen ein. Heute steht sie im Fonds noch mit 81,4 Mio. € zu Buche. Ob die wirklich noch zu Erlösen sind, steht in den Sternen. Denn auch die Management-Qualität eines Fonds spielt für die letztlich erzielbaren Verkaufspreise eine große Rolle - und mit einem Leerstand von inzwischen fast 40 % in der Volme Galerie stellen sich die Verantwortlichen des SEB ImmoInvest selbst kein besonders gutes Zeugnis aus.

Über aktuelle Ereignisse bei der CS Realwerte AG, alle neuen Entwicklungen bei unseren Fonds sowie über interessante Aspekte der Immobilienmarkt-Entwicklung allgemein berichten wir stets zeitnah in der Rubrik „Neuigkeiten“ auf unserer Internet-Seite www.CSrealwerte.de

Der interessierte Aktionär sollte dort regelmäßig mal vorbeischaun und sich auf dem Laufenden halten. Selbst der Geschäftsführer einer großen Kapitalanlagegesellschaft sagte uns nämlich: *„Wenn ich wissen will, was es in unserer Branche Neues gibt, schaue ich einfach auf Ihre Internet-Seite. Da steht es normaler Weise zuerst.“*

www.CSrealwerte.de



CS Realwerte
Aktiengesellschaft

Salzbergstraße 2 · D 38302 Wolfenbüttel
Telefon 05331.97550 · Telefax 05331.97555
eMail info@csrealwerte.de · www.csrealwerte.de