

# Geschäftsbericht 2017



**CS Realwerte**  
Aktiengesellschaft

## Bestandsübersicht per 31.12.2017

### CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung) - Gesamtübersicht  
Stand: 30.06.2017

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	1.146.208	3,36	3.854.258	4,31	4.942.449	5,30	6.074.902	51,8%	3.146.799	1.795.649	
CS Euroreal	4/17	Jul/Dez	1.045.010	11,93	12.463.062	12,82	13.397.028	14,68	15.340.747	47,1%	7.225.492	6.171.536	
DEGI Europa	9/13	Jan/Jul			0	1,90	0	2,15	0	99,7%	0	0	
DEGI Global Business	6/14	Okt			0	3,17	0	3,70	0	48,5%	0	0	
DEGI International	10/14	Apr/Okt	420.000	2,83	1.190.348	3,08	1.293.600	3,51	1.474.200	87,5%	1.289.925	3.675	
KANAM Grundinvest	12/16	Mai/Nov	770.753	13,76	10.606.841	13,76	10.605.561	16,18	12.470.784	80,8%	10.076.393	529.168	
SEB Immoinvest	4/17	Jan/Jul			0	13,99	0	17,20	0	41,9%	0	0	
SEB Immo Portfolio Target	5/17	Apr/Okt			0	32,01	0	42,55	0	29,9%	0	0	
TMW Immobilien	5/14	Jan/Jul	205.000	1,89	387.582	2,28	467.605	2,79	571.950	98,1%	561.083	-93.478	
UBS (D) 3 Sector Real Es	9/15	Jun/Dez	2.500	0,79	1.972	0,95	2.380	1,20	3.000	37,5%	1.125	1.255	
Allianz Flexi Immo					0	12,00	0	16,46	0		0	0	
DWS ImmoFlex Vermögensmandat					0	16,20	0	20,31	0		0	0	
Santander VV Kapitalprotekt					0	127,62	0	168,91	0		0	0	
Stratego Grund					0	2,94	0	3,95	0		0	0	
					28.504.062		30.708.623	85%	35.935.583		22.300.817	8.407.806	
ertragswirksame Ausschüttungen	327.574						-4.461.516	/.	Inanspruchnahmen HVB		-4.461.516		
realisierte Kursgewinne	540.109						-4.019.232	/.	Inanspruchnahme Seeliger		-4.019.232		
Kursreserven insgesamt	2.204.561						-4.887.755	/.	Inanspruchnahme BraWo		-4.887.755		
abzgl. in Vorjahr erwirtschaftete	965.451	1.239.110					-5.005.979	/.	Inanspruchnahme VB WF		-5.005.979		
Gesamtertrag laufendes Jahr	2.106.793						= Eigenkapital-Anteil	12.334.141		= Netto-Exposure	3.926.335		
								40,2%					
					Immobilien Börsenwert	8.407.806	62%	Immobilien KAG-Wert	13.634.766	"Beleihungsquote" Immobilien (Netto-Exposure im Verh. zu KAG-Wert)	-28,8%	10.000 Aktien ausgegeben, innerer Wert per 30.06. = 1.032,49 €	* = Börsenwert / . ant. Liquidität

nachrichtlich: in den Fonds zurückgehaltene Liquidität herausgerechnet:  
= Abschlag im Börsenkurs auf Verkehrswerte aktuell: 38%

### CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung) - Gesamtübersicht  
Stand: 31.12.2017

Fonds	Objekte	Zahltag	gesamt	Einstand	Buchwert	Kurs	Börsenwert	KAG-Ki	KAG-Wert	L-Quote	unser Investment in Liquidität	unser Investment in Immobilien*	
AXA Immoselect	0	Jul/Dez	1.139.350	1,10	1.255.195	1,24	1.416.212	1,51	1.720.419	93,5%	1.608.591	-192.379	
CS Euroreal	20	Apr/Okt	1.384.264	8,89	12.312.116	8,36	11.565.526	10,11	13.994.909	41,5%	5.807.887	5.757.638	
DEGI Europa	0	Jan/Jul			0	1,39	0	1,93	0	97,4%	0	0	
DEGI Global Business	0	Okt			0	2,52	0	3,09	0	63,0%	0	0	
DEGI International	1	Apr/Okt	570.000	2,88	1.643.997	2,88	1.642.170	3,46	1.972.200	88,3%	1.741.453	-99.283	
KANAM Grundinvest	4	Mai/Nov	1.005.147	10,40	10.453.529	10,40	10.453.529	13,22	13.288.043	86,1%	11.441.005	-987.477	
SEB Immoinvest	15	Jan/Jul			0	6,56	0	8,72	0	27,5%	0	0	
SEB Immo Portfolio Targ	0	Apr/Okt			0	20,31	0	25,20	0	100,0%	0	0	
TMW Immobilien	0	Jun/Dez	483.000	1,41	682.627	1,93	932.190	2,35	1.135.050	100,0%	1.135.050	-202.860	
UBS (D) 3 Sector Real E	0	Jun/Dez	2.500	0,68	1.697	0,78	1.938	0,98	2.450	44,4%	1.088	850	
Santander VV Kapitalprotekt			1.500	76,55	114.825	82,60	123.900	84,03	126.045	100,0%	126.045	-2.145	
Stratego Grund					0	2,85	0	3,71	0		0	0	
					26.463.987		26.135.464	81%	32.239.116		21.861.119	4.274.345	
ertragswirksame Ausschüttungen	1.636.318						-3.936.150	/.	Inanspruchnahme HVB		-3.936.150		
realisierte Kursgewinne	1.118.065						-3.256.589	/.	Inanspruchnahme Seeliger		-3.256.589		
Kursreserven insgesamt	-328.523						-4.902.127	/.	Inanspruchnahme BraWo		-4.902.127		
abzgl. in Vorjahr erwirtschaftete	965.451	-1.293.974					-4.490.165	/.	Inanspruchnahme VB WF		-4.490.165		
Gesamtertrag laufendes Jahr	1.460.410						= Eigenmittel-Anteil	9.550.433		= Netto-Liquidität	5.276.088		
								36,5%					
					Immobilien Börsenwert	4.274.345	41%	Immobilien KAG-Wert	10.377.997	"Beleihungsquote" Immobilien (Netto-Exposure im Verh. zu KAG-Wert)	-50,8%	10.000 Aktien ausgegeben, innerer Wert per 31.12. = 940,82 €	* = Börsenwert / . ant. Liquidität

nachrichtlich: in den Fonds zurückgehaltene Liquidität herausgerechnet:  
= Abschlag im Börsenkurs auf Verkehrswerte aktuell: 59%

## Organe der Gesellschaft

### Aufsichtsrat

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

Michael Weingarten, Itzehoe (stellvertretender Vorsitzender)  
Bankkaufmann

Dipl.-Oec. Manuela Benecke, Erkerode  
wissenschaftliche Mitarbeiterin



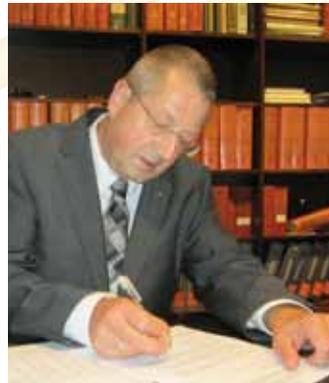
V.l.n.r. Achim Gröger, Manuela Benecke,  
Michael Weingarten  
Mitglieder des Aufsichtsrates, CS Realwerte AG

### Vorstand

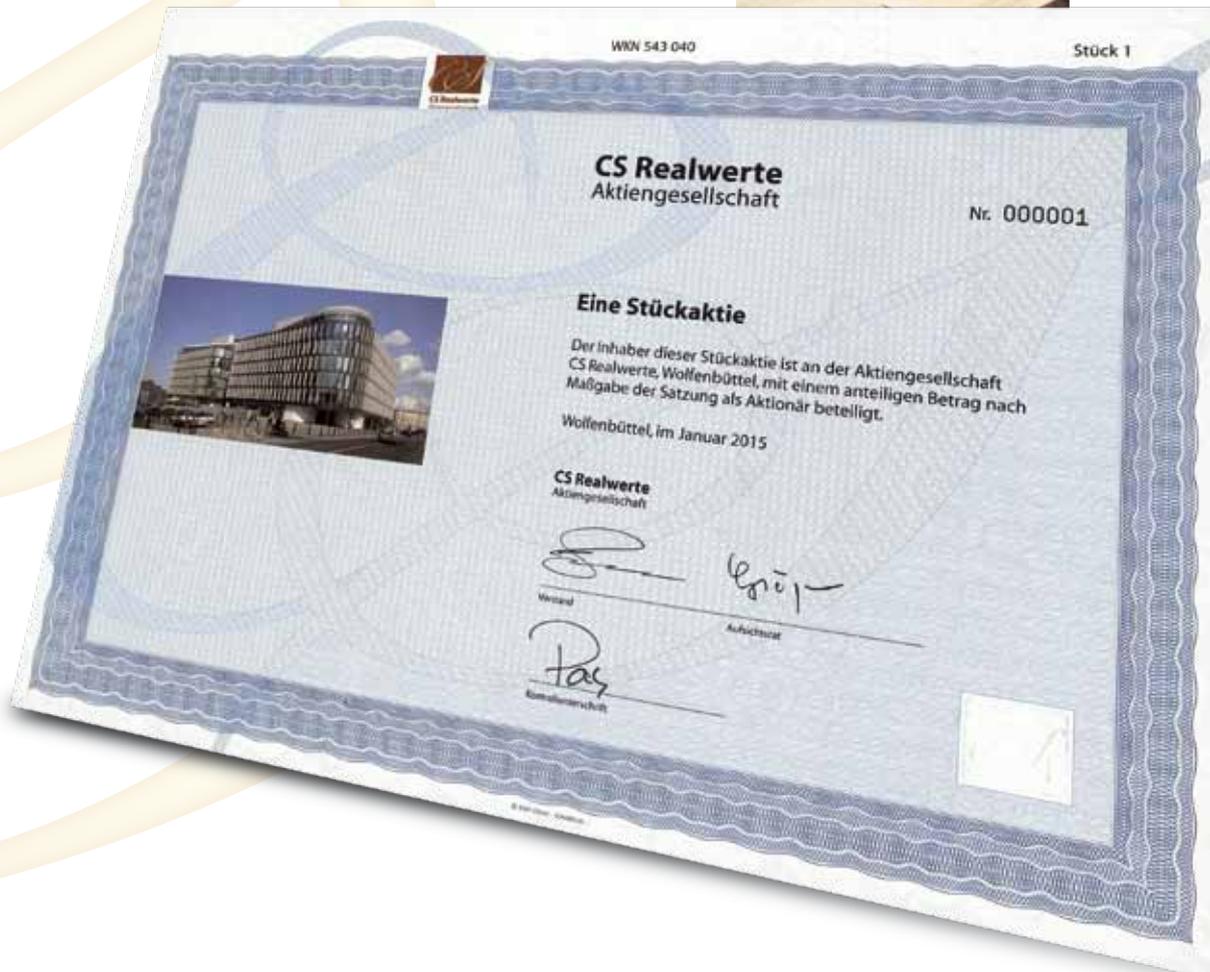
Jörg Benecke, Erkerode  
Bankkaufmann

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 könnten oder aus sonstigen wichtigen Anlässen hat der Vorstand dem Aufsichtsrat stets rechtzeitig Beschlüßvorlagen bzw. Berichte erstattet.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr haben vier Aufsichtsratssitzungen stattgefunden. Es nahmen hieran jeweils alle Aufsichtsratsmitglieder sowie der Vorstand teil. An der Sitzung, in der der Jahresabschluß für das Geschäftsjahr 2016 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 2017 erstellt und hierzu unter dem 07.03.2018 die entsprechende Bescheinigung erteilt.

Die Wirtschaftsprüferin hat an der Aufsichtsratssitzung vom 29.05.2018 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 Juni 2018

Der Aufsichtsrat

Dipl.-Kfm. Achim Gröger  
Vorsitzender



Ein Objekt des **CS Property Dynamic**:  
Rondo Business Park, Krakau/PL  
letzter Verkehrswert: 43,2 Mio. €

## Lagebericht des Vorstandes für das Geschäftsjahr 2017 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-Portfolios restlos verkauft werden.

Zu Beginn unserer Geschäftstätigkeit drückte die Börsenbewertung dieser Fonds gegenüber den von den Gutachterausschüssen der Fonds festgestellten Verkehrswerten der Fondsimmobiliens-Bewertungsabschläge zwischen 25 % und über 50 % aus.

Die Fondsanteile wurden in der Erwartung erworben, daß beim allmählichen Verkauf sämtlicher Immobilien aller Zielfonds wohl Abstriche gegenüber den zunächst noch festgestellten Verkehrswerten gemacht werden mussten, daß diese Abstriche im Schnitt aber deutlich unter den in den Börsenkursen implizierten Bewertungsabschlägen liegen würden. Diese Annahme hat sich im wesentlichen als richtig erwiesen. Ausnahmen blieben der SEB ImmoInvest und der SEB ImmoPortfolio Target Return, bei denen sowohl die schlechte Portfolioqualität wie auch eine ungenügende Managementleistung zu katastrophalen Abwicklungsergebnissen führten. Von beiden Fonds hatten wir uns, diese Entwicklung voraussehend, bereits ab Mitte 2016 vollständig getrennt.

Die Veränderung der von den Fonds veröffentlichten Rücknahmepreise spricht zu Portfolio- und Managementqualität eine mehr als deutliche Sprache, vor allem im addierten Zweijahres-Vergleich 2016/2017: Hier haben der SEB ImmoInvest (minus 16,5 %) und der SEB ImmoPortfolio Target Return (minus 35,0 %) neben dem AXA Immoselect (minus 22,8 %) unangefochten die rote Laterne. Unsere Favoriten CS Euroreal und KanAm grundinvest dagegen kamen mit Verlusten von nur 1,1 % bzw. 2,1 % bisher nahezu ungeschoren durch die Liquidation.

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

Abgesehen vom CS Euroreal und vom CS Property Dynamic (Immobilienquoten derzeit noch 60,3 % bzw. 68,0 %) sind die anderen in unserem Portfolio befindlichen Fonds inzwischen weitgehend immobilienfrei. Beim KanAm grundinvest (Immobilienquote noch 12,6 %) liegt die Börsenbewertung unter der im Fonds vorhandenen Liquidität, so daß das Ergebnis der Restverwertung hier nur noch untergeordnete Bedeutung hat.

Bei den vollständig oder zumindest weitgehend immobilienfreien Fonds ist für unseren künftigen Anlageerfolg nicht mehr das Veräußerungsergebnis maßgebend, sondern die gegenwärtig überall noch in einer Größenordnung von +/- 20,0 % bestehende Bewertungsdifferenz zwischen Fondsvermögen (weitestgehend aus Bargeld bestehend) und Börsenbewertung. Sofern die Differenz bei allen Fonds abschlagfrei aufgeholt werden kann könnten wir für unseren aktuellen Bestand auf weitere Wertaufholungen im Volumen von 5,8 Mio. hoffen. Realistischer Weise würden wir aus heutiger Sicht von einem bis Mitte der 2020er Jahre realisierbaren zusätzlichen Ertragspotential von netto ca. 3,0 Mio. EUR ausgehen.

Auch im Geschäftsjahr 2017 haben wir (insbesondere beim AXA Immoselect) ein aktives Portfoliomanagement betrieben und sind vor Verkäufen nicht zurückgeschreckt, wenn uns ein Titel zu gut gelaufen oder bei den fundamentalen Daten nicht mehr aussichtsreich genug erschien.

Die Abkehr von der früher angestrebten „Buy-and-hold-Strategie“ wegen der unvorhergesehenen, im Frühjahr 2016 offenkundig gewordenen Börsenverkäufe von Zielfondsanteilen durch Immobilien-Dachfonds hatten wir schon im letzten Geschäftsbericht ausführlich erläutert. Diese Verkäufe sind inzwischen ausgelaufen, nachdem auch der letzte Dachfonds im Frühjahr 2018 seine Bestände an Zielfondsanteilen liquidiert hat.

Wie wichtig unter anderem auch deswegen in den vergangenen 24 Monaten ein aktives Portfoliomanagement war, zeigt die Tabelle der Veränderung der Börsenkurse, insbesondere im Zweijahres-Vergleich 2016/2017: Während die beiden schon erwähnten SEB-Fonds auch hier ein negatives Ergebnis einfuhren, liegen (einmal abgesehen vom etwas exotischen TMW Immobilien Weltfonds)



Veränderung der KAG-Werte (Net Asset Value)

	KAG-Wert 30.12.2016	bereinigter* KAG-Wert 29.12.2017	Veränderung 2017 ytd	Ausschüttg. im Jahr 2017	tatsächlicher KAG-Wert 29.12.2017	zum Vergleich: Performance in 2016	addierte Performance 2016 + 2017
AXA Immoselect	5,34	4,41	-17,4%	2,90	1,51	-5,4%	-22,8%
CS Euroreal	20,92	20,41	-2,4%	10,30	10,11	1,3%	-1,1%
DEGI Europa	5,50	5,78	5,1%	3,85	1,93	-13,6%	-8,5%
DEGI International	5,43	5,46	0,6%	2,00	3,46	3,0%	3,6%
KanAm grundinvest	19,09	19,10	0,1%	5,88	13,22	-2,2%	-2,1%
SEB ImmoInvest	19,14	16,82	-12,1%	8,10	8,72	-4,4%	-16,5%
SEB Target Return	51,41	36,20	-29,6%	11,00	25,20	-5,4%	-35,0%
TMW Immo Weltfonds	4,02	4,35	8,2%	2,00	2,35	-3,2%	5,0%
UBS 3 Sector Real Est.	1,33	1,30	-2,3%	0,32	0,98	-6,6%	-8,9%

\* bereinigt = tatsächlicher Wert am 29.12.2017 zuzüglich in 2017 geflossener Ausschüttungen

## Veränderung der Börsenkurse

	Börsenkurs 30.12.2016	Hoch/Tief 2017 histor.	bereinigter Börsenkurs 29.12.2017	Veränderung 2017 ytd	Ausschüttg. im Jahr 2017	tatsächlicher Börsenkurs 29.12.2017	Hoch/Tief 2017 aktuell	zum Vergleich: Performance in 2016	addierte Performance 2016 + 2017
AXA Immoselect	3,68	4,60 - 3,46	4,14	12,5%	2,90	1,24	1,70 - 1,21	0,9%	13,4%
CS Euroreal	17,40	22,50 - 18,72	18,66	7,2%	10,30	8,36	18,00 - 13,92	12,5%	19,7%
DEGI Europa	5,04	7,24 - 6,28	5,24	4,0%	3,85	1,39	5,04 - 3,79	2,1%	6,1%
DEGI International	4,31	5,29 - 4,67	4,88	13,2%	2,00	2,88	4,35 - 3,62	-4,5%	8,7%
KanAm grundinvest	16,23	27,85 - 22,66	16,28	0,3%	5,88	10,40	16,23 - 10,66	11,5%	11,8%
SEB ImmoInvest	13,95	23,76 - 19,64	14,66	5,1%	8,10	6,56	15,26 - 11,14	-6,8%	-1,7%
SEB Target Return	36,75	51,00 - 37,50	31,31	-14,8%	11,00	20,31	43,90 - 30,40	-8,3%	-23,1%
TMW Immo Weltfonds	3,10	6,58 - 5,12	3,93	26,8%	2,00	1,93	3,10 - 1,62	8,4%	35,2%
UBS 3 Sector Real Est.	0,99	1,47 - 1,21	1,10	10,9%	0,32	0,78	1,10 - 0,84	-2,8%	8,1%

unsere drei bis Ultimo 2017 größten Positionen AXA Immoselect, CS Euroreal und KanAm grundinvest auf den drei Spitzenplätzen.



Im Bestand des **SEB ImmoInvest**:  
Rom, Via Laurentina 449  
letzter Verkehrswert 215,0 Mio. €  
Trotz ständiger Modernisierungen ist  
das 47.000 m<sup>2</sup> große Objekt mit Baujahr  
1978/82 ein betagter Kasten. Der bisherige  
Alleinmieter (der italienische Energie-  
riese ENI) hat seinen Mietvertrag nicht  
verlängert. Die Neuvermietung einer  
solchen Fläche ist eine mehr als sportliche  
Herausforderung. Mit 35 % Anteil am  
Rest-Immobilienbestand ein nicht wirklich  
kalkulierbares Klumpenrisiko.

## Der Markt und unsere Stellung darin

Die letzten und zugleich mit dem KanAm grundinvest und dem CS Euroreal größten im Fokus unserer Anlagestrategie stehenden Fonds sind nach Ende ihrer ersten von der BAFin eingeräumten Abwicklungsphase Ende 2016 resp. im Frühjahr 2017 auf die jeweilige Depotbank übergegangen. Der Depotbank räumt die BAFin für die Verwertung der Restportfolien weitere drei Jahre Frist ein.

Die Restportfolien umfassen (Stand 31.05.2018) insgesamt noch 39 Objekte mit Verkehrswerten von zusammen 1,5 Mrd. EUR. Vor genau einem Jahr waren es noch 53 Objekte mit gut 2,0 Mrd. EUR Verkehrswert.

## CS Realwerte AG

Allgemeine Auswertung Marktvolumen im Segment OIF i.A.

Stand: 31.05.2018

Fonds	Anteile wir haben	in %	Kurs	Börsenwert	KAG	KAG-Wert	L-Quote netto	Liquidität	Immobilien KAG-Wert	
AXA Immoselect	48.138.860	1.969.775	4,1%	0,60	28,9	0,78	37,5	105,0%	39,4	
AXA Immosolutions	374.785	5.100	1,4%	28,75	10,8	33,49	12,6	100,0%	12,6	
CS Euroreal	102.694.665	250.000	0,2%	8,38	860,6	10,12	1.039,3	49,0%	509,2	626,8
CS Property Dynamic	2.646.500	220.000	8,3%	32,06	84,8	41,14	108,9	43,4%	47,3	75,3
DEGI Europa	26.194.029	80.000	0,3%	1,35	35,4	1,64	43,0	97,4%	41,8	
DEGI German Business	2.651.019	100.000	3,8%	1,62	4,3	1,97	5,2	94,8%	5,0	
DEGI Global Business	3.356.533		0,0%	1,75	5,9	2,15	7,2	63,0%	4,5	
DEGI International	35.971.088	831.754	2,3%	2,57	92,4	3,13	112,6	79,3%	89,3	6,6
KANAM Grundinvest	71.612.582	1.202.371	1,7%	10,86	777,7	13,22	946,7	86,0%	814,2	164,9
SEB ImmoInvest	116.559.401		0,0%	6,22	725,0	8,54	995,4	29,7%	295,6	629,0
SEB Immo Portfolio Target Return	6.465.095	13.610	0,2%	12,55	81,1	15,38	99,4	84,8%	84,3	
TMW Immobilien	15.106.111	482.600	3,2%	2,07	31,3	2,43	36,7	100,0%	36,7	
UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe	34.683.955	2.500	0,0%	0,85	29,5	1,01	35,0	57,7%	20,2	5,8
					2.767,7		3.479,5		2.000,2	1.508,4

Im Vergleich zeigt der Markt in der Addition aller Fonds folgende Entwicklung (Angaben in Mrd. EUR):

	2015	2016	2017
Rücknahmewerte	9,7	7,0	3,6
Börsenbewertung	7,7	5,5	2,8
Wert Immobilien	8,6	4,2	1,6
Liquiditätsbestände	2,3	2,6	2,2

Die Summe aller Rücknahmewerte (Net Asset Value) ist ebenso wie die Summe der Börsenkaptalisierung auf Grund von Ausschüttungen und (in kleinerem Umfang) Abwertungen bzw. Veräußerungsverluste der Immobilien-Restbestände innerhalb der zwei Jahre 2016 und 2017 um 63 % zurückgegangen. Diese Entwicklung illustriert, daß bei der Abwicklung unserer Fonds der weitaus größte Teil des Weges inzwischen gegangen ist.

61 % des addierten Vermögens aller Fonds bestehen inzwischen aus Bankguthaben. Vor zwei Jahren war es erst 24 %. Damit wird, auch auf Grund recht klarer offizieller Ansagen bei den meisten Fonds, die Zeitachse für weitere Liquiditätsauskehrungen und damit auch für das allmähliche Auslaufen unseres Geschäftsmodells immer planbarer.

Einzigster Unsicherheitsfaktor bleibt am Ende die Frage, ob das permanente Schrumpfen des Marktes irgendwann zu Knappheitspreisen bei der Börsenbewertung führt, die zu einem nicht mehr auskömmlichen Chance-Risiko-Verhältnis führen oder uns äußerstenfalls sogar einen Abbau unserer Bestände durch Verkäufe nahelegen. Erste Anzeichen für eine solche Entwicklung sind seit einiger Zeit durchaus erkennbar.

Das Immobilienvermögen unserer Fonds ist durch zwischenzeitliche Verkäufe (und in kleinerem Umfang auch Abwertungen) seit Ende 2015 bis heute von 8,6 Mrd. EUR um 83 % auf 1,5 Mrd. EUR zurückgegangen. Eine Folge dieser Entwicklung ist, daß sich abgesehen von drei Ausnahmen die Betrachtung aller (immobilienfreien) Fonds nur noch auf die Differenz zwischen im Fonds vorhandener Liquidität und der Börsenbewertung bezieht. Ein Börsenkurs von 80 – 85 % des Net Asset Value scheint sich hier als Faustregel herauszukristallisieren, so daß in der Endphase der Abwicklung ein Wertaufholungspotential von im Mittel 20 % verbleibt.

So lange das annualisierte Wertaufholungspotential deutlich über den von uns gezahlten Kreditzinsen liegt (was im Moment noch eindeutig der Fall ist), ist eine zusätzliche Kreditfinanzierung betriebswirtschaftlich sinnvoll und zudem risikofrei. Vor diesem Hintergrund bleibt die Ergänzung der von uns eingesetzten Eigenmittel durch Bankkredite im Verhältnis 1:2 zur Erzielung der von uns angestrebten Eigenkapitalrendite unverändert wünschenswert und wichtig. Besonders erfreulich ist deshalb, daß mit den verbliebenen uns finanzierenden Banken inzwischen durchgehend Kreditvolumina und Fristigkeiten vereinbart werden konnten, die die voraussichtlichen zeitlichen Abläufe und die in unserem Geschäftsmodell verbliebenen Chancen mehr oder weniger vollständig abbilden.

Die letzten Zielfonds waren nach den gesetzlichen Vorgaben bis zum Jahr 2017 abzuwickeln. Tatsächlich hat aber kein Fonds in der Phase der Eigenabwicklung alle Fondsobjekte verkauft. 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 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 könnte uns das Thema deshalb nach unserer Einschätzung noch bis in die zweite Hälfte der 2020er Jahre beschäftigen, vorausgesetzt, die Kursentwicklung bordet nicht so über, daß wir kein akzeptables Chance-Risiko-Verhältnis mehr erkennen und deshalb Bestände über die Börse verkaufen.

Bei der Beurteilung der Struktur und Portfolioqualität der einzelnen Fonds (sofern überhaupt noch erforderlich), 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 31.12.2017 beträgt das ausgewiesene Eigenkapital der CS Realwerte Aktiengesellschaft 9.556 T€ (Ende 2016: 6.978 T€). Es setzt sich zusammen aus 1.280 T€ (Ende 2016: 1.075 T€) Nennkapital, 5.915 T€ (Ende 2015: 4.640 T€) Kapitalrücklage, 135 T€ (Ende 2016: 36 T€) Gewinnrücklage sowie 2.226 T€ (Ende 2016: 1.227 T€) Bilanzgewinn.

In ihrer Abwicklungsphase bauen die betreffenden Fonds durch permanente Immobilienverkäufe hohe Liquiditätsquoten von oft deutlich mehr als 50 % auf. Inzwischen immobilienfreie Fonds bestehen sogar weitgehend nur noch aus Liquidität. 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 bisher durch die Inanspruchnahme von Bankkrediten. De facto erreichten wir damit, daß wir mit unserem Eigenkapital weitestgehend nur in den unterbewerteten Fondsimmobilen investiert waren.



Im Bestand des **CS Euroreal:**  
Flensburg Galerie  
letzter Verkehrswert: 75,4 Mio. €  
In 2016/17 komplett modernisiert  
und jetzt bereit für den baldigen Verkauf.



Im Bestand des **CS Euroreal:**  
Rathaus Galerie Essen  
letzter Verkehrswert: 126,3 Mio. €  
Eröffnet 1979 als „City Center Essen“, das erste Einkaufszentrum der Stadt. 1993 großer Umbau und Erweiterung für 90 Mio. DM. 2004 Verkauf an den CS Euroreal und für 30 Mio. EUR erneuter Umbau der zuvor zwei Baukörper in eine einzige Mall, Neueröffnung als „Rathaus Galerie“. Mit hartnäckig rd. 15 % Leerstand gehört dieses alte Mütterchen unter den Shopping Malls nicht zu den Selbstläufern.

Dieses Ziel wurde beim Verhältnis Eigenmittel zu Fremdkapital von 1:2 erreicht, ohne daß damit ein nennenswertes Risiko aufgebaut wurde.

Entsprechend weist unsere Bilanz per 31.12.2017 die Inanspruchnahme von Bankkrediten in einer Höhe von 16.747 T€ (Ende 2016: 14.982 T€) aus. Nachdem die von uns gehaltenen Fondsanteile andererseits per 31.12.2017 eine uns zuzurechnende anteilige Liquidität von 21.861 T€ (Ende 2016: 14.203 T€) beinhalten, sind die Bankkredite in vollem Umfang 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 weiter regelmäßig fließenden Liquidationsausschüttungen unserer Fonds von ganz allein zurück.

Insgesamt sind wir zum 31.12.2017 mit 26.463 T€ (Ende 2016: 22.862 T€) in Fondsanteilen investiert. Der Börsenwert dieser Anteile am Stichtag beträgt 26.135 T€ (Ende 2016: 23.827 T€). Der Bestand enthält somit stille Lasten von 328 T€ (Ende 2016: stille Reserven von 965 T€). Die Veränderung von 1.293 T€ ist in der Gesamtbetrachtung vom handelsrechtlichen Ergebnis abzuziehen, so daß im Geschäftsjahr 2017 vor Steuern das wirtschaftliche Ergebnis des Geschäftsjahres 1.088 T€ = 108,80 € je Aktie beträgt (in 2016: 1.340 T€ = 159,40 € je Aktie). Mit 11,4 % liegt die Eigenkapitalrendite weiter auf einem für unsere Aktionäre sehr erfreulichen Niveau.

### Sondereffekte in der Gewinn- und Verlustrechnung

Nach dem sog. „KanAm-Effekt“ in der Gewinn- und Verlustrechnung des Vorjahres (siehe dort Fußnote in der G+V, Teilwertabschreibungen auf den niedrigeren Börsenkurs wegen hoher steuerfreier Ausschüttungen von Auslandserträgen) gibt es für 2017 als neuerliche Besonderheit den „CS Euroreal-Effekt“ zu berichten.

Zum Jahreswechsel 2017/18 erfuhr das Investmentsteuerrecht eine grundlegende Veränderung. Dies veranlasste eine Reihe von Fonds zu außerplanmäßigen Anpassungsbuchungen per 31.12.2017, die uns erst Anfang 2018 durch die entsprechenden Bankabrechnung überhaupt bekannt wurden.

Beim CS Euroreal führte dies zu einer Aufdeckung inländischer Mieterträge i.H.v. 0,667 EUR je Anteil, was auf unseren Anteilsbestand zum Jahresultimo für uns einen zu buchenden und zu versteuernden Mietertrag von 924 T€ bedeutete. Tatsächlich wurde dieser Betrag überwiegend jedoch gar nicht ausgeschüttet, sondern investmentsteuerrechtlich auf Fondsebene thesauriert. In bar ausgeschüttet wurden lediglich die Beträge, die bei der Abrechnung zur Abdeckung der auf die Ausschüttung anfallenden Kapitalertragsteuer plus Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer maximal erforderlich waren.

Die spiegelbildlich wegen der Thesaurierung von insgesamt 659 T€ an sich buchhalterisch erforderlich gewesene Buchung gegen das Anlagevermögen war handelsrechtlich jedoch nicht zulässig. Tatsächlich wird deshalb wegen dieses Effektes unser Gewinn in 2017 um diesen Betrag eigentlich zu hoch ausgewiesen.

Mit dem Verkauf unserer CS-Euroreal-Bestände (der inzwischen überwiegend erfolgt ist) wird in 2018 der genau gegenläufige Effekt eintreten, d.h. das im Vorjahr unnatürlich erhöhte handelsrechtliche Ergebnis wird in 2018 entsprechend niedriger ausfallen.

Diesen komplexen Sachverhalt zu begreifen ist schon uns und unserem Wirtschaftsprüfer nicht ganz leicht gefallen. Wir erwarten deshalb von keinem Leser, daß man die investmentsteuerrechtlichen Feinheiten der Immobilienfondsbranche überhaupt noch nachvollziehen kann. Immerhin enthielt schon die offizielle Begründung des Gesetzentwurfs zur Änderung des Investmentsteuerrechts die Feststellung, das bisher geltende Investmentsteuerrecht sei so kompliziert, daß es selbst von Fachleuten nicht mehr vollständig durchdrungen werden könne. Tatsächlich hat es der Gesetzgeber dann aber geschafft, die Übergangsregelung von altem auf neues Recht so zu gestalten, daß da heute de facto wirklich niemand mehr durchblickt.

Also, nicht weiter grübeln. Es sollte dies nur der ordnungsgemäß begründete Hinweis sein, daß auf Grund dieser Besonderheit das Ergebnis 2017 eigentlich zu hoch und das Ergebnis 2018 entsprechend zu niedrig ausgewiesen wird und daß sich das unter dem Strich einfach egalisiert.

### Risiken der künftigen Entwicklung

Unsere Strategie ging im wesentlichen von der Annahme aus, daß die in den Börsenkursen ausgedrückten seinerzeit zwischen 25 % und 50 % betragenden Bewertungsabschläge auf das Immobilienvermögen der einzelnen Fonds übertrieben hoch waren. Diese Annahme erwies sich, gestützt durch die in einem ganz unerwarteten Maße boomenden Immobilienmärkte, als richtig.

Die meisten der von uns regelmäßig beobachteten Fonds sind inzwischen immobilienfrei. Seit Ende 2015 ist das Immobilienvermögen unserer Fonds von 8,6 Mrd. EUR um 83 % auf 1,5 Mrd. EUR zurückgegangen. Die im Börsenkurs ausgedrückten Wertabschläge auf das Immobilienvermögen



Im Bestand des **CS Euroreal**:  
Glasgow, 6 Atlantic Quay und 4 Atlantic Quay  
letzte Verkehrswerte: zusammen 37,6 Mio. €  
Leerstände seit Jahren 100 % bzw. 80 %.  
Eines der größten Sorgenkinder dieses  
Fonds.

und spiegelbildlich die Verwertungsrisiken aus dem Immobilien-Restbestand spielen für die Risikobetrachtung deshalb nur noch eine sehr untergeordnete Rolle. Im einzelnen können Risiken aus der Immobilienmarktentwicklung noch bei folgenden Fonds bestehen:

**KanAm grundinvest** (Depotanteil unseres Bestandes 47,5 %): Der Fonds besitzt noch drei Restobjekte mit Verkehrswerten von zus. 120,8 Mio. €. Seine Liquiditätsquote liegt bei 90,5 %. Der Börsenkurs Anfang Juni (10,87 €) macht aber nur 81,4 % des Nettoinventarwertes (13,35 €) aus. Die im Fond vorhandene Liquidität kauft man momentan also für weniger als 90 cent für den Euro, und die restlichen Immobilien im Wert von 120,8 Mio. € gibt es gratis dazu. Ein Risiko aus der Immobilienmarktentwicklung besteht hier deshalb nicht mehr.

**CS Property Dynamic** (Depotanteil unseres Bestandes 25,9 %): Der Fonds besitzt noch zwei Objekte (ein Fachmarktzentrum in Warschau und ein Bürohochhaus in Krakau) mit Verkehrswerten von zus. 75,3 Mio. €. Seine Liquiditätsquote liegt bei 43,4 %. Der im Börsenkurs ausgedrückte Bewertungsabschlag auf die Immobilien beträgt 34,1 %. Beide Objekte sind ordentlich vermietet und im wesentlichen problemfrei. Im Hinblick auf das bestehende Klumpenrisiko (nur noch zwei Objekte, nur ein Land) unterliegt der Fonds dennoch einer intensiven Beobachtung inklusive Vor-Ort-Inspektionen der Fondsobjekte. Dies besonders auch vor dem Hintergrund, daß wir bei diesem früher nur institutionellen Anlegern zugänglichen Fonds 8,3 % aller Anteile besitzen und deshalb ein Verkauf über die Börse wohl eher nicht möglich wäre.

**CS Euroreal** (Depotanteil unseres Bestandes 9,1 %): Der Fonds besitzt noch 15 Objekte mit Verkehrswerten von zus. 626,8 Mio. €. Die Immobilienquote beträgt 60,3 %, die Liquiditätsquote 49,0 % (die Differenz zu 100 % resultiert insbesondere aus sehr hoch angesetzten Rückstellungen). Die regionale Verteilung ist (Verkehrswerte in Klammern):

- zwei Einkaufszentren in Essen (126,3 Mio. €, kein Selbstläufer) und Flensburg (75,4 Mio. €, nach gerader erfolgter Vollrenovierung leicht verkäuflich)
- drei Bürogebäude in Frankreich (Lyon und Toulouse mit zus. 84,5 Mio. €, zwei davon mit massiven Leerständen, insgesamt keine Selbstläufer)
- zwei Bürogebäude im schottischen Glasgow (zus. 37,6 Mio. €, seit Jahren hartnäckige massive Leerstände, u.E. die größten Problemfälle im Portfolio)
- zwei Einkaufszentren in der Reggio Calabria (25,1 Mio. € für 24.464 m<sup>2</sup>, sollte ordentlich verkäuflich sein) und San Giuliano Milanese (55,3 Mio. €, sollte mit erträglichen Abschlägen verkäuflich sein)
- ein Bürogebäude in den Haag (25,8 Mio. €, der Alleinmieter Europäisches Patentamt ist ausgezogen, die Repositionierung ist eine größere Herausforderung)
- zwei Bürogebäude in Lissabon (zus. 103,1 Mio. €, bei der gegenwärtigen Marktlage dort absolute Selbstläufer, Verkauf über Verkehrswert ist nur eine Frage der Zeit)
- ein Bürogebäude mit Hotel in Madrid (27,7 Mio., seit Jahren das „hässliche Entlein“ im Fonds mit hartnäckigem Leerstand von z.Zt. 42,4 %)
- ein Einkaufszentrum im tschechischen Olmütz (erst im April von 74,2 auf 56,0 Mio. € abgewertet; diese ungewöhnlich starke Abwertung deutet auf massive objektspezifische Probleme hin)

Insgesamt ergibt das:

- 4 Objekte mit 203,6 Mio. € = 32,5 % des Immobilienvermögens sind Selbstläufer
- 4 Objekte mit 232,1 Mio. € = 37,0 % sind mit wahrscheinlich leichten Abschlägen verkäuflich
- 7 Objekte mit 191,1 Mio. € = 30,5 % sind Problemfälle mit vermutlich größeren Abschlägen

Die Börsenbewertung des Fonds drückt im Moment einen Bewertungsabschlag auf das Immobilienvermögen von 28,5 % aus. Das ist angemessen, aber wohl nicht übertrieben. Risiken aus der Immobilienmarktentwicklung würden wir erst erkennen, wenn die Märkte (so wie in der letzten Finanzkrise) unvermittelt und in kürzester Zeit kollabieren. Doch selbst das würde uns in Anbetracht des begrenzten Depotanteils kaum noch in Schwierigkeiten bringen können.



*Im Bestand des KanAm grundinvest: Clichy-la-Garenne, Paris (F), ONYX letzter Verkehrswert: 58,6 Mio. € Das größte der vier im KanAm noch vorhandenen Objekte. Ein 16.390 m<sup>2</sup> großes edles Bürogebäude Baujahr 2009 in einem Vorort an der Seine am nordwestlichen Stadtrand von Paris. Die große Frage ist, ob der Alleinmieter NexityLamy den gerade auslaufenden Mietvertrag verlängert.*

SEB ImmoInvest (kein Depotbestand): Der Fonds besitzt noch 14 Objekte mit Verkehrswerten von zus. 626,8 Mio. €. Die Immobilienquote beträgt 63,2 %, die Liquiditätsquote 29,3 %. Die Immobilien verteilen sich auf Deutschland (4 Objekte mit 125,5 Mio. € Verkehrswert = 20,0 %), Italien (2 Objekte mit 249,0 Mio. € Verkehrswert = 39,6 %) und die USA (8 Objekte mit 254,1 Mio. € Verkehrswert = 40,4 %).



Im Bestand des **CS Euroreal**:  
Lissabon, Av. Dom Joao 1.18 und 1.17  
letzte Verkehrswerte:  
zusammen 103,1 Mio. €  
Zwei Objekte in einem der Boom-Märkte der portugiesischen Hauptstadt beim früheren EXPO-Gelände. Dieser Teilmarkt kennt seit Jahren nur eine Richtung: nach oben! Beim längst überfälligen Verkauf sollte der Verkehrswert die untere Grenze der Erwartungen sein.



Im Bestand des **KanAm grundinvest**:  
Rotterdam (NL), Blaak 555  
letzter Verkehrswert: 44,1 Mio. €  
Das zweitgrößte Restobjekt des KanAm, ein 1996 erbautes 28.200 m<sup>2</sup> großes Bürohochhaus im Herzen von Rotterdam. Dem Leerstand von 67,2 % versucht man mit Hilfe des Maklers CBRE zu Leibe zu rücken – was angesichts der seit einiger Zeit kräftig aufwärts gerichteten Entwicklung in Rotterdam eine lösbare Aufgabe sein sollte.  
(Dieser Text wurde am 5.6. verfasst. Am 6.6. meldete der KanAm, dass Blaak 555 verkauft ist. Nach Angaben des holländischen Grundregisters zahlte die australische Cromwell Property Group im Verein mit Goldman Sachs 47,6 Mio. €.)

In Italien haben wir mit 215,0 Mio. € Verkehrswert ein sehr in die Jahre gekommenes Büroobjekt in Rom, aus dem der Alleinmieter, der Energieriese ENI, gerade auszieht. Das USA-Portfolio von 254,1 Mio. € besteht aus einem ebenfalls sehr in die Jahre gekommenen Büroпарк mit sechs Gebäuden bei Philadelphia und zwei unattraktiven, größtenteils leerstehenden Büroobjekten in Harrison und Herndon bei Washington. Diese beiden Klumpenrisiken machen zusammen 75 % des Immobilien-Restbestandes aus.

Der im Börsenkurs ausgedrückte Bewertungsabschlag von aktuell 43,0 % würde auf den ersten Blick als ausreichender Puffer erscheinen. Allerdings hat das (ganz vorsichtig ausgedrückt: sehr unmotivierte) Fondsmanagement bei den bisherigen Verkäufen hier und bei den Schwesterfonds bewiesen, daß man mit Leichtigkeit mehr als die Hälfte der Verkehrswerte in Rauch aufgehen lassen kann.

Risiken sind hier für uns ausgeschlossen, weil wir uns von diesem Fonds zunächst weiterhin konsequent fernhalten werden.

Noch im letzten Geschäftsbericht hatten wir als unser Hauptrisiko beschrieben, daß die Gewerbeimmobilienmärkte vor allem in Europa in einer zukünftigen weiteren Finanzkrise erneut einbrechen, ehe der überwiegende Teil der übrig gebliebenen Fondsimmobilen verkauft werden konnte. Inzwischen ist das Immobilien-Restportfolio über alle Fonds betrachtet so stark geschrumpft, daß wir anteilig überhaupt nur noch mit etwa 4,0 Mio. € in Immobilien investiert sind. Dagegen beträgt die anteilig auf uns entfallende Liquidität der Fonds fast 25,0 Mio. €. Selbst eine völlige Entwertung aller Immobilien wäre insofern für uns keinesfalls mehr eine Existenzbedrohung, sondern schlicht nur noch ein Ärgernis.

Als weiteres Risiko hatten wir beschrieben, daß wir im Rahmen unserer Anlagestrategie bei der Fondsauswahl die „falschen“ Fonds auswählen könnten, bei denen sich die im Börsenkurs ausgedrückten Bewertungsabschläge schlußendlich doch als zutreffend oder gar immer noch zu niedrig herausstellen. Fonds, bei denen wir dieses Risiko für groß halten, schließen wir von unserer Anlage-liste von vornherein aus. Nachdem die meisten Fonds inzwischen immobilienfrei sind bzw. (wie beim KanAm grundinvest) die Börse die Restimmobilien mit weniger als Null bewertet, besteht ein dies-bezügliches Risiko derzeit nur noch beim CS Property Dynamic. Diesem Risiko begegnen wir durch eine besonders intensive Fondsbeobachtung einschließlich eingehender Vor-Ort-Inspektionen der verbliebenen Objekte.

Das im letzten Geschäftsbericht noch beschriebene Risiko in unserer Finanzierungsstruktur durch die mit einem Kreditinstitut getroffenen Sicherungsabreden, wo wir durch negative Kursentwicklungen unter Zugzwang hätten geraten können, besteht nach unserer Einschätzung inzwischen nicht mehr. Sämtliche Dachfonds, die durch geballte Verkäufe ohne Rücksicht auf Verluste einen massiven Kursdruck hätten erzeugen können, haben ihre Bestände inzwischen aufgelöst, ohne daß es zu den befürchteten Kursproblemen gekommen wäre. Zugleich nimmt in dem Maße, wie die Fonds im wesentlichen nur noch aus Bargeld bestehen, die Volatilität bei der Kursentwicklung beständig ab.

Unsere Kreditzusagen sind im wesentlichen so ausreichend befristet, daß damit die voraussichtliche Zeitachse unserer geschäftlichen Möglichkeiten vollständig abgebildet ist. Nicht festgeschrieben sind dagegen die Sollzinssätze. Eine Verschärfung der Zinspolitik der EZB und ein anschließendes Steigen der kurzfristigen Zinsen könnte unsere Ertragslage beeinträchtigen. Diesem Risiko können wir allerdings relativ schnell dadurch entgegenwirken, daß wir die uns regelmäßig zufließenden Ausschüttungen nicht mehr reinvestieren, sondern zum beschleunigten Abbau unserer Kredite verwenden.

Im Zuge des Inkrafttretens von MiFID II zu Jahresbeginn 2018 wird für alle gehandelten Finanzinstrumente eine sog. „Zielmarktdefinition“ verlangt, anhand derer bei Ordereingabe maschinell geprüft wird, ob das Risikoprofil des zu kaufenden Finanzinstruments zum Risikoprofil des Anlegers passt. Diese maschinelle Prüfung kann für nahezu alle abwickelnden Offenen Immobilienfonds nicht durchgeführt werden, da es die Emittenten (mit dem Argument, die Fonds würden ja nicht mehr vertrieben) verabsäumt haben, für die betreffenden Fonds überhaupt eine Zielmarktdefinition einzustellen. Obwohl wir als professioneller Anleger ausnahmslos alle Finanzinstrumente erwerben dürften, verweigern bei drei unserer vier Depotbanken die Ordersysteme die Annahme von Kaufaufträgen, weil wegen Fehlens der Zielmarktdefinition der maschinelle Risikoabgleich nicht erfolgen kann. Insofern besteht neuerdings zusätzlich das Risiko, daß auch das letzte noch funktionierende Institut handlungsunfähig wird und wir schlicht aus diesem Grunde (zumindest vorübergehend) keine Reinvestitionen oder aktive Depotumschichtungen mehr tätigen können.

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.

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 durch Einbeziehung einer größeren Zahl unserer Betreuer in den einzelnen Kreditinstituten in den permanenten Meinungsaustausch der Gremien eine ausreichende Verzahnung geschaffen, die eine personenunabhängige Weiterarbeit ermöglichen würde.

## Ausblick

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr hat der Geschäftsgang unsere Erwartungen nicht nur bestätigt, sondern weit übertroffen. Im Geschäftsjahr 2018 rechnen wir erneut mit einem wirtschaftlichen Ergebnis von deutlich über 1 Mio. EUR. Diese Prognose ist wenig gewagt, nachdem davon bei Abfassung dieses Berichtes bereits etwa 90 % eingefahren sind.

Gleichwohl wird, wie auf Seite 8 zum „CS-Euroreal-Effekt“ ausgeführt, dieser wirtschaftliche Er-



Im Bestand des **SEB ImmoInvest**:  
Herndon, Virginia (USA),  
13241 Woodland Park Rd.  
letzter Verkehrswert: 23,6 Mio. €  
Ein 12.200 m<sup>2</sup> großes Bürogebäude in  
Herndon, einer Suburb von Washington D.C.  
„Discover Technologies has a new address!“  
hieß es 2013. Das scheint Geschichte zu sein.  
Statt einer Software-Firma trafen wir dort im  
Januar 2018 bei einer persönlichen Inspektion  
nur ein Entenpärchen, zwei Eichhörnchen  
und einen überlaufenden Müllcontainer.

## CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung) - Gesamtübersicht  
Stand: 31.05.2018

Fonds	Objekte Immo-Anteil	upside-Potential *		Bestand		Buchwert	Kurs	Börsenwert	KAG-Kurs	KAG-Wert	L-Quote	unser Investment in	
		in Prozent	Betrag	in Stück	Einstand							Liquidität	Immobilien*
AXA Immoselect	-	17,8%	273.799	1.969.775	0,60	1.191.651	0,78	1.538.394	0,92	1.812.193	105,0%	1.902.803	
AXA Immosolutions	-	16,5%	24.174	5.100	26,49	135.093	28,75	146.625	33,49	170.799	100,0%	170.799	
CS Euroreal	15 / 60,3%	16,0%	335.000	250.000	9,64	2.410.525	8,38	2.093.750	10,12	2.530.000	49,0%	1.239.700	854.050
CS Property Dynamic	2 / 68,0%	24,5%	1.728.034	220.000	31,02	6.824.674	32,06	7.053.200	41,14	9.050.800	43,4%	3.928.047	3.125.153
DEGI Europa	-	21,5%	23.200	80.000	1,35	108.250	1,35	108.000	1,64	131.200	97,4%	127.789	
DEGI German Business	-	21,5%	34.800	100.000	1,53	152.860	1,62	162.200	1,97	197.000	94,8%	186.756	
DEGI Global Business	-	22,6%								2,15		63,0%	
DEGI International	1 / 5,8%	21,8%	465.782	831.754	2,58	2.148.918	2,57	2.137.608	3,13	2.603.390	79,3%	2.064.488	73.119
KANAM Grundinvest	4 / 17,4%	20,7%	2.702.954	1.202.371	10,44	12.552.493	10,86	13.057.749	13,22	15.895.345	86,0%	13.669.996	
SEB ImmoInvest	15 / 63,2%	9,2%								8,54		29,7%	
SEB Immo Portfolio Target Return	-	22,5%	38.516	13.610	12,35	168.084	12,55	170.806	15,38	209.322	84,8%	177.505	
TMW Immobilien	-	17,4%	173.736	482.600	1,45	699.531	2,07	998.982	2,43	1.172.718	100,0%	1.172.718	
UBS (D) 3 Sector Real Est. Europe	2 / 29,1%	18,8%	400	2.500	0,68	1.697	0,85	2.125	1,01	2.525	57,7%	1.457	668
			5.800.395			26.393.775		27.469.439	81%	33.775.291		24.642.058	4.052.990

21,1% Potential in % vom Kurswert

ertragswirksame Ausschüttungen													
realisierte Kursgewinne			-330.300					-4.466.908	J. Inanspruchnahme HVB			-4.466.908	
Kursreserven insgesamt	1.075.663							-4.705.358	J. Inanspruchnahme Seeliger			-4.705.358	
abzgl. in Vorjahr erwirtschaftet	-328.523	1.404.186						-7.992.289	J. Inanspruchnahme VB WF			-7.992.289	
Gesamtertrag laufendes Jahr		1.073.886						= Eigenmittel-Anteil	10.304.884			= Netto-Liquidität	7.477.503
									37,5%				

\* upside-Potential = Wertaufholungspotential ggü. heutigen Börsenkurs (Immobilienfreie Fonds = Differenz Börsenkurs > Rücknahmewert, übrige Fonds = erwartetes Aufschlagsergebnis mit unseren eigenen Verkaufsprüfungen, die von Verkehrswerten abweichen können)

nachrichtlich: in den Fonds zurückgehaltene Liquidität herausgerechnet:  
= Abschlag im Börsenkurs auf Verkehrswerte aktuell: 56%

Immobilien  
Börsenwert  
2.827.380

44%

Immobilien  
KAG-Wert  
9.133.233

\* = Börsenwert / anteilige Liquidität

10.000 Aktien ausgegeben, innerer Wert per 31.05. = 986,53 €

folg in der Gewinn- und Verlustrechnung 2018 nur zu einem kleinen Teil abgebildet sein. Der weitaus größere Teil wird sich in einem Zuwachs bei den stillen Reserven (nicht realisierte Kursgewinne) ausdrücken.

An unserer Ankündigung einer Dividende von erneut 75,00 EUR pro Aktie auch für 2018 halten wir jedoch ausdrücklich fest. Um dies darstellen zu können, müsste nicht einmal ein Jahresüberschuss erwirtschaftet werden – das entsprechende Dividendenerfordernis wäre schon aus dem Gewinnvortrag abgedeckt.

Nachdem inzwischen die Mehrzahl unserer Fonds immobilienfrei ist, lässt sich das verbleibende Wertaufholungspotential inzwischen relativ verlässlich schätzen. Für unseren Depotbestand per 31.05.2018 nehmen wir das Wertaufholungspotential mit insgesamt 5,8 Mio. EUR an. Netto, d.h. nach Abzug laufender Aufwendungen, Zinsen und Ertragsteuern, sollten davon in unserer Gewinn- und Verlustrechnung im Laufe der nächsten Jahre etwa 3,0 Mio. EUR ankommen können.

Was derzeit weiterhin nur ganz ungefähr eingeschätzt werden kann, ist die Zeitachse, auf der wir mit Liquidationsausschüttungen rechnen können. Ob dieser Betrachtungszeitraum, von heute ab gerechnet, eher bei drei Jahren oder bei sechs Jahren liegen wird – beides liegt im Bereich des möglichen.

Eine nochmalige Steigerung des beschriebenen Wertschöpfungspotentials würde sich ergeben, wenn und solange wir erhaltene Ausschüttungen reinvestieren und damit die von uns gehaltenen Stückzahlen an Fondsanteilen kontinuierlich erhöhen. Dies setzt voraus, daß am Markt entsprechende Stückzahlen unserer Zielfondsanteile zu akzeptablen Preisen erhältlich bleiben. Nachdem seit diesem Frühjahr die Verkäufe durch Dachfonds, die eine teilweise ergiebige Quelle waren, komplett abgeschlossen sind, beobachten wir am Markt eine zunehmende Materialknappheit. Zugleich nehmen die adressierbaren Marktvolumina durch die ständig fortschreitenden Liquidationsprozesse und Liquidationsausschüttungen ständig weiter ab. Der Zeitpunkt, an dem man auf Reinvestitionen schlicht wegen Materialmangel verzichten müssen, dürfte nicht mehr allzu fern liegen, lässt sich aus heutiger Sicht aber auch noch nicht annähernd genau bestimmen.

Wir werden, wie auch schon bisher, neue Erkenntnisse jeweils zügig verarbeiten und den Betrieb mit den ständig aktualisierten und verbesserten Erkenntnissen im Sichtflug steuern. Nachdem der schlußendliche Erfolg unserer Geschäftsidee bereits heute völlig außer Frage steht, ist insofern die Optimierung der vor uns liegenden Jahre mit ruhiger Hand keine übermäßige Herausforderung mehr.

Wolfenbüttel, im Juni 2018

CS Realwerte Aktiengesellschaft  
Der Vorstand

Jörg Benecke



**Im Bestand des DEGI International:**  
*"Das Geisterhaus"*  
Bukarest, Millenium Business Center  
letzter Verkehrswert 6,4 Mio. €  
Das 2006 als Neubau für weit über 50 Mio. €  
erworbene 19-stöckige Bürogebäude nahe  
der Bukarester Börse ging am 27.06.2009  
durch die indirekten Folgen eines Blitz-  
schlags in Flammen auf. Der zwischen-  
zeitlich schon vergebene Instandsetzungs-  
auftrag wurde zurückgezogen, der Streit  
mit der Versicherung dauert bis heute an.

**Bilanz zum 31. Dezember 2017**

<b>Aktiva</b>		<b>Passiva</b>	
	€		€
	Stand am		Stand am
	31.12.2016		31.12.2016
	€		€
<b>A. Anlagevermögen (Finanzanlagen)</b>		<b>A. Eigenkapital</b>	
1. Beteiligungen	2.150,00	<b>I. Gezeichnetes Kapital</b>	
2. Wertpapiere des Anlagevermögens	26.463.387,31	1. Gezeichnetes Kapital	1.280.000,00
	<u>26.465.537,31</u>	II. Kapitalrücklage	5.915.375,00
		III. Gewinnrücklagen (andere Gewinnrücklagen)	134.748,00
<b>B. Umlaufvermögen</b>		IV. Bilanzgewinn	<u>2.226.168,02</u>
I. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	71.873,65		9.556.291,02
(sonstige Vermögensgegenstände)		<b>B. Rückstellungen</b>	
(davon mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr:		1. Steuerrückstellungen	215.348,00
0,00 €, i. V. 0,00 €)		2. sonstige Rückstellungen	<u>27.100,00</u>
II. Kassenbestand, Bundesbankguthaben, Guthaben	161.723,90		242.448,00
bei Kreditinstituten und Schecks		<b>C. Verbindlichkeiten</b>	
		1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	16.746.754,38
		(davon mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr:	
		16.746.754,38 €, i. V. 14.981.859,68 €)	
		2. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.934,11
		(davon mit einer Restlaufzeit bis zu einem Jahr:	
		6.934,11 €, i. V. 6.897,81 €)	
		3. sonstige Verbindlichkeiten	146.707,35
		(davon aus Steuern:	
		39.185,35 €, i. V. 32.127,78 €;	
		mit einer Restlaufzeit	
		bis zu einem Jahr:	146.707,35 €, i. V. 922.593,84 €)
	<u>26.699.134,86</u>		16.900.395,84
	<u>22.914.767,51</u>		<u>26.699.134,86</u>
			<u>15.911.351,33</u>
			<u>22.914.767,51</u>

Die CS Realwerte Aktiengesellschaft mit Sitz in Wolfenbüttel wird beim Amtsgericht Braunschweig unter der Nummer HRB 8134 geführt.

**CS Realwerte Aktiengesellschaft**  
Wolfenbüttel

**Gewinn- und Verlustrechnung**  
**für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis 31. Dezember 2017**

	€	€	Vorjahr €
1. sonstige betriebliche Erträge		7.332.665,50	5.392.960,16
2. Personalaufwand			
a) Löhne und Gehälter	93.507,00		47.160,00
b) soziale Abgaben	<u>5.933,56</u>		<u>5.927,37</u>
		99.440,56	53.087,37
3. sonstige betriebliche Aufwendungen		228.439,13	1.194.049,08
4. Erträge aus Beteiligungen	710.096,30		212.575,25
5. Abschreibungen auf Finanzanlagen	5.020.904,67		2.846.021,10
6. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	<u>312.443,92</u>		<u>270.280,55</u>
		-4.623.252,29	-2.903.726,40
7. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		<u>653.258,68</u>	<u>491.068,13</u>
8. Ergebnis nach Steuern/Jahresüberschuss		1.728.274,84	751.029,18
9. Gewinnvortrag		596.641,18	511.612,00
10. Gewinnverwendung gemäß Satzung		<u>98.748,00</u>	<u>36.000,00</u>
11. Bilanzgewinn		<u><u>2.226.168,02</u></u>	<u><u>1.226.641,18</u></u>

Auf unserer Internet-Seite [www.CSrealwerte.de](http://www.CSrealwerte.de) informieren wir in der Rubrik „Neuigkeiten“ tagesaktuell über neue Entwicklungen in unseren Fonds und Wissenswertes rund um die Immobilienmärkte. Außerdem veröffentlichen wir hier bereits wenige Tage nach Monatsende die neueste Bestandsübersicht. Immer mal wieder reinschauen lohnt sich auf jeden Fall.

## 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 grundsätzlich zu Anschaffungskosten angesetzt. Die Anteile am KanAm grundinvest sind wegen einer in 2016 vorgenommenen Teilwertabschreibung nunmehr stets mit dem jeweiligen Börsenkurs angesetzt.

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

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 1.280.000,00 Euro und ist zum Nennbetrag bewertet. Es ist eingeteilt in 10.000 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien.

Vorstand und Aufsichtsrat werden der für den 27.07.2018 angesetzten ordentlichen Hauptversammlung der CS Realwerte AG vorschlagen, aus dem Bilanzgewinn (einschließlich des Gewinnvortrages) von 2.226.168,02 Euro auf die für 2017 gewinnanteilsberechtigten Stückaktien eine Dividende von 75,00 € je Aktie zu zahlen (insgesamt 750.000,00 Euro), einen Betrag von 297.877,00 Euro in die Gewinnrücklagen einzustellen und den Restbetrag von 1.178.291,03 Euro auf neue Rechnung vorzutragen.

Rückstellungen und Verbindlichkeiten wurden zum Erfüllungsbetrag angesetzt.

Für Ertragsteuern sind 215.348,00 Euro zurückgestellt. Dieser Betrag deckt die voraussichtlich noch zu zahlende Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer ab, sofern sie nicht bereits durch Vorauszahlungen oder Verrechnung mit Kapitalertragsteuererstattungsansprüchen beglichen war.

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 2017 .....	TEuro	4,0
Kosten für die Hauptversammlung .....	TEuro	7,5
Kosten für Archivierung .....	TEuro	15,6

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 (einschließlich der in 2017 ausgezahlten Tantieme für das Vorjahr) 49.423,04 Euro, ferner ergibt sich ein satzungsgemäßer, dann in 2018 auszahlbarer Tantiemeanspruch von 59.847,00 Euro. Die satzungsgemäße Aufsichtsratsvergütung für 2016 i.H.v. 14.500,00 Euro wurde im Geschäftsjahr 2017 ausbezahlt. Für das Geschäftsjahr 2017 ergibt sich ein sodann in 2018 auszahlbarer Aufsichtsratsvergütungsanspruch von 39.500,00 Euro.

Wolfenbüttel, den 5. Juni 2018

CS Realwerte Aktiengesellschaft  
Der Vorstand



Jörg Benecke



**CS Realwerte**  
Aktiengesellschaft

Salzbergstraße 2 · D 38302 Wolfenbüttel  
Telefon 05331.97550 · Telefax 05331.97555  
eMail [info@csrealwerte.de](mailto:info@csrealwerte.de) · [www.csrealwerte.de](http://www.csrealwerte.de)