

Geschäftsbericht 2015



CS Realwerte
Aktiengesellschaft

Bestandsübersicht per 31.12.2015

CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung) - Gesamtübersicht
Stand: 30.12.2015

Fonds	Ende	Zahltag	gesamt	Einstanz	Buchwert	Kurs	Börsenwer	KAG-Ki	KAG-Wert	L-Quote netto **	unser Investment in	
											Liquidität	Immobilien*
AXA Immoselect	10/14	Jul/Dez	267.000	4,54	1.212.439	5,05	1.348.350	7,38	1.970.460	29,6%	583.256	765.094
CS Euroreal	4/17	Jul/Dez	100.000	20,43	2.043.439	20,00	2.000.000	25,48	2.548.000	17,1%	435.708	1.564.292
DEGI Europa	9/13	Jan/Jul	178.900	6,38	1.141.710	7,00	1.252.300	9,25	1.654.825	31,5%	521.270	731.030
DEGI Global Business	6/14	Okt	5.000	7,43	37.127	7,05	35.250	9,30	46.500	42,8%	19.902	15.348
DEGI International	10/14	Apr/Okt	230.200	4,30	990.948	5,28	1.215.456	6,02	1.385.804	31,0%	429.599	785.857
KANAM Grundinvest	12/16	Mai/Nov	63.800	24,01	1.531.721	24,98	1.593.724	31,57	2.014.166	14,7%	296.082	1.297.642
SEB Immoinvest	4/17	Jan/Jul	178.700	23,58	4.214.145	23,29	4.161.923	29,17	5.212.679	33,1%	1.725.397	2.436.526
SEB Immo Portfolio Target R	5/17	Apr/Okt	21.150	47,41	1.002.739	50,25	1.062.788	61,84	1.307.916	5,8%	75.859	986.928
TMW Immobilien	5/14	Jan/Jul	102.500	6,57	673.441	6,07	622.175	7,78	797.450	60,9%	485.647	136.528
UBS (D) 3 Sector Real Estate	9/15	Mrz/Sep	467.430	1,41	656.987	1,37	640.379	1,81	846.048	60,5%	511.859	128.520
UBS (D) Euroinvest Immobilien		Dez	785	8,22	6.453	7,70	6.045	9,39	7.371	0,0%	0	6.045
Allianz Flexi Immo		Okt			0	32,12	0	43,32	0	18,6%	0	0
DB ImmoFlex		Mrz/Sep	8.500	18,44	156.700	19,35	164.475	25,07	213.095	58,4%	124.447	40.028
DWS ImmoFlex Vermögensmandat		Mrz/Sep			0	25,33	0	33,27	0	48,7%	0	0
Premium Mgt. Immob.		Apr/Okt	1.000	7,10	7.104	7,11	7.110	9,45	9.450	48,0%	4.536	2.574
Santander VV Kapitalprotekt		Jan	295	365,00	107.675	369,00	108.855	494,77	145.957	35,9%	52.399	56.456
Stratego Grund		Jun			0	7,11	0	9,11	0		0	0
					13.782.626		14.218.829	78%	18.159.722		5.265.962	8.952.867
ertragswirksame Ausschüttungen			246.613				-6.842.570		/.	Inanspruchnahmen HVB	-6.842.570	
realisierte Kursgewinne			69.445				-2.005.907		/.	Inanspruchnahme Seeliger	-2.005.907	
Kursreserven			436.203				5.370.352			= Netto-Exposure	-3.582.515	
Gesamtertrag			752.261				37,8%					
					= Eigenkapital-Anteil							
nachrichtlich: in den Fonds zurückgehaltene Liquidität herausgerechnet:					Immobilien	Immobilien	*Beleihungsquote* Immobilien			* = Börsenwert / . ant. Liquidität		
= Abschlag im Börsenkurs auf Verkehrswerte aktuell:			31%		Börsenwert	KAG-Wert	(Netto-Exposure im Verh. zu KAG-Wert)			** Dachfonds = auf Einzelfonds-		
					8.952.867	12.893.760	27,8%			bestand durchgerechnet		

CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung)
Stand: 30.06.2015

Fonds	Ende	Zahltag	gesamt	Einstanz	Buchwert	Kurs	Börsenwer	KAG-Ki	KAG-Wert	L-Quote netto **	unser Investment in	
											Liquidität	Immobilien*
AXA Immoselect	10/14	Jul/Dez	112.000	8,06	903.050	7,97	892.640	11,00	1.232.000	27,0%	332.640	560.000
CS Euroreal	4/17	Jul/Dez	41.900		1.063.697	25,41	1.064.679	31,64	1.325.716	20,0%	265.143	799.536
DEGI Europa	9/13	Jan/Jul	118.000	6,62	780.655	7,18	847.240	9,60	1.132.800	30,0%	339.840	507.400
DEGI Global Business	6/14	Okt	5.000	8,01	40.067	8,25	41.250	9,84	49.200	53,0%	26.076	15.174
DEGI International	10/14	Apr/Okt	175.004	5,07	887.122	5,70	997.523	8,32	1.456.033	40,1%	583.869	413.653
KANAM Grundinvest	12/16	Mai/Nov	10.000	27,10	271.000	27,90	279.000	34,99	349.900	9,5%	33.241	245.760
SEB Immoinvest	4/17	Jan/Jul	122.500	23,85	2.921.534	24,06	2.947.350	32,49	3.980.025	7,9%	314.422	2.632.928
SEB Immo Portfolio Target R	5/17	Apr	30.000	47,41	1.422.321	52,90	1.587.000	63,12	1.893.600	10,2%	193.147	1.393.853
TMW Immobilien	5/14	Jan/Jul	88.500	7,32	647.725	7,02	621.270	10,51	930.135	78,2%	727.366	-106.096
UBS (D) 3 Sector Real Estate	9/15	Jun/Dez	400.000	3,82	1.527.694	4,00	1.600.000	6,97	2.788.000	52,1%	1.452.548	147.452
UBS (D) Euroinvest Immobilien		Dez	785	8,39	6.586	7,35	5.770	10,08	7.913	0,0%	0	5.770
Allianz Flexi Immo		Okt	0		0		0		0		0	0
DB ImmoFlex		Mrz/Sep	3.000	21,32	63.972	22,91	68.730	30,80	92.400	28,0%	25.872	42.858
DWS ImmoFlex Vermögensmandat		Mrz/Sep	0		0		0		0		0	0
Premium Mgt. Immob.		unregelm	3.000	7,82	23.446	8,32	24.960	11,19	33.570	25,0%	8.393	16.568
Santander VV Kapitalprotekt		Jan	0		0		0		0		0	0
Stratego Grund		Jun	0		0		0		0		0	0
					10.558.868		10.977.412	72%	15.271.292		4.302.556	6.674.855
ertragswirksame Ausschüttungen			168.592				-6.438.896		/.	Inanspruchnahmen HVB	-6.438.896	
realisierte Kursgewinne			42.728				3.007		/.	Inanspruchnahmen BraWo	3.007	
Kursreserven			418.544				4.541.523			= Netto-Exposure	-2.133.333	
Gesamtertrag			629.864				41,4%					
					= Eigenkapital-Anteil							
nachrichtlich: in den Fonds zurückgehaltene Liquidität herausgerechnet:					Börsenwert	KAG-Wert				* = Börsenwert / . ant. Liquidität		
= Abschlag im Börsenkurs auf die Verkehrswerte aktuell:			39%		6.674.855	10.968.736	61%			** Dachfonds = auf Einzelfonds-		
										bestand durchgerechnet		

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

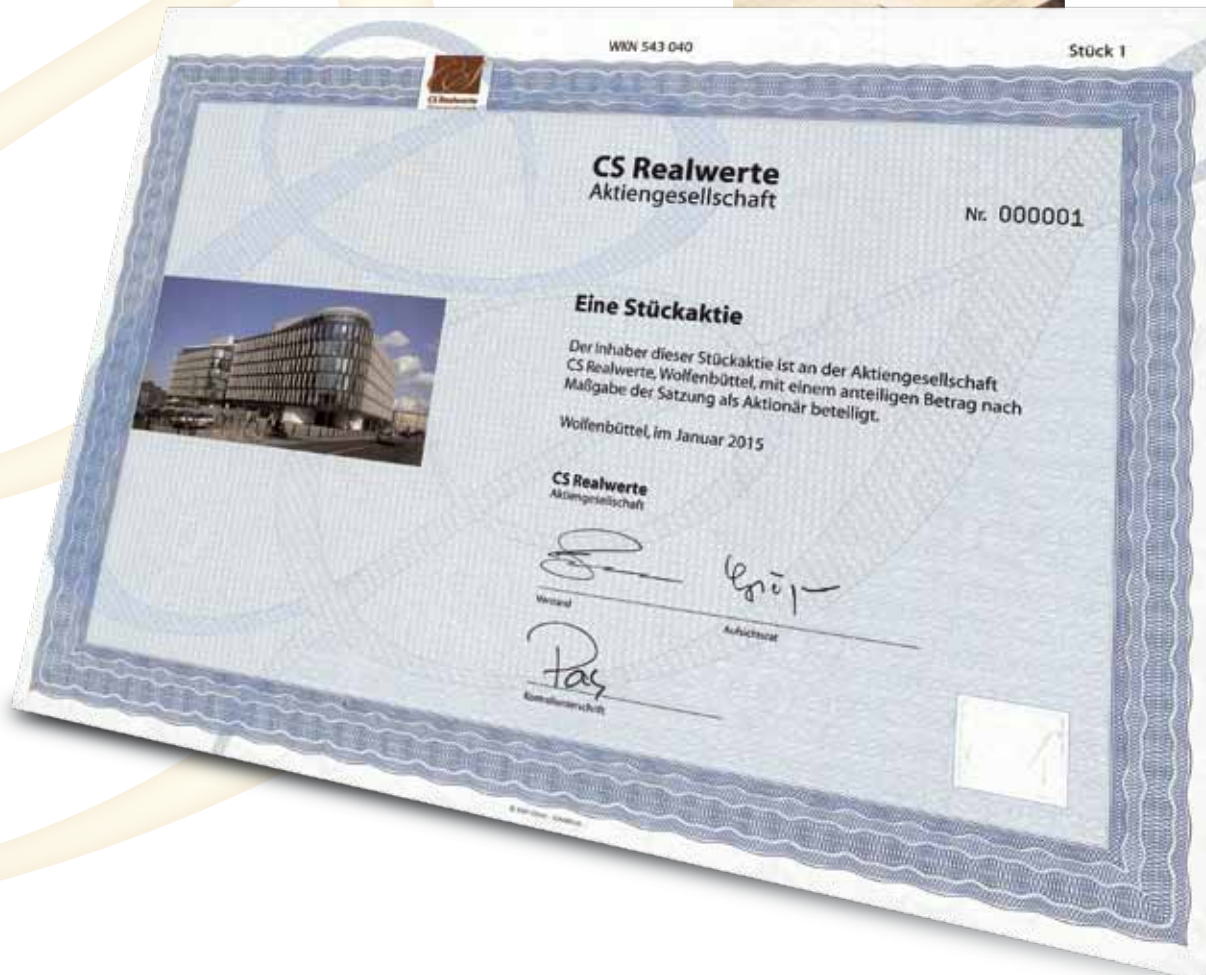
Jörg Benecke, Erkerode
Bankkaufmann

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 2014 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 2015 erstellt und hierzu unter dem 10.05.2016 die entsprechende Bescheinigung erteilt.

Die Wirtschaftsprüferin hat an der Aufsichtsratssitzung vom 06.06.2016 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 2016

Der Aufsichtsrat

Dipl.-Kfm. Achim Gröger
Vorsitzender



Ein Objekt des CS Euroreal:
Leverkusen, Rathausgalerie
derzeitiger Verkehrswert: 207,3 Mio. €

Lagebericht des Vorstandes für das Geschäftsjahr 2015 der CS Realwerte Aktiengesellschaft

Die CS Realwerte Aktiengesellschaft erwirbt börsengehandelte Fondsanteile von 17 Offenen Immobilienfonds sowie etwa einem Dutzend Dachfonds, die in Folge der vorherigen Finanzkrise ab Januar 2010 in die Abwicklung gingen.

Die Börsenbewertung dieser Fonds drückt gegenüber den von den Gutachterausschüssen der Fonds festgestellten Verkehrswerten Bewertungsabschläge auf die Fondsimmobilien 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.

Unsere Stellung im Markt

Die im Fokus unserer Anlagestrategie stehenden Fonds haben in den kommenden Jahren insgesamt noch rd. 120 Objekte mit Verkehrswerten von knapp 6 Mrd. Euro zu veräußern. Auf Basis aktueller Börsenkurse hat das Spezialsegment, in dem wir uns betätigen, ein Volumen von rd. 5 Mrd. Euro.

Mehrere große Hedgefonds haben im Laufe der vergangenen drei Jahre das Thema ebenfalls für sich entdeckt und zuletzt Ende 2015 für alle drei großen Fonds (CS Euroreal, KanAm grundinvest, SEB ImmoInvest) erneut öffentliche Kaufangebote gemacht. Hintergrund ist, daß die von den Hedgefonds einsetzbaren Anlagevolumina, in der Regel jedes Mal zweistellige Millionenbeträge, die Möglichkeit des Erwerbs der Fondsanteile über die Börse ausschließen. Zwischen der Grundsatzentscheidung und der schlußendlichen Abwicklung der Angebote liegt hier jeweils ein Zeitraum von mehreren Monaten.

Privatinvestoren sind in diesem Marktsegment von lediglich untergeordneter Bedeutung. Zum einen unternehmen die depotführenden Kreditinstitute alles, um ihre Kunden aus diesen für den Ertrag der Bank nicht mehr lukrativen Fonds herauszudrängen. Zum anderen erfordert eine erfolgreiche Bearbeitung dieses sehr speziellen und vor allem intransparenten Marktes einen Zeitaufwand von täglich mehreren Stunden. Einen solchen Aufwand kann in der Regel kein noch so interessierter Privatanleger betreiben.

Die CS Realwerte Aktiengesellschaft vereinigt in diesem Marktsegment mit ihren minutenschnellen Entscheidungsprozessen die Schnelligkeit und Wendigkeit eines Privatanlegers mit einem zwar bei weitem nicht an die Anlagevolumina der Hedgefonds heranreichenden, aber insgesamt doch beachtlichen Anlagevolumen, das in dieser Höhe von einem Privatanleger allein in der Regel nicht geleistet werden könnte.

Die letzten Zielfonds sind nach den gesetzlichen Vorgaben bis zum Jahr 2017 abzuwickeln. Die Erfahrung mit Fonds, deren Abwicklungstermin im vergangenen Jahr bereits erreicht wurde, 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 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



Ein Objekt des SEB ImmoInvest:
Stauffenbergstraße 26, Berlin, Deutschland
Maritim Hotel Berlin

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 31.12.2015 beträgt das ausgewiesene Eigenkapital der CS Realwerte Aktiengesellschaft 4.936 T€ (Ende 2014: 1.024 T€). Es setzt sich zusammen aus 848 T€ (Ende 2014: 256 T€) Nennkapital, 3.314 T€ Kapitalrücklage sowie 768 T€ an Gewinnvortrag und 7 T€ Jahresüberschuß. Bei Abfassung dieses Berichtes erreichte das ausgewiesene Eigenkapital durch zwei weitere Kapitalerhöhungen schließlich 6.483 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.

Nach den in den letzten Jahren von uns gemachten Erfahrungen wird dieses Ziel beim Verhältnis Eigenmittel zu Fremdkapital von höchstens 1:2 weitgehend erreicht, ohne daß damit ein nennenswertes Risiko aufgebaut wird. Entsprechend weist unsere Bilanz per 31.12.2015 die Inanspruchnahme von Bankkrediten in einer Höhe von 8.902 T€ aus. Nachdem die von uns gehaltenen Fondsanteile andererseits per 31.12.2015 eine uns zuzurechnende anteilige Liquidität von 5.266 T€ beinhalten, sind die Bankkredite in dieser Höhe nur eine Vorfinanzierung uns später ohnehin zufließender Ausschüttungen. Risikobehaftet sind sie zum Stichtag nur in Höhe der Differenz von 3.636 T€. Bezogen auf die anteiligen Verkehrswerte der Immobilien der von uns gehaltenen Fonds (in Summe 12.894 T€) entspricht der nicht durch anteilige Fondsliquidität gedeckte Teil der Bankkredite einer Beleihungsquote von 27,8 %.

In Einklang mit unserer Strategie sind wir damit zum 31.12.2015 mit 13.783 T€ (Ende 2014: 3.121 T€) in Fondsanteilen investiert. Der Börsenwert dieser Anteile am Stichtag beträgt 14.219 T€.

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 50 % übertrieben hoch sind. Die bisherige Verkaufstätigkeit der betroffenen Fonds stützt diese Annahme. Im Durchschnitt des Berichtsjahres 2015 lagen die Veräußerungsverluste nur bei knapp einem Drittel dessen, was in der Börsenbewertung impliziert war. Bei jüngsten Verkäufen im Jahr 2016 beobachten wir mit stark zunehmender Tendenz, daß die erzielten Verkaufspreise die in den Fonds geführten Verkehrswerte in der Mehrzahl der Fälle inzwischen sogar deutlich überschreiten.

Das Hauptrisiko besteht darin, daß die Gewerbeimmobilienmärkte vor allem in Europa in einer zukünftigen weiteren Finanzkrise erneut einbrechen, ehe der überwiegende Teil der betroffenen Fondsimmobilen verkauft werden konnte. Der ganz überwiegende Teil der Immobilien wird die betroffenen Fonds noch im laufenden Jahr 2016 bzw. in 2017 verlassen. Um unsere Position noch nennenswert zu beschädigen, müsste ein solcher Einbruch also bis spätestens Mitte 2017 stattfinden.

Vor allem auch vor dem Hintergrund der ausgesprochen expansiven Politik 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 Märkte, in die die abzuwickelnden Fonds ihre Immobilien abzugeben haben, im laufenden Zyklus – auch mangels anderer renditeträgender Anlagealternativen – noch einige Jahre lang ihre gerade in 2014/15 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. Sollte es dennoch zunehmen, können wir in unserer Anlagepolitik relativ 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 einerseits durch Verteilung unserer Mittel auf eine ausreichend große Anzahl von Einzelfonds, aber auch durch Beimischung per se risikogestreueter Dachfonds. Von Zeit zu Zeit immer



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.

wieder äußerst sinnvolle Schwerpunktbildungen bei wenigen Einzelfonds nahmen wir nur vor, wenn diese Einschätzung zuvor durch Einsatz entsprechender Analysewerkzeuge objektiviert wurde.

Schließlich haben wir ein spezifisches Risiko in unserer Finanzierungsstruktur durch die mit einem Kreditgeber 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. Diesem Risiko begegnen wir derzeit durch nicht volle Ausschöpfung der Beleihungsgrenzen sowie eine möglichst umfangreiche Verbreiterung unserer Kreditbeziehungen.

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 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. Es sind derzeit auch keine Umstände abzusehen, die unsere Erwartungen und eine erfolgreiche Umsetzung unseres Geschäftsmodells einträchtigen könnten.

Nachdem einige kleinere Fonds bereits weitgehend liquidiert sind, konzentriert sich das Interesse zunehmend auf die verbliebenen „big three“, die nach den entsprechenden gesetzlichen Vorgaben bis zum 31.12.2016 (KanAm grundinvest) bzw. bis zum 30.04.2017 (CS Euroreal sowie SEB ImmoInvest) abgewickelt sein sollen. Daraus sollte sich in der zweiten Jahreshälfte 2016 eine deutliche Häufung von Verkaufsmeldungen ergeben, anschließend auch eine spürbare Kumulierung von Kapitalrückzahlungen.

Bei den vier aktuell größten Positionen unseres Portfolios sind wir grundsätzlich optimistisch beim AXA Immoselect, beim CS Euroreal und beim KanAm grundinvest, daß der Auflösungsprozeß verwerfungsfrei zu Ende gehen wird.

Beim AXA Immoselect sollten die wenigen verbliebenen Objekte den Fonds bis Ende 2016 verlassen haben, wobei wir nochmalige Abschläge von 15-20 % auf die Verkehrswerte erwarten.

Dem CS Euroreal und dem KanAm grundinvest trauen wir durchaus zu, bis Ende der genannten Abwicklungsfristen mindestens den größten Teil ihres noch verbliebenen Immobilienbestandes veräußern zu können. Nachdem bei beiden Fonds jüngste Verkäufe sogar Preise teils deutlich oberhalb aktueller Verkehrswerte erbrachten, erwarten wir inzwischen in beiden Fällen unter dem Strich kaum noch Abschläge auf die Verkehrswerte.

Gewisse Fragezeichen haben wir derzeit beim SEB ImmoInvest. Obwohl der Fonds mit (Ende 2015) 100 Objekten noch das mit weitem Abstand größte Verkaufspensum zu absolvieren hatte, kamen im 1. Halbjahr 2016 so gut wie keine Verkaufsmeldungen. Nachdenklich stimmen uns auch die beiden größten Fondsobjekte, die allein über 25 % aller Verkehrswerte absorbieren: Beim größten, dem Singapore-Airlines-Hochhaus, blieb der Verkaufsprozeß neun Monate lang ergebnislos und wurde erst kürzlich mit Mandatierung eines anderen Maklers neu aufgesetzt. Und aus dem zweitgrößten, einem Bürokomplex in Rom, wird der Hauptmieter demnächst ausziehen.

Wolfenbüttel, im Mai 2016

CS Realwerte Aktiengesellschaft
Der Vorstand



Jörg Benecke

Als ganz aktuelle Information finden Sie im Anschluß an den Anhang die neueste bei Drucklegung verfügbare Bestandsübersicht. Ferner finden Sie am Schluß von unserer Internet-Seite die Rubrik „Neuigkeiten“ abgedruckt, die Ihnen ein ausgesprochen lebendiges Bild der Entwicklung unseres Geschäftsfeldes zeichnet.



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.

CS Realwerte Aktiengesellschaft
Wolfenbüttel

Bilanz zum 31. Dezember 2015

Bilanz

A k t i v a		P a s s i v a	
	€	€	T€
A. Anlagevermögen (Finanzanlagen)			Stand am 31.12.2015
1. Beteiligungen	2.000,00	848.000,00	256
2. Wertpapiere des Anlagevermögens	13.829.735,08	3.314.250,00	0
	13.831.735,08	774.112,00	768
		4.936.362,00	1.024
B. Umlaufvermögen			
I. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände			
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,00		18
2. sonstige Vermögensgegenstände	54.642,26	22.600,00	18
	54.642,26		36
II. Kassenbestand, Bundesbankguthaben, Guthaben bei Kreditinstituten und Schecks	1.180,07		2.067
		8.901.912,40	2
		3.459,69	7
		23.223,32	
		969,00 € i. V. 5 T€	
		8.928.595,41	2.076
		13.887.557,41	3.136
		13.887.557,41	3.136

A. Eigenkapital
I. Gezeichnetes Kapital
II. Kapitalrücklage
III. Bilanzgewinn

B. Rückstellungen
1. Steuerrückstellungen
2. sonstige Rückstellungen

C. Verbindlichkeiten
1. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten
2. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
3. sonstige Verbindlichkeiten
(davon aus Steuern: 969,00 € i. V. 5 T€)

Gewinn- und Verlustrechnung

CS Realwerte Aktiengesellschaft
Wolfenbüttel

Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr vom 1. Januar bis 31. Dezember 2015

	€	€	Stand am 31.12.2014 T€
1. Umsatzerlöse		4.240,19	56
2. sonstige betriebliche Erträge		<u>236.736,04</u>	<u>325</u>
		240.976,23	381
3. Materialaufwand			
Aufwendungen für bezogene Leistungen		-1.137,09	0
4. Personalaufwand			
a) Löhne und Gehälter	-21.660,12		-22
b) soziale Abgaben	<u>-5.946,09</u>		<u>-6</u>
		-27.606,21	-28
5. sonstige betriebliche Aufwendungen		-218.977,11	-182
6. Erträge aus Beteiligungen	142.245,72		193
7. sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	1.700,00		0
8. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	<u>-124.748,47</u>		<u>-15</u>
		<u>19.197,25</u>	<u>178</u>
9. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit		12.453,07	349
10. Steuern vom Einkommen und vom Ertrag		<u>-5.536,50</u>	<u>-35</u>
11. Jahresüberschuss		6.916,57	314
12. Gewinnvortrag		767.887,09	454
13. Gewinnverwendung gemäß Satzung		<u>691,66</u>	<u>0</u>
14. Bilanzgewinn		<u><u>774.112,00</u></u>	<u><u>768</u></u>

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.

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

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 848.000,00 Euro und ist zum Nennbetrag bewertet. Es ist eingeteilt in 6.625 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien.

Vorstand und Aufsichtsrat werden der für den 26.08.2016 angesetzten ordentlichen Hauptversammlung der CS Realwerte AG vorschlagen, aus dem Bilanzgewinn (einschließlich des Gewinnvortrages) von 774.112,00 Euro auf die bereits für 2015 gewinnanteilsberechtigten Stückaktien eine Dividende von 60,00 € je Aktie zu zahlen (insgesamt 262.500,00 €) sowie den Restbetrag von 511.612,00 € auf neue Rechnung vorzutragen.

Rückstellungen und Verbindlichkeiten wurden zum Erfüllungsbetrag angesetzt.

Steuerrückstellungen waren für 2015 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 2015	TEuro	3,5
Kosten für die Hauptversammlung	TEuro	4,0
Kosten für Archivierung	TEuro	15,1

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 12.000,00 Euro. Der Aufsichtsrat erhielt für seine Tätigkeit keine Vergütung.

Wolfenbüttel, den 10. Mai 2016

CS Realwerte Aktiengesellschaft

Der Vorstand

Jörg Benecke

CS Realwerte AG

Sicherungsrechnung OIF (Offene Immobilienfonds in Abwicklung) - Gesamtübersicht Stand: 29.07.2016

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	963.800	3,64	3.508.368	3,80	3.657.621	5,98	5.763.524	32,2%	1.855.855	1.801.766
CS Euroreal	4/17	Jul/Dez	293.117	15,98	4.683.190	16,20	4.748.495	20,79	6.093.902	13,4%	816.583	3.931.912
DEGI Europa	9/13	Jan/Jul			0	5,26	0	6,83	0	57,8%	0	0
DEGI Global Business	6/14	Okt			0	4,12	0	5,69	0	61,0%	0	0
DEGI International	10/14	Apr/Okt	323.514	4,24	1.371.888	4,54	1.467.136	5,85	1.892.557	45,4%	859.221	607.915
KANAM Grundinvest	12/16	Mai/Nov	252.500	23,37	5.899.980	24,50	6.186.250	28,81	7.274.525	50,3%	3.659.086	2.527.164
SEB Immoinvest	4/17	Jan/Jul	65.129	18,33	1.193.940	15,95	1.038.808	23,52	1.531.834	15,2%	232.839	805.969
SEB Immo Portfolio Target F	5/17	Apr/Okt	2.950	46,90	138.342	39,00	115.050	56,13	165.584	8,0%	13.247	101.803
TMW Immobilien	5/14	Jan/Jul	172.000	3,86	663.634	3,81	655.320	5,08	873.760	86,2%	753.181	-97.861
UBS (D) 3 Sector Real Estat	9/15	Mrz/Sep	550.000	1,05	574.942	1,01	555.500	1,44	792.000	57,5%	455.400	100.100
UBS (D) Euroinvest Immobilien		Dez	27.000	7,15	192.968	7,19	194.130	9,09	245.430	0,0%	0	194.130
Allianz Flexi Immo		Okt			0	29,50	0	38,71	0		0	0
DB ImmoFlex		Mrz/Sep			0	13,75	0	18,66	0		0	0
DWS ImmoFlex Vermögensmandat		Mrz/Sep			0	19,61	0	27,06	0		0	0
Premium Mgt. Immob.		Apr/Okt			0	8,46	0	8,46	0		0	0
Santander VV Kapitalprotekt		Jan			0	190,00	0	310,88	0		0	0
Stratego Grund		Jun			0	4,46	0	6,37	0		0	0
					18.227.252		18.618.310	76%	24.633.116		8.645.411	9.972.899
ertragswirksame Ausschüttungen		391.231					-6.117.512	/.	Inanspruchnahmen HVB		-6.117.512	
realisierte Kursgewinne		-419.982					-3.998.440	/.	Inanspruchnahme Seeliger		-3.998.440	
Kursreserven insgesamt	391.058						-935.798	/.	Inanspruchnahme BraWo		-935.798	
abzgl. in Vorjahren erwirtschaftet	436.203											
Gesamtertrag laufendes Jahr		-73.896										
							= Eigenkapital-Anteil	7.566.560		= Netto-Exposure	-2.406.339	
							40,6%					
							Immobilien	Immobilien	"Beleihungsquote" Immobilien		* = Börsenwert / . ant. Liquidität	
							Börsenwert	KAG-Wert	(Netto-Exposure im Verh. zu KAG-Wert)			
							9.972.899	15.987.705	15,1%			

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

28. Juli 2016
**AXA Immoselect
verkauft Luxemburg**

Zeitgleich zu der heute erfolgten Ausschüttung von 1,13 € je Anteil meldet der AXA Immoselect den Verkauf des Objektes Luxembourg, Rue de Primeurs 7 zum Preis von rd. 10,0 Mio. €. Der Preis liegt um ca. 25 % unter dem zuletzt mit 13,4 Mio. € festgestellten Verkehrswert. In unserer internen Verkaufspreisprognose hatten wir für das zu rd. 65 % leerstehende Objekt allerdings sogar nur 8,0 Mio. € erwartet.

Der aktuelle Börsenkurs drückt für die restlichen vier Objekte, die mit großer Wahrscheinlichkeit alle noch bis Jahresende weggehen werden, weiterhin einen mit 56 % ungewöhnlich hohen Bewertungsabschlag aus. Brauchen werden wir davon nach unserer Einschätzung lediglich 15-20 %. Eigentlich kann man mit dem Investment also kein Geld mehr verlieren.

28. Juli 2016
**Alles dreht sich,
alles bewegt sich ...**

Abwickelnde Offene Immobilienfonds sind und bleiben ein hoch spannendes Thema. Jeden Tag lernen wir wieder ein bißchen dazu, und am Ende kommt auch kaum etwas ganz genau so wie man geglaubt hat. Wie ein Chamäleon seine Farbe ändert, so ändern die Märkte und vor allem die Psychologie der Marktteilnehmer ständig ihr Gesicht. In diesen Zeiten ist es vor allem wichtig, sich geschmeidig den ständig variierenden Rahmenbedingungen anzupassen. "Buy and hold" – das war einmal.

Wieder einmal haben wir gelernt: Von der BAFin darf man so ziemlich alles erwarten, nur keine wirtschaftlich sinnvollen und dem Anleger-schutz dienenden Entscheidungen. Denn vollkommen unsinnige und realitätsferne Vorgaben der BAFin zu den anzustrebenden Auflösungs-terminen waren es, die eine Reihe von ebenfalls abwickelnden Immobilien-Dachfonds dazu veranlaßt haben, Anteile an den Zielfonds über die Börse zu verkaufen. "Nutzung von Chancen am Zweitmarkt" war die schönfärberische Umschreibung für die Tatsache, daß z.B. beim CS Euroreal und beim KanAm grundinvest von einigen Dachfonds große Blöcke zu historischen Tiefstkursen verramscht wurden. Den Dachfonds-Anlegern entstand dadurch nachweislicher Schaden in vielfacher Millionenhöhe.

Mit der neu aufgetretenen Problematik der Dachfonds-Verkäufe hatten wir uns hier erstmals am 16.04.2016 auseinandergesetzt. Inzwischen haben wir gelernt, wie man auch diese im ersten Moment mißliche Situation in eine gut verwertbare Chance ummünzen kann. In eine Chance vor allem, die nach alter Erkenntnislage gar nicht bestanden hätte. Aus der Bestandsübersicht per 29.07.2016 wird unser Handeln deutlich zu erkennen sein.

Auch in den einschlägigen Internet-Foren wird das Thema seitdem heiß diskutiert. Nur colorandum causa, und um diese Rubrik für's erste in umgangssprachlicher Tonlage abzuschließen (seit Donald Trump ist das ja absolut salonfähig): Hier als Zitat aus einem Internet-Forum die volkstümliche Erklärung der Gemengelage.

"Zuletzt haben wir uns stark auf die Dachfonds als reale Gefahr für die Kurse fokussiert. Aber es gibt auch die andere Seite der Medaille, nämlich eine "reale Gefahr" für stabile bis steigende Kurse: Nicht nur wir sind so schlau und erkennen, daß die meisten OIF i.A. bei verständiger Betrachtung deutlich unterbewertet sind. Der eine oder andere Profi (nicht nur die bekannten Hedge-Fonds) sieht das scheinbar auch. Und kauft. Anders kann ich mir nicht erklären, warum ich z.B. beim SEB Immoinvest (von mir im Moment nicht sonderlich geliebt) bei 15,95 jede nur denkbare size – inzwischen sechsstellige Stückzahlen – drauftun kann, und da füllt einer unverdrossen die Geldseite immer wieder auf . . . dem könnte ich wahrscheinlich noch ein paar hunderttausend Stück mehr anlatzen und er würde trotzdem nicht die Lust verlieren. Oder warum gestern beim UBS 3 Sector plötzlich Mega-Geldseiten aufblitzten (die dann nach Bedienung auch immer wieder aufgefüllt wurden), die zu bedienen ich in diesem ansonsten super-marktengen Teil einfach nicht widerstehen konnte. Früher hielt ich bei den OIF i.A. eine buy-and-hold-Strategie für richtig (und früher war das wohl auch mal richtig). Die oben genannten neuen Einflüsse (Verkäufe der Dachfonds, andererseits neue Großkäufer unterwegs) ändern die Lage aber völlig: Sowohl auf der Kaufseite (stehe mit viel Geld bereit, wenn ein Dachfonds billig schüttet) wie auch auf der Verkaufseite (gib ruhig was, wenn einer partout eine Schubkarre voll zu guten Preisen haben will) beobachte ich inzwischen bei den meisten Fonds ganz ausgeprägte Zeitfenster, wo man je nachdem auf der Käufer- oder der Verkäuferseite Opportunitäten nutzen kann. Man muß da wirklich ganz leidenschaftslos drangehen: Kaufe, wenn ein Kurs mal wieder zusammengeprügelt wird – sobald das Zeitfenster zu ist, zieht der Kurs auch wieder deutlich an. Verkaufe, wenn zu guten Preisen size nachgefragt wird – es kommt auch hier nach Schließen des Zeitfensters wieder anders und Du kannst billiger zurückkaufen. Also mit einem Wort: Inzwischen ist hier ungemein viel Beweglichkeit gefragt. Das kostet (noch mehr) Arbeit und Zeit, aber es ergeben sich dadurch auch Chancen, die es früher so überhaupt nicht gegeben hat."

25. Juli 2016
**Borsa Italiana:
CS Euroreal stellt 600-Mio.-
Portfolio zum Verkauf**

Auf der offiziellen Info-Seite der Börse Mailand (Borsa Italiana) erschien am 22.07.2016 um 15:22 folgende Meldung:

Immobiliare: Credit Suisse mette in vendita portafoglio europeo da 600 mln

Asset fra Italia e Germania fra cui shopping center Rimini (Il Sole 24 Ore Radiocor Plus) – Milano, 22 lug – Un fondo di Credit Suisse ha messo in vendita un portafoglio immobiliare da 600 milioni di euro. L'operazione, secondo quanto risulta a Radiocor Plus, prevede la cessione di quote del fondo Cs Euroreal che detiene la proprietà' dello shopping center Le Befane di Rimini, oltre ad altri due centri commerciali in Germania. L'asset piu' prestigioso, tuttavia, e' proprio quello italiano che era stato ceduto da Coopsette alla banca svizzera nel 2005 per una cifra attorno ai 200 milioni di euro e che oggi e' valutato poco meno di 300 milioni di euro.

Il centro Le Befane occupa una superficie di circa 52mila metri quadri, ospita un supermercato Conad e altri 125 spazi commerciali fra cui una multisala.

Die Meldung wurde anschließend auch von der großen Mailänder Tageszeitung "Corriere della Sera" zitiert.

Das hier erwähnte angabegemäß zum Verkauf anstehende Portfolio besteht aus

a) dem Einkaufszentrum "La Befane" im italienischen Rimini. Das La Befane zählen Merktkenner zu den 10 besten Einkaufszentren in ganz Europa. Es ist eine der Perlen im CS Euroreal. Der aktuelle Verkehrswert im Fonds steht bei 241,8 Mio. €. Unsere interne Verkaufspreis-Prognose ist 260 Mio. €. Aufgerufen wird jetzt angabegemäß ein Preis "poco meno" (also: etwas unter) 300 Mio. €.

b) zwei deutschen Einkaufszentren, die die Meldung der Borsa Italiana nicht näher benennt. Auf 300 Mio. € käme man (aktuelle Verkehrswerte in Klammern) durch Kombination von Essen Porscheplatz (137,5) oder Flensburg Holm (77,1) oder Rathaus-Galerie Leverkusen (209,9) oder Nürnberg Äußere Bayreuther Straße (137,7). Auch hier ist ein Verkauf oberhalb letzter Verkehrswerte ziemlich wahrscheinlich. Deshalb geht eigentlich nur die Kombination Essen/Nürnberg oder Flensburg/Leverkusen. Lassen wir uns überraschen.

Mit unseren Excel-Tabellen können wir schnelle Simulationsrechnungen durchführen. Wenn dieser Portfolio-Verkauf tatsächlich zu dem genannten Preis stattfinden sollte, steigt damit der im gegenwärtigen Börsenkurs ausgedrückte Abschlag auf die Verkehrswerte des Restportfolios auf 47,5 %. Um wieder auf den "Normalwert" von 30 % zu kommen, könnte der Börsenkurs nach einer Bestätigung der Meldung um ca. 2,00 € steigen.

23. Juli 2016
**AXA Immoselect:
1,13 € Ausschüttung am
28.07.2016**

Gestern kündigte die CACEIS Bank als abwickelnde Depotbank des AXA Immoselect an, daß der Fonds am 28.07.2016 eine Ausschüttung von 1,13 € je Anteil vornehmen wird. Das liegt über unserer Erwartung (wir hatten lediglich mit 0,90 € gerechnet). Ende des Monats fließen damit mehr als 1 Mio. € an uns zurück.

20. Juli 2016
**Grundsätzliches
zu unserer Positionierung**

In der Monatsübersicht per Ultimo Juli werden Ihnen zwei gravierende Veränderungen unserer Positionierung auffallen. Den SEB ImmoInvest haben wir stark reduziert, den CS Euroreal stark ausgebaut. Warum?

Einige Fonds (z.B. TMW Immobilien Weltfonds, UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe) sind in ihrer Abwicklung bereits so weit fortgeschritten, daß es für uns nur noch reine "Ausrollpositionen" sind, bei denen wir auf die allmähliche Auskehrung der Liquidität warten.

Es bleiben jetzt nur vier Fonds übrig, bei denen eine Investition auch noch unter strategischen Gesichtspunkten überlegt werden kann.

Der AXA ImmoSelect besitzt inzwischen nur noch 5 Objekte mit Verkehrswerten von zusammen 202,8 Mio. €. Der gegenwärtige Börsenkurs drückt einen Abschlag auf diese Verkehrswerte von 54 % aus. Alle 5 Objekte werden nach unserer Einschätzung bis Jahresende verkauft sein, mit einem mittleren Abschlag auf die Verkehrswerte von 15-20 %. Auch der AXA ImmoSelect wird danach bis Jahresende eine "Ausrollposition" werden. Wir sind hier stückzahlmäßig zunächst ausreichend positioniert und erwarten im übrigen Ende dieser/Anfang nächster Woche die Ankündigung der Ende Juli fälligen Ausschüttung (von uns geschätzt: 0,90 € pro Anteil).

Der CS Euroreal war von uns zwischendurch stark untergewichtet worden. Nicht, weil wir diesen Fonds nicht mögen würden. Sondern weil wir woanders mit dem Geld sehr viel schnellere Kurs-Avancen erwarteten, nämlich beim KanAm grundinvest. So ist es dann auch gekommen.

Der CS Euroreal verfügt augenblicklich noch über 32 Objekte mit Verkehrswerten von zusammen 1,89 Mrd. €. Der gegenwärtige Börsenkurs drückt einen Abschlag von 29 % auf diese Verkehrswerte aus. Von allen noch zur Diskussion stehenden Fonds gefällt uns das Portfolio des CS Euroreal momentan am besten (hoher Deutschland-Anteil von 48 %, über die Hälfte des Portfolios sind zur Zeit besonders gefragte Einkaufszentren). Bis zum Ende der Abwicklungsfrist (30.4.2017) sollte der CS Euroreal seine Objekte weitgehend veräußert haben können, wobei wir sogar erwarten, daß dabei unter dem Strich mindestens die aktuellen Verkehrswerte erlöst werden. Nachdem in den letzten Tagen offensichtlich ein Dachfonds oder ein sonstiger institutioneller Investor große Stückzahlen abgeben wollte, haben wir diese Gelegenheit genutzt und unsere eigene Position wieder auf mehr als 200.000 Stück aufgebaut.

Der KanAm grundinvest verfügt derzeit noch über 13 Objekte mit Verkehrswerten von zusammen 1,2 Mrd. €. Er machte erst kürzlich mit einem spektakulären Paket-Verkauf von 5 Immobilien an den französischen Immobilien-Giganten Amundi für 875 Mio. € auf sich aufmerksam und erzielte dabei im Durchschnitt Preise von 18 % über den letzten Verkehrswerten. Gestern wurde außerdem der Verkauf des Domina Shopping Center in Riga für 74,5 Mio. € bekannt. Zwei weitere Objekte im Volumen von noch einmal etwa 250 Mio. € sind ebenfalls ausverhandelt, mit einer Bekanntgabe der Verkäufe rechnen wir in Kürze. Hier mussten wir uns sehr schnell deutlich positionieren, denn schon im Herbst werden durch die größte Einzelausschüttung der Geschichte (wir rechnen mit ca. 15,00 € pro Anteil) rd. 2/3 unseres Einsatzes an uns zurückfließen. Von den noch zu verhandelnden 11 Restobjekten wird nach unserer Einschätzung der ganz überwiegende Teil den Fonds bis Ende der Auflösungsfrist (31.12.2016) ebenfalls verlassen haben, so daß die Liquidation schon im Frühjahr 2017 weitgehend abgeschlossen sein wird. Es war jetzt wahrscheinlich eine letzte Gelegenheit, größere Positionen zu attraktiven Kursen einzugehen.

Der SEB ImmoInvest verfügt derzeit noch über 79 Objekte mit Verkehrswerten von zusammen 2,43 Mrd. €. Als einziger der in Frage kommenden Fonds ist er immer noch nicht schuldenfrei (Schuldenquote 12,6 %). Nach dem spektakulären Verkauf des Potsdamer-Platz-Ensembles Ende 2016 herrschte hier an der Verkaufsfront lange Zeit weitgehende Ruhe – nach unserer Einschätzung zu lange. Auch wenn der SEB ImmoInvest immer wieder betont, seine "bewährte Strategie der Portfolio-Verkäufe" fortsetzen zu wollen: Durch den Verkauf der Fondsgesellschaft (ehemals BfG/SEB, zuletzt Santander) an den Immobiliendienstleister Savills im letzten Jahr scheint es doch Reibungsverluste und Verzögerungen gegeben zu haben. So langsam fragen wir uns, wie bis zum Ende der Auflösungsfrist (30.4.2017) der Verkauf von 79 Objekten noch gelingen soll.

Nachdenklich macht uns auch das mit 380 Mio. € Verkehrswert größte Objekt des Fonds, 77 Robinson Road in Singapur, das ehemalige Singapore-Airlines-Gebäude. Schon im September 2015 hatte man DTZ Debenham Tie Leung exklusiv mit dem Verkauf beauftragt. Das scheint schief gegangen zu sein: Erst vor wenigen Wochen erfuhren wir, daß nunmehr ein anderer Makler (CBRE) mandatiert und gleichzeitig die

Preisvorstellung für das Objekt um 10 % reduziert wurde. Auch das zweitgrößte Objekt, Via Laurentina in Rom (Verkehrswert 260 Mio. €) ist nicht unproblematisch: Hier zieht der Hauptmieter, ein großer italienischer Energie-Konzern, in Kürze aus, und eine Neuvermietung eines so großen Objektes ist keinesfalls ein Selbstläufer.

Der im Börsenkurs ausgedrückte Abschlag auf die Verkehrswerte ist beim SEB ImmoInvest mit 29 % (nur) genau so hoch wie beim CS Euroreal. Dem CS Euroreal bescheinigen wir aber eine deutlich bessere Portfolio-Qualität und schnellere Verkaufsaussichten, weshalb die vorgenommenen Umschichtungen vom SEB in den CS nur konsequent waren.

19. Juli 2016
KanAm grundinvest: Domina Shopping Center verkauft

Heute wird gemeldet, daß der KanAm grundinvest sein einziges Handelsobjekt, das fast 80.000 qm große Domina Shopping Center in Riga, zum Preis von 74,5 Mio. € veräußern konnte. (Die unseren internen Berechnungen zu Grunde liegende Prognose hatte bei 75,0 Mio. € gelegen). Käufer ist mit "EFTEN Kinnisvarafond II AS" ein lokaler Investor, für den dies die bisher größte Einzelaquisition ist.

Der Verkaufspreis liegt über dem letzten Verkehrswert, heißt es. Das allerdings ist eine KanAm-spezifische Spezialität, die Dinge etwas schöner darzustellen: Erst im Mai 2016 nämlich war der zuvor noch mit 87,5 Mio. € angesetzte Verkehrswert des Objektes "passend" gemacht worden. Und des Sängers Höflichkeit würde am liebsten auch darüber schweigen, daß der KanAm den Konsumtempel 2007 auf dem Höhepunkt des letzten Immobilienbooms mal für rd. 150 Mio. € gekauft hatte ...

Wie dem auch sei: Die Erwartung für die nunmehr "für das IV. Quartal 2016 geplante" Ausschüttung (bisher war von "Herbst" die Rede) steigt damit erneut. Selbst wer heute zum Kurs von 24,50 noch einsteigt, kann damit rechnen, nahezu 2/3 seines Einsatzes noch vor Jahresende zurück zu erhalten. Bezogen auf den dann noch verbleibenden Rest ist das Wertaufholungspotential, das sich nach unseren Verkaufspreis-Prognosen auf 3,90 € pro Anteil bemißt, ein ganz netter Lohn der Mühe.

19. Juli 2016
DEGI Europa: "Tieto Enator" in Helsinki verkauft

Der DEGI Europa besaß nur noch zwei Objekte, eines (drei Bauabschnitte) in Helsinki/Finnland und eines (zwei Bauabschnitte) in Den Haag/Holland.

Am 8.2.2016 hatten wir an dieser Stelle informiert, daß wir unsere Position im DEGI Europa aufgelöst hatten. Begründung damals: Beide Objekte sind sog. "single-tenant-Objekte", bei beiden laufen die Verträge mit dem jeweils einzigen Mieter 2018-2020 aus. Ein zu großes Einzelrisiko, wenn auch nur einer der beiden Mieter den Vertrag nicht verlängert ...

Zwischenzeitlich wurden unsere Befürchtungen wahr: Daß der niederländische Mieter KPN (ehemals staatlicher Telekommunikations-Konzern) auf dem Absprung war, ließ sich schon vorher erahnen. Eher überraschend sagte dann aber im Frühjahr auch Tieto (der größte Software-Konzern Finnlands), das Ensemble "Tieto Enator" verlassen zu wollen und in die ehemalige Nokia-Zentrale umzuziehen. Also zwei potentielle Leerstände ...

Gestern meldete der DEGI Europa, vor dem beschriebenen Hintergrund durchaus überraschend, daß für Tieto Enator in Helsinki ein Käufer gefunden werden konnte. Das Objekt geht für rd. 53 Mio. € an die finnische "Veritas Pension Insurance". Angesichts des bevorstehenden Mieterauszugs kein schlechter Preis, nachdem die addierten Verkehrswerte zuletzt noch bei 56 Mio. € gelegen hatten. Der Einkaufspreis 2004/05 für den DEGI Europa war allerdings rd. 110 Mio. € gewesen ...

Der Kurs zog daraufhin gestern und heute kräftig an, erreicht allerdings auch heute noch nicht wieder den Wert, zu dem wir (glücklicher Weise) im Februar verkauft hatten.

18. Juli 2016
CS Euroreal: 3,00 Euro Ausschüttung am 28.07.2016

Soeben kündigte der CS Euroreal an, aus der per 30.06.2016 vorhandenen Liquidität von 594,2 Mio. € (= 23,9 % des Fondsvolumens) am 28.07.2016 rd. 309 Mio. € auszuschütten. Das sind 3,00 € pro Anteilschein.

Wir hatten heute anhand des kürzlich erschienenen Halbjahresberichtes zum 31.03.2016 unsere Einschätzung anhand der aktuellen Daten und Erkenntnisse einer gründlichen Überprüfung unterzogen.

Wesentliches Ergebnis ist: Nach Abzug der nach dem Stichtag 31.3. noch erfolgten Verkäufe verfügt der CS Euroreal noch über ein Immobilienvermögen mit Verkehrswerten von 1,89 Mrd. €. Unsere Verkaufspreisprognosen addieren sich auf 1,94 Mrd. €. Das bedeutet, wir erwarten, daß der CS Euroreal bei der Restauflösung im Schnitt etwas mehr als die Verkehrswerte Erlösen wird.

Der aktuelle Börsenkurs impliziert eine Immobilien-Bewertung von lediglich 1,22 Mrd. €. Verglichen mit unserer Prognose besteht hier also ein Wertaufholungspotential von 720 Mio. € = 7,06 € pro Anteilschein.

Bezogen auf den Börsenkurs (aktuell 18,95 €) bereinigt um die nächste Woche erfolgende Ausschüttung (abzüglich 3,00 €) ergibt sich daraus für den CS-Euroreal ein upside-Potential von am Ende 44,3 %. Ein solch hoher Wert war seit Beginn unserer Auswertungen noch nie erreicht worden.

Gleichzeitig haben in den letzten Tagen ganz offensichtlich Dachfonds massive Abgaben im CS Euroreal getätigt – wie schon in den letzten Monaten in ähnlichen Situationen beobachtet zum für sie denkbar dümmsten Zeitpunkt. Wir haben diese gute Gelegenheit genutzt und unsere Positionen im CS Euroreal in den letzten Tagen massiv ausgebaut.

Am 28.6.2016 hatten wir uns an dieser Stelle erstmals mit dem Brexit und möglichen Folgen für die europäischen Gewerbeimmobilien-Märkte beschäftigt. Unser Fazit: Ja, es knirscht ein wenig im Gebälk. In Großbritannien platzten aufgrund entsprechender Ausstiegsklauseln in den Verträgen Gewerbeimmobilien-Deals im Volumen von rd. 1 Mrd. Euro. Allein die Hälfte ging auf das Konto der deutschen genossenschaftlichen Union Invest, die den beabsichtigten Kauf des Cannon Place in der City of London für mehr als 1/2 Mrd. Euro ad acta legte. Aber grundsätzlich: Keine wirkliche Gefahr.

Der Immobilienmarkt war und ist ein hoch zyklischer Markt, und wird es auch bleiben. Und da war London im gegenwärtigen Zyklus nach unserer hier schon vor fast einem Jahr geäußerten Einschätzung bereits sehr weit gelaufen – weiter und vor allem schneller und früher als jeder andere europäische Markt. Anfangs-Objektrenditen von zuletzt teilweise nur noch 3 % p.a. sind halt eine mehr als sportliche Bewertung und setzen sehr viel Vertrauen in die Möglichkeit künftiger weiterer Mietsteigerungen voraus. Vielleicht noch kein grundsätzlicher Trendwechsel, aber doch eine deutliche Zwischenkorrektur schien uns für diesen Markt deshalb schon seit längerem notwendig und wahrscheinlich. Hierfür war der Brexit dann nur Katalysator und der äußere Anlaß; gekommen wäre diese Korrektur unserer Meinung nach sowieso.

Von "unseren" Fonds hat nur noch der CS Euroreal drei Objekte in Glasgow und London-Heathrow, die mit rd. 90 Mio. € Verkehrswert für 5 % des Fondsvolumens stehen. Alle anderen Fonds sind großbritannien-frei. Zuletzt hatte der KanAm Grundinvest im August 2015 in London das Hauptquartier von Thomson-Reuters für 285 Mio. € verkauft und damit beim timing einiges Geschick bewiesen.

Bis Anfang letzter Woche ließ uns der Brexit deshalb einigermäßen kalt. Doch dann überschlugen sich die Ereignisse, ausgerechnet während eines kurzen Schottland-Urlaubs: Britische Offene Immobilien-Publikumsfonds wurden als Folge des Referendums mit massiven Rückgabewünschen konfrontiert, die ihre Liquiditätsreserven überstiegen. Am 4.7. setzte ein 2,9 Mrd. GBP schwerer Fonds der Versicherung Standard Life die Anteilscheinrücknahme vorübergehend aus. Am 5.7. folgten ein 1,8 Mrd. GBP schwerer Fonds von Aviva Investors und kurz darauf mit 4,7 Mrd. GBP ein echtes Fonds-Schergewicht von M&G Investments. Es folgte Aberdeen Asset Management, die bei einem 3,2 Mrd. GBP schweren Fonds die Anteilscheinrücknahmen aussetzten und zugleich die Verkehrswerte des Immobilienportfolios auf einen Schlag um 17 % zurechtstutzten.

Mark Carney, Gouverneur der Bank von England, warnte, der Gewerbeimmobilien-Markt könne ein Schlüsselrisiko für die britische Wirtschaft werden. Allerdings wies er zugleich darauf hin, daß Immobilien heute bei weiten nicht so exzessiv beliebt seien wie 2007/2008 und man die Situation deshalb, anders als damals, gut im Griff behalten könne.

Vergleiche zu 2007/2008 waren gleich in den ersten Kommentaren zu den britischen Fondsschließungen vom 4. und 5.7. aufgekommen: Schließlich waren es im Sommer 2007 zwei in die Schieflage geratene Immobilienfonds von Bear Stearns in den USA, die sich am Ende als Ausgangspunkt der schwersten Krise des Weltfinanzsystems der letzten Jahrzehnte erweisen sollten. Wir müssen uns also fragen: Sind diese Vergleiche zutreffend? Um es vorwegzunehmen: Die Antwort lautet "Nein", und zwar im wesentlichen aus folgenden Gründen:

1. Die Korrektur am heiß gelaufenen britischen Immobilienmarkt wäre ohnehin gekommen. Der Brexit war nur der äußere Anlaß für eine sowieso zu erwartenden gewesenen Entwicklung, die dadurch wahrscheinlich nur beschleunigt wurde.
2. Bei allem schuldigen Respekt, aber: "Wenn die USA husten, kriegt die Welt Schnupfen", sagt eine alte Börsenweisheit. Die USA spielen ökonomisch gesehen in der Bundesliga. Großbritannien dagegen ist im Vergleich dazu nur Bezirksliga.
3. Die Immobilien-Krise 2007/2008 spielte sich vor dem Hintergrund exzessiver Beleihungen ab. In vielen Fällen gaben die Banken, privat wie gewerblich, mit leichter Hand Kredite bis zur Höhe der zuvor in der Blasenbildung aufgeblähten Verkehrswerte. Das ist heute völlig anders: In ihrer Beleihungspolitik sind die Banken, aus Schaden klug geworden und von der Bankenaufsicht klar an die Kandare genommen, deutlich vorsichtiger geblieben und müssen deshalb nicht in Panik reagieren. Selbst viele Großtransaktionen am Gewerbeimmobilien-Markt werden heute aus Eigenkapital finanziert.
4. Die Zentralbanken haben ebenfalls dazugelernt. Von Mitte 2004 bis Mitte 2006 hatte die FED den Leitzins drastisch angehoben, von 1,00 % auf 5,25 %. Das war die Stecknadel, die den Luftballon zum Platzen brachte. Heute dagegen hat die FED offenbar schon nach ihrem ersten zaghaften Zinsschritt wieder den Leerlauf eingelegt. Auch die Zentralbanken haben gelernt, und werden jetzt wohl schon bei den ersten Anzeichen einer Zuspitzung in den "whatever-it-takes"-Modus schalten.
5. Nach den Zinsschritten der FED 2004/2006 standen Immobilienrenditen in Konkurrenz zu Festverzinslichen. Heute dagegen hat der Bund gerade seine erste 10-jährige Anleihe mit einem Kupon von 0 % begeben. Anleihen, jedenfalls vermeintlich risikoarme Staatsanleihen, bringen praktisch keine Rendite mehr. Aktien sind vielen zu unsicher und volatil. Immobilien sind die einzige verbliebene als einigermäßen sichere geltende Anlageklasse, bei der es überhaupt noch so etwas wie Rendite gibt. Die Immobilien-Renditen sind zwar in den letzten zwei Jahren ebenfalls sehr deutlich zurückgegangen (im Umkehrschluß: die Immobilienpreise haben sich kräftig erholt). Aber relativ gesehen zu Staatsanleihen war der Renditeabstand Anleihen versus Immobilien trotzdem noch nie auch nur annähernd so hoch wie heute.
6. Der Hunger nach halbwegs verlässlicher Rendite spiegelt sich in einer gewaltigen Welle anlagensuchenden Kapitals wider. Im Jahr 2007, das einige Kommentatoren vorschnell mit 2016 und London vergleichen, waren am europäischen Gewerbeimmobilien-Markt 250 Mrd. € anlagensuchend und es kam schließlich zu einem Transaktionsvolumen von 226 Mrd. €. Für 2016 rechnen die Experten, nach einem sehr verhaltenen 1. Halbjahr, trotzdem noch mit einem Transaktionsvolumen von 290-320 Mrd. €. Anlagensuchend sind aber in diesem Markt in diesem Jahr, aus den erwähnten Renditegründen, 700 Mrd. €. Mögliche Preisrückgänge am Immobilienmarkt wären nach unserer Einschätzung deshalb überschaubar und wohl nur vorübergehend, denn aus dem großen Nachfrageüberhang würden dadurch sofort anlagensuchende Investoren aus der Reserve gelockt werden.

Auch in London hat sich die Lage inzwischen schon wieder beruhigt: Am 14.7. wurde die Aussetzung der Anteilscheinrücknahme beim "Aberdeen UK Property Funds" vorzeitig wieder aufgehoben. Den Anlegern dieses Fonds bleibt also nach einer Schrecksekunde nur der 17 %ige Schnitt bei den Verkehrswerten. Das ist ein lokal auf Großbritannien begrenztes Phänomen und wird es auch bleiben.

Als Finanzhistoriker haben wir allerdings auch gelernt, daß üblicher Weise oft genau die Dinge einzutreten pflegen, die vorher jeder Experte für ausgeschlossen gehalten hatte bzw. die gar keiner überhaupt auf dem Ticket hatte. Also müssen wir uns trotz unserer anders lautenden Einschätzung die Frage stellen: Was ist, wenn die Skeptiker doch Recht behalten, die schon jetzt Parallelen zu 2007/2008 ziehen?

Dazu wieder ein Blick zurück in die Geschichte: Die beiden zitierten Bear-Stearns-Fonds brachen im Sommer 2007 zusammen. Bis Ende 2007 hielten sich die Märkte aber noch stabil auf dem erreichten Niveau. Erst Anfang 2008 begann alles zu kollabieren, und im Februar 2009 war dann der Boden erreicht.

Sollte also der Knall am Londoner Immobilienmarkt jetzt im Sommer 2016 mehr gewesen sein als nur ein Wetterleuchten, dann müssten wir ab Anfang 2017 mit deutlichen Marktkorrekturen rechnen. Bis dahin aber werden unsere Fonds auch ihre restlichen Immobilienbestände weitgehend abgestoßen haben: Der AXA Immoselect wahrscheinlich alles, der CS Euroreal und der KanAm grundinvest alles bis auf wenige Restobjekte; die größten Zweifel, ob er auch bei Eintritt dieses worst-case-Szenarios noch rechtzeitig die Kurve kriegen würde, haben wir derzeit beim SEB ImmoInvest. Die übrigen Fonds in unserem Portfolio besitzen bereits heute keine nennenswerten Immobilienbestände mehr, sondern "glänzen" mit Cash-Beständen, die z.T. sogar oberhalb ihres aktuellen Börsenwertes liegen.

Selbst wenn die Ereignisse im Sommer 2016 sich in der späteren Rückschau als der Anfang vom Ende erweisen sollten, kann man bei Betrachtung der denkbaren Zeitachse also erwarten: Selbst im schlimmsten anzunehmenden Fall wären wir mit unserer Anlagestrategie, gerade in dem Moment als die Zugbrücke anfang hochzugehen, noch sicher in die rettende Burg gehüpft. Daß das vom timing her dann immer noch wunderbar gepaßt haben würde, ist allerdings nicht unser Verdienst – wenn es tatsächlich so käme, dann wäre es in vieler Hinsicht auch einfach nur Glück gewesen.

12. Juli 2016
**KanAm grundinvest verkauft
Portfolio für 875 Mio. €**

Nun ist es offiziell: Unter dieser Überschrift steht die heutige Veröffentlichung auf der Internet-Seite des KanAm grundinvest. Es handelt sich tatsächlich um die fünf in der von uns gestern zitierten CoStar-Meldung genannten Objekte in Paris, Luxemburg und Rotterdam. Der Brutto-Kaufpreis (von dem noch die üblichen Transaktionskosten abzurechnen sind) liegt mit 875 Mio. € sogar noch etwas höher als gestern mit 850 Mio. € kolportiert. Zur Erinnerung: In den Büchern des KanAm grundinvest stehen die fünf Objekte mit einem Verkehrswert von lediglich 740,7 Mio. €. Der hier über den NAV hinaus erzielte Buchgewinn beträgt also 134 Mio. € (Verkauf 18 % über Buchwert!) bzw. brutto 1,87 € pro KanAm-grundinvest-Anteil.

Die notariellen Verträge sind geschlossen. Besitzübergang und Kaufpreisfälligkeit sind für September 2016 terminiert (für die drei Pariser Objekte besitzt die Stadt Paris das übliche gesetzliche Vorkaufsrecht). Angesichts der Bonität des Käufers haben wir an einer korrekten Vertragsabwicklung keine Zweifel: Amundi Real Estate ist mit einem verwalteten Anlagevermögen von 1.000 Mrd. € Europas größter Asset Manager und unter den Top 10 weltweit.

Darüber hinaus meldet KanAm, daß für weitere drei Immobilien (nach früheren Veröffentlichungen im Wert von rd. 350 Mio. €) die Kaufverträge bereits weitgehend ausgehandelt sind.

Man muß dem Fondsmanagement hier ohne Einschränkungen gratulieren: Das ist eine ganz grandiose Leistung. Sollte nicht auf den letzten Metern noch ganz Unvorhergesehenes passieren, kann man inzwischen wohl davon ausgehen, daß das Abwicklungsergebnis des KanAm grundinvest den aktuellen "Net Asset Value" noch übertreffen wird. Das ergäbe auf heutiger Kursbasis ein verbleibendes Wertaufholungspotential von am Ende noch einmal rd. 25 %.

11. Juli 2016
**KanAm –
Amundi-Paketverkauf
geglückt ?!**

Soeben fanden wir auf "National Commercial Real Estate News" (CoStar) folgende bereits am 05.07.2016 veröffentlichte Meldung:

"Amundi Real Estate has defied post-Brexit negative sentiment by completing an €850m acquisition of a prime pan-European office portfolio from German fund manager KanAm.

The deal, which was not binding until after the EU referendum, will come as a welcome injection of confidence to the commercial property market which has seen a number of high profile investment deals waver since 24 June.

Amundi has bought the 155,000 sq m (1.66m sq ft) portfolio, which comprises five core office properties in France, Netherlands and Luxembourg.

Three of the portfolio's properties are located in Paris, including the 46-storey Tour Egee in the La Defense region of Paris, 53 Quai D'Orsay on the bank of the Seine near the French parliament and the 21,466 sq m Le Stadium, which completed in 2003.

The other properties include Espace Petrusse – ArcelorMittal's 20,224 sq m Luxembourg headquarters – and the 17-storey PwC Tower in Rotterdam.

Bloomberg reported that the French real estate fund manager agreed exclusivity on the deal in May, but the final deadline for Amundi's binding offer was set for after the referendum."

Die damit erfolgte Bestätigung des Amundi-Deals würde erklären, warum der KanAm-Kurs nach einem technischen Rücksetzer nach der Ausschüttung Ende Juni (den wir noch einmal zu Nachkäufen genutzt hatten) schon seit ein paar Tagen kräftig nach oben geht.

In der letzten Vermögensaufstellung des KanAm grundinvest erscheinen die fünf Objekte mit einem addierten Verkehrswert von 740,7 Mio. €. Der Verkauf zu 850 Mio. € bedeutet einen Aufschlag von 15 % auf die Verkehrswerte. Unsere internen Verkaufspreis-Prognosen für diese fünf Objekte hatten bei lediglich 680 Mio. € gelegen. Besonders kritisch hatten wir dabei "Espace Petrusse" in Luxemburg gesehen: Der alleinige Mieter, der Stahlkonzern Arcelor-Mittal, hatte schon vor geraumer Zeit angekündigt, den Mietvertrag für seine bisherige Hauptverwaltung

(Ablauf: Frühjahr 2021) nicht verlängern zu wollen.

Mit dem Ausbau des KanAm grundinvest (überwiegend zu den Tiefstkursen von April/Mai dieses Jahres) zur stärksten Position unseres Portfolios hatten wir jetzt insbesondere beim timing ein recht glückliches Händchen.

Ein weiterer Kursanstieg um bis zu 10 % dürfte die Folge sein, sobald KanAm diese Meldung und den Preis offiziell bestätigt, und außerdem bekannt gibt, welche weiteren Objekte jetzt darüber hinaus verkauft werden konnten. Nach eigenem Bekunden auf der homepage hatte KanAm insgesamt ein Volumen von 1,2 Mrd. € (= wertmäßig 60 % des noch vorhandenen Immobilienbestandes) schlußverhandelt.

11. Juli 2016
**Volksbank BraWo –
erfolgreicher Neustart**

Vor gut einem Jahr hatten wir mit der Volksbank eG Braunschweig Wolfsburg eine Kreditlinie verhandelt. Nachdem alle Details bereits ausverhandelt waren und es nur noch um die formelle Genehmigung und Vertragsunterzeichnung ging, wurde das Projekt von der Volksbank ganz abrupt kommentarlos abgebrochen. Über die Gründe hatten wir an dieser Stelle am 11.06. berichtet: Genau mitten in den Genehmigungsprozeß hinein waren bezgl. unseres Wertpapierhandels Vorwürfe der BAFin geplatzt, die sich im Nachhinein als vollkommen gegenstandslos herausstellten.

Auch der Volksbank selbst war ihr eigenes Verhalten hinterher einigermaßen unangenehm. Nachdem wir einen von den Behörden ausgestellten "Persilschein" vorweisen konnten, hat die Bank deshalb die vor einem Jahr abgebrochenen Gespräche mit uns wieder aufgenommen.

Als Ergebnis konnten wir heute vormittag einen Kreditvertrag mit der Volksbank eG Braunschweig Wolfsburg unterzeichnen. Die (für uns im Vergleich zu den beiden anderen involvierten Instituten noch etwas günstigeren) Bedingungen sind exakt die, welche wir bereits vor einem Jahr fertig ausgehandelt hatten. Aus technischen Gründen liegt der Kreditrahmen anfänglich erst einmal bei 1 Mio. €. Eine Aufstockung auf 5 Mio. € ist auf Sicht von 6-8 Wochen in Aussicht genommen.

28. Juni 2016
**Brexit – wohin gehen die
Immobilienmärkte?**

Auch aus der Fußball-EM sind die Engländer raus nach der Niederlage gegen Island in einem sehr sehenswerten Spiel. Der Brexit nimmt also auf allen Gebieten langsam Gestalt an. Das ist nicht mehr als eine nüchterne Feststellung, keine Häme. England ist die mit weitem Abstand älteste Demokratie unter den großen Ländern in Europa. Dort vom Volk in demokratischer Abstimmung getroffene Entscheidungen zu kritisieren steht uns nicht zu, mögen wir sie noch so blöd finden.

Die Börsen knirschen, das Pfund Sterling fällt auf den niedrigsten Stand der letzten 30 Jahre. Nicht wenige malen das Gespenst einer globalen Rezession an die Wand. Was wir für maßlos übertrieben halten, genau so wie wir glauben, daß dem Thema Brexit augenblicklich eine schicksalschwere Bedeutung beigemessen wird, die ihm nie im Leben tatsächlich zukommt. Ein ordentlicher Vulkanausbruch auf Island oder ein kleiner Atomunfall in Japan hat, wie wir in den letzten Jahren lernen durften, genau so viel oder genau so wenig Auswirkungen auf die Weltwirtschaft wie der Brexit. Unschön, aber: Die Show geht weiter. Hand auf's Herz: Würde der europäische Durchschnittsbürger, also Sie oder ich, irgendwelche Beeinträchtigungen seiner Lebensqualität fühlen, nur weil das Wirtschaftswachstum mal 0,5 oder 1,0 % geringer ausfällt?

Doch unsere Medien brauchen Negativ-Schlagzeilen, jede Woche muß eine neue pickelverseuchte publizistische Sau durch's Dorf getrieben werden. Euro-Krise, Griechenland-Kollaps, ein bißchen Flüchtlingskrise, Trump als Präsidentschaftskandidat und jetzt der Brexit: Das Geschäft mit der Angst ist nun mal ganz wunderbar lukrativ. Deshalb kriegen wir von der Journaille die Welt jeden Tag viel negativer dargestellt als sie in Wirklichkeit ist, und die möglichen Auswirkungen aktueller Ereignisse werden oft maßlos übertrieben. Zwei Monate später ist es dann jeweils kein Thema mehr.

Aber zeitkritische Anmerkungen aus Wolfenbüttel scheren die Finanzmärkte nicht. Dort regieren seit Jahrhunderten genau zwei Strömungen: Die Gier und die Angst. Und nach dem Brexit wuchs die Angst ganz gewaltig. Märkte sind vor allem Psychologie. Vernunft und sachliche Argumente dagegen sind für die Erwartung künftiger Marktentwicklungen in solchen Zeiten eher kein verlässlicher Ratgeber.

Natürlich beschäftigt uns seit letzten Freitag eine Frage ganz gewaltig: Welche Auswirkungen könnte die fundamental veränderte Situation im europäischen Haus für die Gewerbeimmobilienmärkte insgesamt haben?

Der Nebel hat sich noch längst nicht gelichtet, deshalb heute einfach nur ein paar Gedankensplitter:

- a) Immobilien sind Sachwerte. Sachwerte bekommen gerade in Krisenzeiten eher Auftrieb.
- b) Durch die jüngsten Ereignisse ist die Wahrscheinlichkeit stark gestiegen, daß die Null- bzw. Negativzinsphase nun noch länger anhält. Das stützt die Immobilienmärkte. Zinswende? In diesem Jahrzehnt mit Sicherheit nicht mehr, hörte ich letzte Woche in Frankfurt unisono von mehr als einem halben Dutzend Finanzmarktfachleuten bei meinen Besuchen.
- c) Ganz entscheidend bleibt die Renditedifferenz. Auch wenn die Anfangsrenditen bei Immobilientransaktionen seit knapp zwei Jahren unter Druck sind (sprich im Umkehrschluß: die Immobilienpreise steigen), hat sich die absolute Renditedifferenz zwischen den Bondmärkten und den Immobilienmärkten in dieser Zeit immer noch mehr ausgeweitet.

Die Immobilienmärkte und ihre Akteure sind hier inzwischen in einem echten Dilemma. Dazu sagte auf einer Investment-Konferenz am 22.6.2016 in Hamburg Dr. Christoph Schumacher, Mitglied der Geschäftsführung der Union Investment Real Estate GmbH (Gruppe Volks- und Raiffeisenbanken), selbst einer der größten Akteure im Immobilienfonds-Geschäft: "Die Rendite-Differenz zwischen Bond- und Immobilienmärkten ist inzwischen auf historisch noch nie dagewesene 5 % angestiegen. Das setzt die Immobilien-Renditen tendenziell weiter unter Druck. Die meisten Sorgen mache ich mir dabei um meine Kollegen bei den Mischfonds-Managern: Sie wissen nicht mehr, woher sie noch Rendite bekommen sollen, und schielen auf die Immobilien-Renditen als reine Kennzahl. 5 % Mehrrendite gegenüber Bonds erscheinen ihnen höchst attraktiv. Aber Immobilien haben im Vergleich zu Anleihen eben auch ganz andere spezifische Risiken, die entsprechend bepreist sein

müssten. Davon verstehen die Mischfonds-Manager zwar überhaupt nichts, aber rufen bei mir ganz laut nach Produkten, mit denen sie an den relativ gesehen hohen Immobilien-Renditen durch indirekte Anlagen partizipieren können.“

Die weitgehende Abwesenheit von Rendite bei vielen ehemals klassischen Anlageformen sollte also, Brexit hin, Brexit her, die Gewerbeimmobilienmärkte wenigstens noch eine Weile stützen können. Ihre Bestätigung findet diese Annahme in einer Präsentation von Dr. Thomas Beyerle, Geschäftsführer der Catella Property Valuation Germany GmbH (Tochter des international führenden schwedischen Immobilien-Dienstleisters Catella). Auf der gleichen Veranstaltung letzten Mittwoch in Hamburg stellte er über einen Zeitraum von 10 Jahren die Transaktionsvolumina auf den europäischen Immobilienmärkten der Investoren-Nachfrage gegenüber:



European transaction volume vs. available capital

Die Größe "verfügbares Anlagekapital" wird dabei ziemlich präzise durch Umfragen unter allen in Frage kommenden institutionellen Investoren ermittelt, und hier spiegeln sich der aktuelle Anlagenotstand und die woanders fehlende Rendite direkt wider: Entsprechend vor der letzten Finanzkrise in 2007 die Größenordnung Transaktionsvolumen (226 Mrd. €) noch weitgehend dem anlagensuchenden Kapital (250 Mrd. €), so hat sich die Differenz mit Fortschreiten der Niedrigzinsphase immer mehr ausgeweitet: In 2016 erwartet man beim Transaktionsvolumen mit 290-320 Mrd. € einen noch nie dagewesenen Höchststand. Im Immobilienbereich anlagensuchend ist dieses Jahr aber mit 700 Mrd. € mehr als doppelt so viel wie der Markt hergibt.

Es wäre vielleicht ein zulässiger Schluß, zu sagen: Selbst wenn der Brexit einige Investoren zu größerer Abstinenz veranlasst, der Nachfrageüberhang ist so gewaltig, daß es den Immobilienmarkt nicht besonders beeinträchtigt wird.

Aber, wie gesagt: Das ist das sachliche Argument der Vernunft, das in solchen Zeiten vielleicht nur bedingt zählt. Märkte sind nicht Vernunft, sondern Psychologie. Wir werden deshalb die Entwicklung der Märkte und insbesondere auch offenkundige Auswirkungen auf die Transaktionsfreudigkeit weiter ganz besonders aufmerksam beobachten und nötigen Falls fix reagieren.

**27. Juni 2016
HypoVereinsbank verlängert
Kreditzusage**

Der Kreditvertrag mit der HypoVereinsbank (Kreditrahmen 6,9 Mio. €) lief bislang bis 31.12.2016. Bis 30.06.2016 sollte sich die Bank vereinbarungsgemäß erklären, ob sie die Zusage verlängern wird. Dies hat die Bank in einem letzte Woche geführten Gespräch gemacht und heute auch noch einmal schriftlich bestätigt. Demnach ist die Kreditzusage prolongiert bis 31.12.2019, läuft also ab heute noch weitere 3 1/2 Jahre. Auf unseren eigenen Wunsch hin wird innerhalb dieser Zeit, erstmals zum 01.01.2017, der Kreditrahmen sukzessive an die durch regelmäßige Kapitalrückzahlungen der Fonds permanent kleiner werdenden Geschäftsmöglichkeiten angepasst.

**23. Juni 2016
UBS (D) 3 Sector –
Kleinvieh macht auch Mist**

In der Abwicklung ist der UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe weit fortgeschritten. Nur noch fünf kleinere Objekte mit addierten Verkehrswerten von gerade noch 20 Mio. € sind im Bestand: Ein eher mittelmäßiges Bürogebäude in Budapest (Vw. 7,9 Mio.), das noch im III. Quartal abgehen sollte, sowie vier Logistik-Immobilien in Spanien, bei denen derzeit ein ungewöhnliches Katz-und-Maus-Spiel mit dem Insolvenzverwalter des bisherigen Mieters geboten wird.

Der Fonds hat im vergangenen Jahr relativ großzügig ausgeschüttet und sich damit weitgehend schon selbst "abgeschafft". Der gegenwärtige Börsenkurs liegt deshalb nur noch knapp über 1,30 €, wovon allein 1,20 € pro Anteil durch im Fonds vorhandene Liquidität unterlegt sind.

Gestern kündigte der UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe für den 29.06. eine erneut am oberen Ende der Erwartungen liegende Ausschüttung von 0,30 € pro Anteil an. Klingt nicht viel, aber: Bei aktuell 599.000 Stück im Bestand kommt für uns da trotzdem ein nettes Sümmchen zusammen.

**22. Juni 2016
KanAm grundinvest biegt auf
die Zielgerade ein**

Am Montag meldete der KanAm grundinvest, daß das aktuelle Verkaufsportfolio im Wert von 1,2 Mrd. € ausverhandelt ist und die Vertragsunterzeichnungen kurz bevor stehen. Das ist weit mehr als die Hälfte des aktuell noch mit 1,9 Mrd. € bewerteten Restportfolios.

Noch heute (also am 22.06.) schüttet der KanAm grundinvest 2,00 € pro Anteil aus. Für den Herbst 2016 kündigt er zugleich schon jetzt aus den oben erwähnten Verkäufen die "höchste Einzelausschüttung" an. Es ist (angesichts des bereits bekannten Verkaufsvolumens) keine besonders schwierige Rechenaufgabe, diese Ausschüttung mit +/- 15,00 € pro Anteil zu prognostizieren.

Vor diesem Hintergrund ging der Börsenkurs des KanAm grundinvest in den letzten Tagen sprunghaft nach oben. In Erwartung dieser Entwicklung hatten wir unseren Bestand bereits im April/Mai nahe der damaligen Tiefstkurse von 120.900 auf 182.400 Stück aufgestockt.

Colorandum causa: Sollten die jüngsten Verkäufe keine großen Abschläge auf die Verkehrswerte aufgewiesen haben (und es gibt keine Hinweise, daß dies der Fall sein könnte, notwendige Abwertungen wurden vielmehr KanAm-üblich bereits im Vorfeld geräuschlos erledigt), dann würde beim aktuellen Börsenkurs das Restportfolio mit Verkehrswerten von knapp 700 Mio. € mit einem Abschlag von über 63 % auf die Verkehrswerte bewertet werden. Da sehen wir also noch Luft für weiter steigende Kurse, denn selbst in den schlimmsten Zeiten waren bei den "big three" gut 30 % Abschlag das Äußerste der Gefühle. Damit hat der KanAm grundinvest ein weiteres Wertaufholungspotential von über 10 %, welches bis zur angekündigten Ausschüttung im Herbst nach unserer Einschätzung realisiert werden kann.

17. Juni 2016 Kapitalerhöhung 2016 II ist beliefert

Die im April 2016 erfolgte vorerst letzte Kapitalerhöhung um 400 auf aktuell 8.400 Aktien wurde jetzt durch Auslieferung der jungen Aktien abgeschlossen.

Diejenigen Aktionäre, die ihre Aktien in effektiven Stücken erhalten wollten, bekamen diese am 15.06.2016 bei uns abgehend per DHL-Paket zugesandt.

Für die Depotüberträge haben wir den Sammel-Auftrag heute dem abwickelnden Bankhaus Gebr. Martin in Göppingen erteilt. In gut einer Woche sollten Sie also die Eingangs-Gutschrift für Ihr Wertpapierdepot erhalten.

16. Juni 2016 Steuerpflichtig, steuerfrei – ist das alles Zauberei?

In unseren Publikationen hatten wir letztes Jahr darauf hingewiesen, daß die von uns gezahlten Dividenden unter bestimmten Umständen als steuerfreie Kapitalrückzahlung eingeordnet werden können.

In unserer Ankündigung der Dividende für 2015 von 60,00 Euro pro Aktie wiesen wir dann darauf hin, daß dieser Betrag in Gänze dem Kapitalertragsteuer-Abzug unterliegen wird.

Hierzu möchten wir Ihnen heute gern noch einige ergänzende Erläuterungen geben:

Erstens: Bei Betrachtung unserer Ergebnisse haben wir zu unterscheiden zwischen dem handelsrechtlichen, dem steuerlichen und dem wirtschaftlichen Ergebnis.

Das handelsrechtliche Ergebnis beinhaltet alle tatsächlich angefallenen Erträge und Aufwendungen des Geschäftsjahres. Kursdifferenzen gehen in das handelsrechtliche Ergebnis nur ein, sofern sie während des Geschäftsjahres durch (Teil)auflösung von Positionen tatsächlich realisiert wurden.

Das steuerliche Ergebnis wird vom handelsrechtlichen Ergebnis abgeleitet durch Herausrechnung aller Aufwands- und Ertragspositionen, die als steuerfrei zu behandeln sind. So erhalten wir z.B. von unseren Immobilienfonds regelmäßige Ertragsausschüttungen mit (insbesondere bei aus dem Ausland stammenden Erträgen) steuerfreien Anteilen. Dies führt in der Praxis dazu, daß das steuerliche Ergebnis in unserem Geschäft stets niedriger ist als das (für die Ausschüttungsfähigkeit maßgebliche) handelsrechtliche Ergebnis.

Beim wirtschaftlichen Ergebnis schließlich ergänzen wir die Betrachtung ausgehend vom handelsrechtlichen Ergebnis um die Komponente "noch nicht realisierte Kursdifferenzen". Diese Kursdifferenzen erscheinen handelsrechtlich erst bei Auflösung der Positionen in der Gewinn- und Verlustrechnung, also i.d.R. erst etliche Jahre später. Bei unserem Dividendenvorschlag beziehen wir diese Komponente aber zum Teil bereits mit ein, um Sie zeitnäher am wirtschaftlichen Erfolg zu beteiligen.

In der Praxis sieht das bei uns dann so aus:

Wir weisen (einschließlich Gewinnvortrag aus 2014) einen Bilanzgewinn von 774.112,00 Euro aus. Das ist der Betrag, den wir maximal an unsere Aktionäre als Dividende zahlen könnten.

Tatsächlich zahlen wir 60,00 Euro auf 4.375 bereits für 2015 gewinnberechtigte Aktien = 262.500,00 Euro.

Bei der steuerlichen Einordnung dieser Dividende ist der vom Finanzamt in einem komplizierten Verfahren ermittelte "ausschüttbare Gewinn" heranzuziehen. Kompliziert ist das Verfahren deshalb, weil es auf Jahresanfangswerte abstellt und deshalb einerseits die steuerlichen Ergebnisse eines Geschäftsjahres, andererseits tatsächlich gemachte Ausschüttungen erst mit ein- bis zweijähriger Verzögerung in diesen Wert einfließen.

Am Ende des Geschäftsjahres 2015 beträgt dieser steuerlich ermittelte "ausschüttbare Gewinn" 444.273,00 Euro. Dieser Betrag ist stets vorweg bei der steuerlichen Einordnung der Ausschüttung zu verwenden. Weil die Ausschüttung von 262.500,00 Euro noch unter diesem Betrag liegt, ist sie deshalb in voller Höhe dem Kapitalertragsteuerabzug zu unterwerfen.

Nur als theoretische Darstellung, um Ihnen die Wirkungsweise dieser Bestimmungen zu verdeutlichen: Würden wir (was maximal zulässig wäre) den gesamten handelsrechtlich vorhandenen Bilanzgewinn von 774.112,00 Euro ausschütten, dann würde der den steuerlichen "ausschüttbaren Gewinn" von 444.273,00 übersteigende Betrag als steuerfreie Eigenkapitalrückzahlung zu behandeln sein.

Um die Verwirrung komplett zu machen: Die in 2016 für 2015 vorzunehmende Ausschüttung wirkt sich auf die Höhe des steuerlich ermittelten "ausschüttbaren Gewinns" erst im Jahr 2018 aus. Denn für die steuerliche Beurteilung einer in 2017 zu zahlenden Dividende für 2016 haben

wir auf die Verhältnisse am 01.01.2016 abzustellen – und die den steuerlichen “ausschüttbaren Gewinn” dann irgendwann am Ende doch mindernde Dividendenzahlung für 2015 erfolgte ja erst nach dem Stichtag 01.01.2016. Auf deutsch: Die für 2015 gezahlte Dividende verbraucht den steuerlich “ausschüttbaren Gewinn” tatsächlich erst zu einem Zeitpunkt, wo wir die korrekte steuerliche Behandlung der für 2017 möglicher Weise zu zahlenden Dividende festzustellen haben, also erst irgendwann im Jahr 2018.

Alles klar? Trösten Sie sich – wir haben auch mehrere Wochen gebraucht, um das zu verstehen.

Die praktische Auswirkung ist also folgende: Wegen des langen zeitlichen Vorlaufs wissen wir bereits heute, daß der “ausschüttbare Gewinn”, der für die 2017 mögliche 2016er Dividende maßgeblich sein wird, dann 439.274,00 Euro betragen wird. Bei aktuell 8.400 gewinnberechtigten Aktien wären das 52,29 Euro pro Aktie. Erst ein möglicher Weise darüber liegender Anteil der Dividende wäre sodann als steuerfreie Eigenkapitalrückzahlung zu behandeln.

Ganz verrückt wird es dann 2018 bei einer eventuellen Dividendenzahlung für 2017: Wenn durch die Ausschüttung für 2016 der steuerliche “ausschüttbare Gewinn” aufgebraucht würde, dann wäre die Dividende für 2017 in vollem Umfang als steuerfreie Eigenkapitalrückzahlung zu behandeln, auch wenn wir bis dahin richtig klotzig verdient haben sollten . . .

Jetzt alles klar? Wenn nicht: Gönnen Sie sich heute Abend ein Gläschen Rotwein. Man kann sich das deutsche Steuerrecht auch einfach schön trinken . . .

15. Juni 2016 EU-Marktmißbrauchs- verordnung

Am 03.07.2016 treten die Vorschriften der Marktmißbrauchsverordnung der Europäischen Union in Kraft. Sie ersetzt bisherige einzelstaatliche Gesetze (wie z.B. in Deutschland das Wertpapierhandelsgesetz WpHG) und wird in allen EU-Mitgliedsstaaten direkt geltendes Recht.

Bis jetzt blieb z.B. in Deutschland der börsliche Handel im Freiverkehr von überbordenden Bürokratien des Kapitalmarktrechts verschont. Eigentlich auch völlig zu Recht, denn Klein- und Kleinstkapitalgesellschaften spielen in einer Liga, die die organisierten Finanzmärkte und ihre professionellen Akteure nicht im geringsten interessiert. Es ist dem Finanzhistoriker auch nicht bekannt, daß in der Geschichte der Finanzmärkte jemals eine Gesellschaft von unserer vernachlässigten Größenordnung Auslöser einer Finanzkrise gewesen wäre.

Aber der Gesetzgeber hätte es gern besonders gründlich. Die Vorschriften der Marktmißbrauchsverordnung gelten deshalb künftig auch für Aktiengesellschaften, deren “Finanzinstrumente” (sprich: Aktien) auf Initiative des Emittenten im deutschen Freiverkehr gehandelt werden.

Damit besteht künftig auch bei Freiverkehrswerten unabhängig von ihrer Größe die Pflicht

- den Vorschriften zur Ad-Hoc-Publizität zu genügen
- “Directors Dealings” zu publizieren, und zwar auch jedes einzelne Klein- und Kleinstgeschäft
- Insiderverzeichnisse zu führen, in denen Informationsflüsse mit Datum und Uhrzeit aufzuzeichnen sind, diese der zuständigen Behörde jederzeit vorzulegen und fünf Jahre aufzubewahren.

Mit diesen neuen Regelungen hat sich der Aufsichtsrat der CS Realwerte AG in seiner Sitzung am 06.06.2016 befaßt und dem Vorstand aufzugeben, sich in vertiefter Form weiter sachkundig zu machen, welche konkreten Auswirkungen die veränderte und verschärfte Rechtslage für die CS Realwerte AG im Falle einer möglichen Freiverkehrsnotiz hätte und welche Risiken sich für die Gesellschaft ggf. ergäben.

Dies vor allem vor dem Hintergrund, daß die EU den Mitgliedsstaaten für Sanktionen im Fall von beabsichtigten oder auch unbeabsichtigten Verstößen folgende Mindestvorgaben gemacht hat:

- bis zu EUR 6,0 Mio. Geldbuße für Verstöße gegen die Insiderverbote und das Verbot der Marktmanipulation (wie leicht ein ahnungsloser Marktteilnehmer in diese Falle tappen kann, bitten wir dem hier veröffentlichten Beitrag vom 11.06.2016 zu entnehmen)
- bis zu EUR 1,0 Mio. Geldbuße bei Verletzung der Ad-Hoc-Publizitätspflicht
- bis zu EUR 0,5 Mio. Geldbuße bei Fehlern beim Führen von Insiderlisten und Meldung von Directors’ Dealings
- zusätzlich können und müssen vorsätzliche und nicht ganz unerhebliche Verstöße mit Freiheitsstrafe bis zu wenigstens vier Jahren geahndet werden.

Im Falle großer und relevanter Gesellschaften (Stichwort: VW) mögen solche Vorschriften ihre Berechtigung haben. Bei Klein- und Kleinstkapitalgesellschaften, die jahrzehntelang keinen unbedeutenden Beitrag zur Individualität unseres Gemeinwesens und zur Aktionärsdemokratie geleistet haben, wird mit dieser Überregulierung aber das Kind mit dem Bade ausgeschüttet. Eine Aktien-Gesellschaft wie die unsrige wird schon aus Kosten- und organisatorischen Gründen nur schwer zur minutiösen und wortgetreuen Beachtung aller Vorschriften in der Lage sein, selbst wenn sie allen guten Willen dazu hätte.

Wir bitten vor diesem Hintergrund unsere Aktionäre um Verständnis, daß eine Entscheidung über eine mögliche Einbeziehung der Aktien der CS Realwerte AG in den Handel im Freiverkehr einer Börse erst in der zweiten Jahreshälfte nach genauerer und intensiver Beschäftigung mit der veränderten Rechtslage fallen kann.

14. Juni 2016
**CS Euroreal:
Portugal im Schaufenster**

Nach einem gestrigen Bericht in PropertyEU hat Credit Suisse Asset Management die Maklerfirma Cushman & Wakefield mit dem Verkauf der beiden CS-Euroreal-Objekte in Lissabon beauftragt. Der Bieter-Auswahlprozess soll weitgehend abgeschlossen sein.

Für das Art's Building und den nahegelegenen Torre Fernao Magalhaes im "Parque das Nacoes" wird angabegemäß ein Preis von ca. 100 Mio. € aufgerufen. In der Vermögensaufstellung des CS Euroreal figurieren beide Objekte derzeit mit einem addierten Verkehrswert von 88,9 Mio. € (= 4,7 % des Immobilienbestandes).

12. Juni 2016
Quo vadis, Immobilienfonds?

Das 1. Halbjahr 2016 nähert sich bereits wieder seinem Ende. Und der Betrachter reibt sich verwundert die Augen: Mal abgesehen von einem sehr schönen Verkauf fast seines gesamten Holland-Portfolios durch den CS Euroreal ist in der ersten Jahreshälfte 2016 verkaufsseitig so gut wie nichts passiert. Wie kann das sein? Bei den "big three" sollte der KanAm grundinvest doch bis 12/2016 abgewickelt sein, und der CS Euroreal sowie der SEB ImmoInvest bis 4/2017 ...

Das monatelange Ausbleiben guter Nachrichten ist natürlich schlecht für die Kurse. In diesem Fall wurde die Entwicklung unnötiger Weise auch noch dramatisch verstärkt durch wirtschaftlich ganz widersinnige (außer)börsliche Verkäufe von Zielfonds-Anteilen durch einen größeren Dachfonds.

Unsere ursprüngliche Strategie, Bestände aufzubauen und dann einfach auf einen permanenten Fluß von Verkaufsnachrichten zu warten ("buy and hold") mussten wir revidieren und auf die veränderte Situation mit einer deutlich vergrößerten Flexibilität und Wendigkeit reagieren. Das ist uns auch recht gut gelungen: Die in der veränderten Lage sich zusätzlich eröffnenden Chancen haben wir konsequent nutzen können.

Unter den "big three" fiel in dieser Situation der CS Euroreal von ausschüttungsbereinigt knapp 19 Euro in der ersten Februar-Hälfte auf unter 17 Euro und erholte sich dann vor allem nach Meldung des unerwartet vorteilhaften Holland-Verkaufs wieder bis aktuell 18,70 Euro.

Der KanAm grundinvest, der Anfang des Jahres noch knapp 25 notierte, wurde von Februar bis Ende April auf 22,66 Euro zusammengeprügelt. Im Mai meldete Bloomberg den bevorstehenden Verkauf eines 850-Mio.-Euro-Portfolios an den französischen Immobilien-Giganten Amundi. Innerhalb weniger Tage zog der Kurs daraufhin wieder bis auf in der Spitze deutlich über 24 Euro an.

Sowohl beim CS Euroreal wie auch beim KanAm grundinvest hatten wir die zwischenzeitlich gedrückten Kurse durch Portfolio-Umschichtungen zur Verbilligung unserer Estandskurse genutzt. In beiden Fällen liegen unsere durchschnittlichen Estandskurse inzwischen unter den aktuell wieder erholten Börsenkursen.

"Nachzügler" in dieser Beziehung ist der SEB ImmoInvest. Dessen Kurs wurde Anfang Februar von ausschüttungsbereinigt 20,76 Euro auf knapp über 18 Euro komprimiert, erlebte dann eine Zwischenerholung mit mehrwöchig bei 18,70/18,80 stabilen Kursen. Im Mai wurde er in einer zweiten, bei anderen Fonds so nicht beobachteten "Angriffswelle" noch einmal bis auf 17,05 Euro zusammengeschossen. Wir hatten unsere Bestände in die Zwischenerholung hinein deutlich abgebaut und sie erst vor wenigen Tagen ziemlich auf dem Tiefpunkt des zweiten Einbruchs wieder aufgestockt. Unserem Ziel, auch hier den durchschnittlichen Estandskurs auf Sicht unter den aktuellen Börsenkurs zu bringen, sind wir damit zumindest näher gekommen. Die Kursentwicklung am 10.6. legt im übrigen den Schluß nahe, daß jetzt – zeitversetzt, aber sonst genau so wie beim CS und beim KanAm – eine deutliche Erholung in Gang kommt.

Wir sind heute recht ordentlich positioniert für eine starke Dynamisierung der Entwicklung, die wir in den kommenden 4-6 Wochen erwarten. Getragen werden wird diese Entwicklung einerseits von Nachrichten von der Verkaufsfrent: Neben dem von Bloomberg schon kolportierten großen Portfolio-Verkauf des KanAm grundinvest erwarten wir auch beim SEB ImmoInvest in den nächsten paar Wochen einen größeren Portfolio-Verkauf. Aber auch der AXA Immoselect scheint bei einigen Verkäufen weit fortgeschritten zu sein, wenngleich es hier wohl eher nach dem Motto geht "Alles muß raus". Das läßt bei den Preisen zweistellige Verkehrswertabschläge erwarten. Doch das ist im aktuellen Börsenkurs mit einem Bewertungsabschlag von 56 % längst eingepreist.

Aus den Fonds hören wir im übrigen, man lege wegen beständig weiter steigender Immobilienpreise bei den Verkäufen auch bewußt gar keine Eile an den Tag.

Neben diesen wahrscheinlichen Verkaufsmeldungen nährt noch ein weiterer Faktor unsere Erwartungen: Abgesehen vom SEB ImmoPortfolio Target Return und vom DEGI International (schütten im August bzw. Oktober aus) stehen bei allen anderen Fonds im Juni/Juli Ausschüttungen bevor. Bereits bekannt sind 2,50 Euro am 15.6. beim TMW Immobilien Weltfonds sowie beim CS Euroreal mit dem 26.7. der Termin. Erfahrungsgemäß steigen nach Ausschüttungsankündigungen die Kurse eher an.

Nachdem die ersten Monate des laufenden Jahres also eher langweilig waren, könnte es jetzt im Juni/Juli richtig zur Sache gehen. Auf unserer Hauptversammlung am 26.08. werden wir Ihnen auf jeden Fall berichten können, ob wir mit unseren Erwartungen und den daraufhin vorgenommenen Positionierungen richtig gelegen haben.

11. Juni 2016
**Gefährdet Wolfenbüttel die
Finanzmarktstabilität?**

Im Zwischenbericht zum 1. Halbjahr 2015 hatten wir vor knapp einem Jahr berichtet, daß wir in aussichtsreichen Verhandlungen mit der Volksbank eG Braunschweig Wolfsburg gestanden hatten wegen der Finanzierung der CS Realwerte AG. Der Kreditvertrag war bereits in allen Details ausgehandelt, doch plötzlich und ohne jede Erklärung zog sich die Volksbank aus dem Projekt zurück. Wir waren ratlos.

Inzwischen wissen wir, warum: Die Ursache liegt in der Übertragung der damals noch von der Aktien-Gesellschaft für Historische Wertpapiere direkt gehaltenen Immobilien-Fondsanteile an ihre neue Tochtergesellschaft CS Realwerte AG, in der die Sparte OIF verselbständigt worden war. Um den Vorgang so transparent wie möglich zu gestalten, hatten wir in gutem Glauben die Anteile zu den aktuell gestellten marktkon-

formen Kursen über die Börse von der einen an die andere Firma verkauft.

Das aber rief die BAFin auf den Plan: Eine enge und so vom Gesetzgeber gewiß nicht gewollte Auslegung der Vorschriften durch den zuständigen Sachbearbeiter sah in diesem Vorgehen eine Marktmanipulation. Zwar war durch unsere internen Verkäufe zu marktüblichen Preisen von der einen an die andere Firma niemand zu irgendeinem Schaden gekommen, und kein Außenstehender auch nur mit einem einzigen Euro involviert, und es hat die Finanzwelt ganz bestimmt auch nicht im geringsten gekratzt, aber die BAFin argumentierte: Durch diese in bestem Glauben gemachten Transaktionen wurden an der Börse Umsätze gezeigt, die es so sonst nicht gegeben hätte. Und das sendete ja ein falsches Signal an die Märkte bezüglich Liquidität und Handelbarkeit der betreffenden Werte. Also Marktmanipulation.

Nachdem alle großen Probleme vergangener Finanzkrisen scheinbar restlos abgearbeitet sind und die Finanzmarktüberwacher deshalb anderweitig nichts Sinnvolles mehr zu tun haben, richtete sich deren Augenmerk deshalb auf einen unbescholtenen Einwohner des niedersächsischen Landkreises Wolfenbüttel.

Die geballte Staatsmacht setzte sich in Bewegung: Die Handelsüberwachungsstellen der Börsen Düsseldorf, Hamburg, Stuttgart und Berlin übermittelten ihre Erkenntnisse an die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, diese ließ sich von sämtlichen mit uns zusammenarbeitenden Banken sämtliche Transaktionsdaten des Jahres 2014 zu allen Depots geben, die auch nur halbwegs mit einem Herrn Benecke in Verbindung gebracht werden konnten und verfaßte dann einen rund 100-seitigen von unhaltbaren Verdächtigungen und Verleumdungen nur so strotzenden Bericht für die Staatsanwaltschaft Berlin.

Darüber erschrak sich die Volksbank eG Braunschweig Wolfsburg so sehr, daß sie die laufenden und auf der Zielgerade befindlichen Kreditverhandlungen kommentarlos abbrach. Warum, sagte sie uns damals nicht, denn sie war von der BAFin zu absolutem Stillschweigen vergattert worden.

Die Staatsanwaltschaft Berlin setzte nun das Landeskriminalamt Berlin in Marsch, und das LKA bediente sich, wie amtsüblich, der Mithilfe der örtlichen Polizeidienststelle, in diesem Fall der Polizeiinspektion Salzgitter-Peine-Wolfenbüttel. Dort wurde besagter Benecke also im Januar 2016 vorgeladen und durfte seine Sicht der Dinge schildern. Und ahnte jetzt auch endlich, warum sich die Banken in den Monaten zuvor teilweise komisch benommen hatten.

Es war in diesem Moment wenig tröstlich, von einem freundlichen und lebensklugen Kommissar in Salzgitter zu erfahren, daß er bei Lektüre der Ermittlungsakten mehrfach kräftig gähnen musste und eigentlich auch nicht richtig verstünde, was der Herr Benecke denn Schlimmes angestellt haben sollte und warum hier überhaupt so ein Aufriß veranstaltet würde.

Schließlich kam es dann, wie es nicht anders kommen konnte: Nachdem sich keinerlei schuldhaftes Verhalten nachweisen ließ, wurde das Ermittlungsverfahren von der Staatsanwaltschaft Berlin am 25.04.2016 endgültig eingestellt. Der Schaden durch die gedankenlosen Trampel der BAFin allerdings war längst angerichtet, und wenn wir nicht Gott sei Dank Alternativen gefunden hätten, hätte es auch noch schlimmer kommen können. Und all das geschah ohne jeden wirklichen Grund, sondern nur, weil ein übereifriger und schießwütiger BAFin-Mitarbeiter offenbar Langeweile hatte und sich deshalb monatelang mit solchem für die Finanzmarktstabilität nun wirklich belanglosem Schwachsinn beschäftigte.

Unsere schon bisher nicht schmeichelhaften Erkenntnisse über Effizienz, Sinnhaftigkeit und intellektuelle Fähigkeiten der BAFin haben in den letzten Monaten wesentliche Ergänzungen erfahren. Für uns als Finanzhistoriker stand sowieso schon immer fest: Egal, wie viel regulatorische Energie man vorher investiert, die nächste Finanzkrise kommt trotzdem genau so sicher wie das Amen in der Kirche. Neu ist die Erkenntnis, daß die nächste Krise nicht trotz, sondern wegen der segensreichen Aktivitäten der BAFin passieren könnte, die offenkundig durchaus befähigt ist, in ihrer grenzenlosen Engstirnigkeit und Dummheit alles noch zu verschlimmbösern.

Aber, Ende gut – alles gut: Seit letzter Woche redet die Volksbank wieder mit uns.

**7. Juni 2016
Jahresabschluß 2015
vom AR gebilligt**

Der von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PKF Fasselt Schlage erstellte Jahresabschluß 2015 der CS Realwerte AG ist vom Aufsichtsrat in seiner gestrigen Sitzung gebilligt worden und damit festgestellt.

Der Hauptversammlung am 26.08.2016 wird aus dem Bilanzgewinn von 774.112,00 € die Zahlung einer Dividende von 60,00 € je für 2015 gewinnanteilsberechtigter Stückaktie vorgeschlagen (gewinnanteilsberechtigten sind 4.375 Aktien = Dividendensumme 262.500,00 €). Der restliche Bilanzgewinn von 511.612,00 € soll auf neue Rechnung vorgetragen werden.

Ferner soll die HV über die Schaffung eines neuen genehmigten Kapitals i.H.v. 537.600,00 € (= 50 % des aktuellen gezeichneten Kapitals) beschließen. Dies ist ein reiner Vorratsbeschluß, um in jeder Situation nötigenfalls schnell und flexibel handeln zu können. Konkrete Pläne für weitere Kapitalmaßnahmen haben wir derzeit nicht.

**6. Juni 2016
Überraschung: Commerzbank
kauft PMIA-Anteile zurück!**

Eine faustdicke Überraschung für Anteilscheininhaber des Immobilien-Dachfonds "Premium Management Immobilien Anlagen": Ab 13.06.2016 gilt ein zeitlich unbefristetes Erwerbsangebot der Commerzbank. Die Bank erklärt sich bereit, alle ihr angebotenen Anteile zum jeweiligen Netto-Inventarwert zurückzukaufen. Der NAV liegt aktuell bei 8,54 € pro Anteil, in unserer letzten Vermögensaufstellung per 31.05.2016 betrug der Börsenkurs 6,05 €. Wir haben allerdings nicht die leiseste Vorstellung, was die Commerzbank zu diesem großzügigen Angebot bewegt haben könnte.

29. Mai 2016
**AXA Immoselect verkauft
in Spanien**

Am 27.05.2016 meldet der AXA Immoselect den Verkauf seines Objektes in Madrid (Manoteras Leisure Centre) für einen Preis von ca. 1,3 Mio EUR unterhalb des zuletzt mit 30,04 Mio. EUR festgestellten Verkehrswertes. Unsere interne Verkaufspreiserwartung hatte bei 30,0 Mio. EUR gelegen. Das Objekt repräsentierte rd. 1/7 des letzten Verkehrswertvolumens (232,8 Mio. EUR) der sechs verbliebenen Objekte.

Die im Fonds vorhandene Liquidität steigt damit auf 2,84 EUR pro Anteilschein. Die turnusgemäß ohnehin im Juli 2016 anstehende nächste Ausschüttung könnte also mit ca. 1,00 EUR zu erwarten sein.

Die verbleibenden fünf Immobilien werden beim aktuellen Börsenkurs (4,79 EUR) an der Börse nur mit 1,83 EUR pro Anteilschein bewertet (Verkehrswert: 4,21 EUR pro Anteilschein). Damit beläuft sich der im Börsenkurs ausgedrückte Abschlag auf die Verkehrswerte jetzt auf 56 %.

Eines der Restobjekte (Niederlande/Amersfoort mit 45,1 Mio. EUR Verkehrswert) halten wir für sehr problematisch, die anderen vier sollten aber einigermaßen verkäuflich sein. Hervorzuheben ist hier vor allem das zu 99 % vermietete 39.000-qm-Einkaufszentrum im italienischen Antegnate (60 km östlich von Mailand und 30 km südlich von Bergamo sowie dem Iseosee) mit einem aktuellen Verkehrswert von (nur noch) 79,5 Mio. EUR. Es war für den Fonds 2009 für mehr als 150 Mio. EUR erworben worden. Sollte hier ein Verkauf zu einem Preis leicht oberhalb des aktuellen Verkehrswertes gelingen (worauf ähnliche Transaktionen abwickelnder Fonds in den letzten Monaten hindeuten), dann bekäme man die übrigen vier Immobilien mit Verkehrswerten von addiert 123 Mio. EUR (= 2,55 EUR pro Anteilschein) auf der heutigen Kursbasis praktisch geschenkt.

Vor diesem Hintergrund halten wir den AXA Immoselect, der vor wenigen Tagen noch zu vollkommen unverständlichen Tiefstkursen notierte, aktuell für ein chancenreiches Investment. Wir haben unsere Bestände noch in der Nähe der Tiefstkurse deutlich ausgebaut.

24. Mai 2016
**Jahresabschluß 2015 /
Dividendenzahlung**

Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PKF Fasselt Schläge hat den Jahresabschluß der CS Realwerte AG für 2015 inzwischen erstellt. Die Feststellung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat ist für den 06.06.2016 vorgesehen, d.h. die Abschlußzahlen sind im Moment noch als unter diesem Feststellungsvorbehalt vorläufig anzusehen.

Die wesentlichen Bilanzpositionen haben sich zum 31.12.2015 wie folgt entwickelt (in Klammern: Wert zum 31.12.2014):

Wertpapiere des Anlagevermögens 13,83 Mio. (3,12 Mio.)

Eigenkapital 4,94 Mio. (1,02 Mio.)

Bankverbindlichkeiten 8,90 Mio. (2,07 Mio.)

Bilanzsumme 13,89 Mio. (3,14 Mio.)

Die starke Expansion im Berichtsjahr zog in größerem Umfang Aufwendungen nach sich, die in Höhe von 156 T€ ganz oder teilweise Einmalcharakter haben, insbesondere Aufwand für Aktionärsinformation (25 T€), Börsentransaktions-Aufwendungen für den Portfolio-Aufbau (82 T€), Kreditbearbeitungsgebühren (24 T€) und Aufwand für Platzierung und Girosammelverwahrung (25 T€). Trotz dieser nicht unbeträchtlichen Aufwendungen mit überwiegend Einmalcharakter erzielten wir in 2015 ein mit 7 T€ handelsrechtlich positives Ergebnis. Einschließlich des Gewinnvortrages weisen wir per 31.12.2015 einen Bilanzgewinn in Höhe von 774 T€ aus.

Für die Gesamtbeurteilung des wirtschaftlichen Erfolgs des Berichtsjahres kommt zum Jahresüberschuß hinzu das handelsrechtlich bis zur Realisierung zunächst unbeachtliche Bewertungsergebnis (positiver Unterschied zwischen Zeitwert des Wertpapierbestandes und bilanzierten Anschaffungspreisen) per 31.12.2015 von 436 T€.

Unserer Hauptversammlung am 26.08.2016 beabsichtigen wir die Zahlung einer Dividende von 60,00 € je für 2015 gewinnanteilsberechtigter Aktie vorzuschlagen. Bereits für 2015 dividendenberechtigt sind 4.375 Aktien, d.h. die Ausschüttungssumme liegt bei 262,5 T€.

Die Dividende soll ausgezahlt werden in der Woche nach der Hauptversammlung gegen Vorlage von Gewinnanteilschein Nr. 1 unter Abzug von 25 % Kapitalertragsteuer sowie 4,5 % Solidaritätszuschlag auf die Kapitalertragsteuer. Aktionäre, deren Aktien sich in Depotverwahrung befinden, erhalten die Dividende von ihrem depotführenden Kreditinstitut automatisch gutgeschrieben.

20. Mai 2016
**Auswirkungen der Verkäufe
durch Dachfonds**

Vor gut einem Monat haben wir an dieser Stelle mitgeteilt, daß uns bekannt geworden war, daß einzelne Dachfonds (vor allem der "Santander Vermögensverwaltungsfonds Kapitalprotekt") ihre Bestände der Zielfonds durch (außer)börsliche Abgaben "an einem Zweitmarkt" reduzierten. Diese Verkaufsoperationen übten auf die Börsenkurse der betroffenen Zielfonds zwischenzeitlich erheblichen Druck aus.

Die grundsätzliche Kritik an diesem Vorgehen soll an dieser Stelle nicht erneut vertieft werden. Solche Verkäufe sind und bleiben jedenfalls im Auflösungsprozeß der Dachfonds bezüglich des vom Gesetz geforderten "bestmöglichen Ergebnisses" die allerdümmste Idee, auf die die Dachfonds-Manager und eine offensichtlich inkompetente BaFin nur kommen konnten.

Wie wir am 16.04.2016 sofort nach Kenntnis dieser Vorgänge berichteten, haben wir auf diese neue Situation, mit der nun wirklich kein verständiger Mensch rechnen konnte, unverzüglich reagiert. Einerseits waren selektiv Bestände und damit einhergehend Kreditinanspruchnahmen zu reduzieren, um angesichts der zeitweise deutlich gesunkenen Börsenkurse dem Risiko einer Erosion unserer Beilegungswerte zu begegnen. Andererseits boten die wochenlang abbröckelnden Börsenkurse günstige Nachkaufmöglichkeiten, mit denen wir ebenfalls niemals hatten rechnen können.

Unsere ursprüngliche Strategie war, in Einklang mit unseren Kapitalzuflüssen Bestände einfach nur aufzubauen und dann in Ruhe die Abwicklungsergebnisse abzuwarten ("buy and hold"). Diese Strategie hatten wir Mitte April im Lichte der neuen Erkenntnisse an die veränderten Gegebenheiten anzupassen. Aktuell war und ist es unsere Hauptaufgabe, unsere durchschnittlichen Einstandskurse herunterzuschleusen durch geschicktes Ausnutzen der größeren Schwankungsbreiten der Börsenkurse und der Zeitunterschiede beim Ablauf des Kursentwicklungs-Grundmusters der betroffenen Einzelfonds (mehrwöchig bröckelnde Kurse, schließlich letzter finaler Einbruch, anschließend relativ zügige Kursrerholung). Über die rein charttechnischen timing-Fragen hinaus sind in unsere Entscheidungsprozesse dynamisch einzuweben das an der Börse zum jeweiligen Zeitpunkt überhaupt nur verfügbare Umsatzvolumen sowie unsere Erwartungen und Erkenntnisse zu Wahrscheinlichkeiten und Zeitpunkten kursbeeinflussender (Verkaufs-)meldungen der Einzelfonds.

Dieses vorübergehend notwendig gewordene Feintuning bei der Steuerung unserer Bestände erfordert ein Mehrfaches des ursprünglich vorgesehenen Einsatzes an Gehirnsmalz, Zeit, Marktbeobachtung und Handelsaktivität. Es kann zudem (auch durch bewußte Realisierung von Kursverlusten) vorübergehend die Ertragssituation beeinträchtigen. Langfristig sind die Auswirkungen für die CS Realwerte AG allerdings positiv: An den Erwartungen bezüglich der Höhe der Abwicklungserlöse ändert sich ja durch schwankende oder sinkende Börsenkurse der Einzelfonds überhaupt nichts, so lange die internationalen Gewerbeimmobilien-Märkte intakt bleiben. Wenn es uns jetzt gelingt, die gegenwärtigen Verwerfungen zu einer Verbilligung unserer Einstandskurse zu nutzen, dann wird die Differenz zwischen Einstand und (unverändert erwartetem) endgültigen Abwicklungsergebnis größer, wir verdienen also am Ende mehr.

Am Beispiel der vier hauptsächlich betroffenen Einzelfonds möchten wir Ihnen die Auswirkungen der neuen Situation und der von uns daraufhin getroffenen Dispositionen darstellen:

AXA Immoselect

Kurs am 30.12.2015: 5,05 €

zwischenzeitlicher Höchstkurs am 05.01.2016: 5,22 €

zwischenzeitlicher Tiefstkurs am 14.04.2016: 4,59 € (minus 12,1 % gegen Höchstkurs)

Kurs am 20.05.2016: 4,66 €

Nettoinventarwert lt. Fondsgesellschaft am 20.05.2016: 7,23 €

unsere Prognose des schlußendlichen Abwicklungserlöses: 6,61 €

unser Einstandskurs am 30.12.2015: 4,54 € für 267.000 Stück

unser Einstandskurs am 20.05.2016: 4,70 € für 457.000 Stück

Wertaufholungspotential zwischen aktuellem Einstand und unserer Prognose: 40,6 %

Beim AXA Immoselect kommen uns die niedrigen Einstiegskurse der Anfangspositionen aus dem letzten Jahr immer noch zu Gute. Der aktuelle Kurs, obwohl fast auf Tiefststand, liegt um lediglich 0,9 % unter unserem durchschnittlichen Einstandskurs. In den nächsten Wochen erwartete Verkaufsmeldungen für mindestens zwei der sechs noch verbliebenen Objekte sollten uns hier demnächst deutlich in's Plus bringen.

CS Euroreal

Kurs am 30.12.2015: 18,20 € (bereinigt um 1,80 € Ausschüttung in 1/16)

zwischenzeitlicher Höchstkurs am 13.01.2016: 18,90 € (ausschüttungsbereinigt)

zwischenzeitlicher Tiefstkurs am 09.02.2016: 16,92 € (minus 10,5 % gegen Höchstkurs)

Kurs am 20.05.2016: 18,76 €

Nettoinventarwert lt. Fondsgesellschaft am 20.05.2016: 23,86 €

unsere Prognose des schlußendlichen Abwicklungserlöses: 23,26 €

unser Einstandskurs am 30.12.2015: 18,63 € (ausschüttungsbereinigt) für 100.000 Stück

unser Einstandskurs am 20.05.2016: 18,50 € für 92.500 Stück

Wertaufholungspotential zwischen aktuellem Einstand und unserer Prognose: 25,7 %

Hier hatten wir unsere Bestände bis Ende März zu den in Februar/März niedrigen Kursen auf 229.200 Stück aufgestockt und den Bestand anschließend mit einem hoch fünfstelligen Kursgewinn auf die heutige Größenordnung abgeschmolzen. Nach der Meldung des unerwartet erfolgreichen Verkaufs des Holland-Portfolios sind die hier zwischenzeitlich bestanden habenden stillen Lasten vollständig verschwunden. Der Börsenkurs liegt heute 1,4 % über unserem durchschnittlichen Einstandskurs. Für die geplante Wiederaufstockung der Position warten wir

aber auf zwischenzeitlich noch mögliche Kursrücksetzer.

KanAm grundinvest

Kurs am 30.12.2015: 24,98 €

zwischenzeitlicher Höchstkurs am 07.01.2016: 24,94 €

zwischenzeitlicher Tiefstkurs am 26.04.2016: 22,66 € (minus 9,1 % gegen Höchstkurs)

Kurs am 13.05.2016: 22,90 €

Kurs am 20.05.2016: 24,20 €

Nettoinventarwert lt. Fondsgesellschaft am 20.05.2016: 31,33 €

unsere Prognose des schlußendlichen Abwicklungserlöses: 29,05 €

unser Einstandskurs am 30.12.2015: 24,01 € für 63.800 Stück

unser Einstandskurs am 20.05.2016: 23,93 € für 159.436 Stück

Wertaufholungspotential zwischen aktuellem Estand und unserer Prognose: 21,4 %

Am Beispiel des KanAm grundinvest wird unsere Strategie besonders deutlich: Signifikante Aufstockung der Position und trotzdem niedrigerer Durchschnittskurs. Eine Bloomberg-Meldung vom 18.05. über einen scheinbar kurz bevorstehenden großen Portfolio-Verkauf ließ den Kurs dann steil ansteigen und verwandelte die in dieser Position bis vor zwei Tagen noch bestanden habenden stillen Lasten in eine stille Reserve von 1,1 %. In Erwartung dieser Entwicklung waren wir hier bei der starken Bestandsaufstockung mit einem ziemlich perfekten timing unterwegs.

SEB Immoinvest

Kurs am 30.12.2015: 20,29 € (bereinigt um 3,00 € Ausschüttung in 1/16)

zwischenzeitlicher Höchstkurs am 27.01.2016: 20,76 €

zwischenzeitlicher Tiefstkurs am 19.05.2016: 17,16 € (minus 17,3 % gegen Höchstkurs)

Kurs am 20.05.2016: 17,25 €

Nettoinventarwert lt. Fondsgesellschaft am 20.05.2016: 24,91 €

unsere Prognose des schlußendlichen Abwicklungserlöses: 23,03 €

unser Einstandskurs am 30.12.2015: 20,58 (ausschüttungsbereinigt) für 178.700 Stück

unser Einstandskurs am 20.05.2016: 19,54 € für 213.900 Stück

Wertaufholungspotential zwischen aktuellem Estand und unserer Prognose: 17,9 %

Der SEB ImmoInvest ist das jüngste und zugleich größte Opfer der geistlosen Verkaufsorgien der Dachfonds. Er war bei den Dachfonds deutlich stärker gewichtet als z.B. ein CS oder ein KanAm und musste deshalb inzwischen bereits zwei kursdrückende Angriffswellen über sich ergehen lassen. Man muß sich dabei vor Augen halten: Ende 2015 war ein seriöser internationaler Hedgefonds im Rahmen eines Abfindungsangebotes noch bereit, die SEB-ImmoInvest-Anteile zu (ausschüttungsbereinigt) 19,75 € pro Stück zu übernehmen – heute ist der Kurs 17,25 €.

Durch Verkäufe in der Abschwungphase und spätere Rückkäufe zu den Tiefstkursen der letzten paar Tage gelang es uns, den durchschnittlichen Einstandskurs um mehr als einen Euro zu drücken. Doch auch auf dieser Basis bleibt als Differenz zum immer noch auf Tiefstniveau notierenden Börsenkurs eine stille Last von 11,7 %. Unser weiteres Nachkaufpotential ist hier wegen der bereits vorhandenen Größe der Position aus Gründen der Risikostreuung begrenzt. Mit der für diesen Sommer erwarteten Meldung eines größeren Portfolioverkaufs, vielleicht auch mit einem erneuten Hedgefonds-Übernahmeangebot erwarten wir, diese inzwischen zum Glück einzige verbliebene Baustelle und die stillen Lasten im III. Quartal beseitigen zu können.

20. Mai 2016
**TMW Immobilien Weltfonds
schüttet aus**

Der TMW Immobilien Weltfonds (unser Bestand: 160.000 Stück) hat heute eine Ausschüttung angekündigt. Am 15.06.2016 werden 2,50 € je Anteil gezahlt. Damit erhalten wir auf einen Schlag knapp die Hälfte unseres Investments zurück.

20. Mai 2016
**SEB ImmoInvest:
Weitere kleine Verkäufe.**

Bei Lektüre des letzten Monatsberichtes fiel auf, daß nur noch 80 Objekte im Bestand geführt werden (zuvor 82).

Ein Abgang erklärt sich aus dem separaten Verkauf des ursprünglich im Potsdamer-Platz-Ensemble enthaltenen Parkhauses. Der Verkauf an die Bauwens-Gruppe war bereits im Januar gemeldet worden, die Vertragsabwicklung und damit der offizielle Abgang aus dem Bestand erfolgte aber erst jetzt im April.

Außerdem wurde im April ein Bürogebäude im slowakischen Bratislava veräußert. Das zu 88,4 % vermietete 22.815-qm-Objekt wurde zuletzt mit einem Verkehrswert von 42,0 Mio. € geführt. Hauptmieter im Gebäude ist der Computerkonzern Dell. Angaben zum erzielten Preis waren noch nicht erhältlich.

19. Mai 2016
**KanAm grundinvest vor
großem Portfolio-Verkauf**

Vor wenigen Stunden meldet Bloomberg:

Amundi Said Lead Bidder for \$957 Million European Properties (1)

Jack Sidders and Dalia Fahmy May 19, 2016 3:30 am ET

(Bloomberg) — Amundi SA, the French asset manager majority-owned by Credit Agricole SA, is the lead bidder for European office buildings valued at about 850 million euros (\$957 million), according to two people with knowledge of the matter.

The sale is being brokered by CBRE Group Inc on behalf of KanAm Grund Group's Grundinvest fund, the people said, asking not to be identified because the information is private. They include the 46-story Tour Egee tower in Paris's La Defense district and offices in Luxembourg and the Netherlands. Spokesmen for Amundi, KanAm and CBRE declined to comment.

...

Separately, KanAm is marketing the Tour Europe office tower in Paris, according to a sales brochure seen by Bloomberg. The company declined to comment.

The fund had 19 properties valued at about 2 billion euros at the end of last year, according to a prospectus on its website.

Amundi, which had its initial public offering last year, was the biggest European buyer of offices in the region in 2015, according to data compiled by Real Capital Analytics. Amundi acquired buildings valued at 2.3 billion euros, which puts it behind non-European investors Qatar Investment Authority, Blackstone Group LP and Brookfield Asset Management Inc.

©2016 Bloomberg L.P. ***

Neben dem in der Meldung ausdrücklich erwähnten Tour Egee in Paris (Verkehrswert 332 Mio. €) gehen wir davon aus, daß in dem Paket auch Espace Petrusse in Luxemburg (Verkehrswert 112 Mio. €) und Delftse Poort in Rotterdam (Verkehrswert 147 Mio. €) enthalten sein wird, bleiben dann noch 250 Mio. € für weitere Objekte. In Frage kommen dafür 11 Objekte in Frankreich, Luxemburg und den Niederlanden mit aktuellen Verkehrswerten von zus. 688 Mio. €.

In seiner Quartalsinfo per 31.03.2016 hatte der KanAm grundinvest ausdrücklich seine schon vorher gemachte Ankündigung wiederholt (und zwar sogar im Text fett hervorgehoben), daß die nächste Ausschüttung noch im 1. Halbjahr 2016 vorgesehen ist. Wir gehen deshalb davon aus, daß der oben öffentlich gewordene Portfolio-Verkauf spätestens im Juni vollzogen sein wird.

Inclusive dem separat angebotenen Pariser Tour Europa (Verkehrswert 156 Mio. €) würde damit wertmäßig die Hälfte des aktuellen Restportfolios auf einen Schlag verkauft werden. Einen Verkauf zu den aktuellen Verkehrswerten unterstellt (was in der gegenwärtigen Marktlage eine realistische Annahme ist) würde die Liquidität des KanAm grundinvest damit von gegenwärtig 4,32 € pro Anteilschein auf 18,30 € steigen (aktueller Börsenkurs: lediglich 23,11 €). Das restliche Immobilienvermögen von 14,75 € pro Anteil wäre danach auf Basis des aktuellen Kurses mit lediglich noch rd. 6,50 € bewertet (56 % Abschlag). Deshalb erwarten wir nach offiziellem Bekanntwerden des Portfolio-Verkaufs einen deutlichen Kursanstieg.

In Erwartung einer solchen Nachricht hatten wir nach völlig ungerechtfertigten Kursrückgängen in den letzten Wochen unseren Bestand an KanAm grundinvest Anteilen – teilweise zu Tiefstkursen – deutlich aufgestockt.

18. Mai 2016
**Ein Rundgang durch
Rotterdam.**

Auch der Vorstand macht mal Urlaub – und landete deshalb während einer Kurz-Kreuzfahrt letzte Woche in Rotterdam. Da war doch was? Richtig, alle vier Holland-Objekte des KanAm grundinvest mit einem Verkehrswert von über 300 Mio. € (also 15 % des aktuellen Immobilienbestandes) befinden sich in Rotterdam.

1940 machte die deutsche Luftwaffe die gesamte Innenstadt während des Angriffs auf Holland dem Erdboden gleich. Der Wiederaufbau nach dem Krieg war eine städteplanerische und architektonische Herausforderung. Das Ergebnis ist beeindruckend. Eigentlich nicht mit irgendeiner anderen europäischen Großstadt vergleichbar, aber wie gesagt beeindruckend. Die Bebauung ist jetzt zwangsläufig modernistisch, eher aufgelockert, weitläufige Freiflächen in der Innenstadt sind nicht selten, und irgendwie hat man den Eindruck: Jeder Architekt der Nachkriegszeit von Rang und Namen durfte hier seinen Ideen freien Lauf lassen. Herausgekommen ist eine überhaupt nicht homogene, aber gerade deshalb durch das Zusammenprallen verschiedenster Stilelemente aufregende und lebendige Innenstadt. Wobei die Nutzung der dritten Dimension

(Höhe) zugleich eine flächenmäßige Kompaktheit bewahrt, die das Erlaufen des gesamten Stadtzentrums zu Fuß in weniger als 60 min. möglich macht.

Fangen wir gleich am neuen Hauptbahnhof an: Direkt daneben liegt der Delftse Poort, erbaut 1988-91 durch den niederländischen Architekten Abe Bonnema und bis 2009 mit 151 m das höchste Gebäude der Niederlande. Früherer Alleinmieter und heute mit einem Drittel der 65.000 qm Bürofläche immer noch Hauptmieter ist die Versicherung Nationale Nederlanden (ING-Gruppe). Mit einer umfassenden Renovierung und Nutzbarmachung für einen großen Mieter-Mix hat der KanAm grundinvest das Objekt verkaufsbereit gemacht. Möglicher Weise nur noch wenige Wochen wird es zu unserem Fonds gehören ...

Weiter geht der Rundgang auf die Hauptverkehrsstraße Blaak. "Blaak 555", das zweitgrößte Objekt des KanAm in Rotterdam mit 28.200 qm Bürofläche, wurde ebenfalls einer Grundüberholung unterzogen. Erst vor kurzem hat der größte Bestandsmieter (ABN AMRO) für ein Viertel der Gesamtfläche eine Verlängerung des Mietvertrages unterzeichnet.

Dann von Blaak rechts abgebogen Richtung Hafen: Man läuft direkt auf unser Robecohuis zu, benannt nach der Investmentgesellschaft Robeco, die der Alleinmieter dieses Objektes mit 19.000 qm Bürofläche ist.

Schließlich noch ein kurzer Blick auf den PwC-Toren, ein von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PwC genutztes Hochhaus mit knapp 20.000 qm Bürofläche im exklusiven Büroпарк "Brainpark III" mit einem künstlichen See an der Rückseite. Erst vor wenigen Monaten unterschrieb PwC für 80 % der Gesamtfläche eine langfristige Mietvertragsverlängerung bis Ende 2025. Mit diesem Vertrag in der Tasche ist auch hier der Verkauf ein Selbstläufer ...

Resümee des Rundgangs bei einem Milchkaffee hoch oben auf der Aussichtsplattform des Euomast: Die Objekte des KanAm sind schon eine Klasse für sich. Exquisite Lagen, exquisite Mieter. Unsere bisherige Skepsis gegenüber dem niederländischen Immobilienmarkt war wohl doch etwas zu pauschal. Erst kürzlich überraschte der CS Euroreal damit, daß er sein Holland-Portfolio im Paket 11 % über dem Verkehrswert verkaufen konnte. Es würde uns nicht wundern, wenn dem KanAm bald ähnliches gelänge ...

17. Mai 2016
**Letzte Kapitalerhöhung
erfolgreich abgeschlossen.**

Die am 12.04.2016 beschlossene letzte Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital um 400 auf 8.400 Aktien zum Ausgabepreis von 875,00 EUR je Aktie wurde noch am gleichen Tag durchgeführt und die Durchführung am 20.04.2016 im Handelsregister eingetragen.

Bis zum 13.05.2016 lief dann für alle Aktionäre die Frist für die Ausübung ihres mittelbaren Bezugsrechts im Verhältnis 20:1. Die Beteiligung unserer Aktionäre an der Kapitalerhöhung erfüllte vollständig unsere Erwartungen.

Die entsprechenden Bezugsabrechnungen wurden heute verschickt. Die Lieferung der neuen Aktien durch Depotübertrag oder wenn gewünscht in effektiven Stücken ist für die 1. Juni-Hälfte geplant.

16. Mai 2016
**CS Euroreal verkauft
zwei Baumärkte**

"DEAL Magazine Real Estate" meldet am 09.05.2016: Der CS Euroreal hat zwei Baumärkte in Berlin-Mariendorf und in Fürth verkauft. Beide Baumärkte sind an Hornbach vermietet; die Mietverträge wurden erst kürzlich langfristig verlängert. Das Objekt in Berlin-Mariendorf (letzter Verkehrswert: 21,1 Mio. €) ging im März an einen ausländischen institutionellen Investor. Das Objekt in Fürth (letzter Verkehrswert: 18,9 Mio. €) kaufte im April ein inländischer institutioneller Investor. Verkaufspreise wurden bisher nicht bekannt gegeben. Unter Berücksichtigung der Gesamtkonstellation halten wir es aber für wahrscheinlich, daß die erzielten Preise um mehr als 10 % über dem Verkehrswert lagen. Damit erhöht sich noch einmal das Potential für die im Juli 2016 anstehende nächste Ausschüttung.

3. Mai 2016
**gezeichnetes Kapital /
Kapitalrücklage**

Nach Durchführung der jüngsten Kapitalerhöhung verfügt die CS Realwerte Aktiengesellschaft über ein gezeichnetes Kapital von EUR 1.075.200,00 sowie eine Kapitalrücklage von EUR 4.640.175,00 (daneben besteht noch ein Gewinnvortrag vor Abschluß 2015 von EUR 767.887,09).

In dem Zusammenhang fragte einer unserer Aktionäre, warum wir bei Kapitalerhöhungen das Nennkapital relativ klein festlegen und mit einem hohen Aufgeld arbeiten (das dann in die Kapitalrücklage eingestellt wird). Da die Antwort allgemein interessieren könnte, geben wir sie hier gern wieder:

Die Lebensdauer der CS Realwerte Aktiengesellschaft ist von vornherein begrenzt. Sie investiert in das Thema "Offene Immobilienfonds in Abwicklung". Durch die fortschreitende Abwicklung der Zielfonds fließt regelmäßig Kapital an uns zurück. Dieses können wir vorläufig noch reinvestieren, doch in einigen Jahren wird das Betätigungsfeld so schmal geworden sein, daß wir dann selbst über eine Auflösung der CS Realwerte Aktiengesellschaft und die Rückgabe der investierten Beträge an unsere Aktionäre nachzudenken haben. Diese Perspektive haben wir auch von Anfang an klar so dargestellt.

Mit diesem Ziel vor Augen war es sinnvoll, unsere Kapitalstruktur von vornherein so flexibel wie möglich zu machen. Gezeichnetes Kapital (Grundkapital) können wir an unsere Aktionäre erst nach einem entsprechenden Kapitalherabsetzungsbeschluß der Hauptversammlung und nach Ablauf der im HGB festgelegten 12-monatigen Karenzfrist zurückzahlen – deshalb bemessen wir diese Eigenkapitalkomponente möglichst klein. Aus der Kapitalrücklage (die deshalb im Umkehrschluß möglichst groß bemessen ist) können wir dagegen im Prinzip jederzeit und ohne Wartefrist Rückzahlungen leisten.

29. April 2016
**CS Euroreal vor nächstem
großen Deal**

Vor wenigen Wochen hatten wir berichten können, daß der CS Euroreal bis auf zwei separat zu vermarktende Objekte sein gesamtes Holland-Portfolio veräußern konnte – überraschender Weise sogar zu einem Paketpreis oberhalb der letzten Verkehrswerte.

Heute meldet PropertyEU, daß der CS Euroreal die internationale Maklerfirma Eastdil Secured mit dem Paketverkauf aller seiner Einkaufszentren beauftragt hat. Das sind 11 Objekte (von im Fonds noch vorhandenen 29) mit einem Verkehrswert von rd. 1 Mrd. € – also wertmäßig mehr als die Hälfte des Restportfolios von knapp 1,9 Mrd. €.

Die größten dieser Objekte (aktuelle Verkehrswerte in Klammern) sind die La Befane Mall in Rimini (241,8 Mio.), die Rathaus-Galerie in Leverkusen (209,9 Mio.), das Mercado in Nürnberg (138,7 Mio.), die Rathaus-Galerie in Essen (137,4 Mio.) und das Le Cupole bei Mailand (70,0 Mio.).

In das Paket mit eingeschürt sind einige Handelsobjekte des Schwesterfonds CS Property Dynamic, so daß sich der voraussichtliche Gesamtwert der Transaktion auf 1,2 Mrd. € belaufen wird.

Die gegenwärtige Marktlage, vor allem die besonders starke Nachfrage nach Einkaufszentren quer über Europa, ist für den vom CS Euroreal angestrebten Paketverkauf ausgesprochen günstig. Wir rechnen auch hier damit, daß der Verkauf in Summe oberhalb der aktuellen Verkehrswerte laufen könnte. Es wird hier mit großer Sicherheit einen Abschluß geben; angesichts des bei hunderten einzelner Mieter besonders aufwändigen Dokumentationsprozesses erwarten wir diesen allerdings erst im IV. Quartal 2016.

Bis dahin bleibt uns genügend Zeit, uns im Hinblick auf die positiven Auswirkungen dieser Nachricht stärker zu positionieren. Zwar hat der Kurs des CS Euroreal mit einem Anstieg bis auf 18,80 € auf die Neuigkeiten bereits reagiert – allerdings lehrt die Erfahrung, daß länger anhaltende nachrichtenlose Zeiten auch noch einmal günstigere Einstiegspreise bringen könnten. Darauf werden wir geduldig warten.

Im Augenblick gilt unser verstärktes Engagement eher noch dem KanAm grundinvest, wo wir bereits bis Ende des II. Quartals markante Verkaufsmeldungen erwarten – dieser Fonds ist im Augenblick noch zu Tiefstkursen zu haben, nach dem Motto: Wenn der Morgen am nächsten ist, ist die Nacht am dunkelsten.

18. April 2016
**Wundertüte
“TMW Immobilien Weltfonds”**

Unter allen Einzelfonds ist der TMW Immobilien Weltfonds bei Lichte gesehen das größte Trauerspiel gewesen. Die Geschichte seiner Abwicklung könnte in der Serie “Pleiten, Pech und Pannen” verfilmt werden.

Praktisch alle seine Immobilienverkäufe waren eine Enttäuschung: Objekte, die man für sehr gut hielt, gingen gerade mal zum Verkehrswert oder etwas darunter. Problematische Objekte scheint man verschenken zu müssen. Kleine Beispiele aus der Pannenserie:

Der 2006 für ca. 120 Mio. € gekaufte “Tour Vista” im französischen Puteaux wird 2013 nach 21 Monaten Verkaufsbemühungen für 86,4 Mio. € verkauft. Wegen der teilweisen Fremdfinanzierung des Objektes verlieren die TMW-Anleger bei diesem Deal die Hälfte des gezahlten Erwerbsspreises. Der Käufer findet dann plötzlich Anschlußmieter und kann den “Tour Vista” keine zwei Jahre später mit satten 50 % Aufschlag für 130 Mio. € verkaufen. Und es muß purer Zufall sein, daß dieser Glückliche ein früherer Arbeitgeber eines heutigen TMW-Vorstandsmitglieds ist ...

Genau so, wie es purer Zufall sein muß, daß das beste Objekt (das “Sumatrakontor” in der Hafen-City Hamburg) Ende 2014 nicht einmal den Verkehrswert brachte beim Verkauf an Blackstone (zufällig ebenfalls ein früherer Arbeitgeber des TMW-Vorstands) ...

Der “Koningshof”, ein unauffälliges Gewerbeobjekt in Amsterdam in der Nähe des Flughafens Schiphol, wird 2005 für 24,1 Mio. € in den Fonds eingeladen, 2015 kriegt ihn der TMW für gerade noch 4,6 Mio. € verkauft ...

Wo wir schon mal in Holland sind: Aus “Europoint III” in Rotterdam, einem 1971 gebauten Verwaltungsgebäude, ist die Stadtverwaltung Rotterdam Ende 2015 als alleiniger Mieter ausgezogen. Hatte der TMW 2005 für 44,9 Mio. € gekauft. Für die jetzt leerstehende Klafalle interessierte sich tatsächlich jemand, der das zu einem Hostel umbauen wollte. Aber zu dem angebotenen Preis von 5,0 Mio. € hat dann, ein einmaliger Vorgang, die Depotbank “No” gesagt.

Und dann wäre da noch das Einkaufszentrum “Centro Meridiana” im italienischen Casalecchio, 2005 für 61,9 Mio. € gekauft. Das hätte eine so schöne Geschichte werden können, ist schließlich seit Eröffnung zu guten Mieten vollvermietet. Hätte. Wenn, ja wenn die italienischen Steuerbehörden nicht die Erwerbskonstruktion beanstandet hätten. Den Prozeß um die 30 Mio. € Steuernachzahlung, die der italienische Fiskus haben wollte, hat der TMW in allen drei Instanzen verloren. In der Vermögensaufstellung steht das “Centro Meridiana” als Vollabschreiber mit 1 € Erinnerungswert.

Dann hat da auch noch die finanzierende Bank Druck gemacht, und man sah sich genötigt, Ende 2015 die Finanzierung des Objektes abzulösen. 23,3 Mio. € aus der Liquidität des TMW musste man als Gesellschafterdarlehn auswerfen, um die Objektgesellschaft über Wasser zu halten.

Folglich kannte der Börsenkurs seit über einem Jahr nur eine Richtung: Südwärts. Was uns mit unseren inzwischen 160.000 TMW-Anteilen, für uns von Anfang an eine etwas exotische “wild card”, nicht so viel Freude gemacht hat.

Aber der TMW wäre nicht der TMW, wenn er nicht immer wieder für eine Überraschung gut wäre. Und die kam heute: Das “Centro Meridiana” ist verkauft. Und zwar so, daß die italienischen Steuerbehörden bezahlt werden können, das Gesellschafterdarlehn von 23,3 Mio. € zurückgezahlt werden kann und darüber hinaus noch ein a.o. Ertrag von 4,4 Mio. € entsteht. Späterer Nachschlag nicht ausgeschlossen, denn von dem Projektentwickler, der die Verträge damals nicht finanzamtssicher gemacht hatte, will man noch eine kleine Schadenersatzzahlung. Ein bißchen was wird man nach dem, was wir hören, auch bekommen.

Deshalb sprang der Börsenkurs heute gleich mal um 13,5 % nach oben, auf 5,85 €. Was immer noch ein Schnäppchen ist, denn nach dem Geldzufluß aus Italien hat der TMW pro Anteilschein 6,58 € Bargeld in der Kasse. Würde uns nicht wundern, wenn da bei der nächsten Ausschüttung

um die 3,00 € drin wären. Und, wer weiß, vielleicht geht der grandiose "Europoint III" in Rotterdam irgendwann ja auch noch mal weg ...

Das Ende vom Lied: Selbst an diesem häßlichen Entlein werden wir am Schluß noch gutes Geld verdient haben. Quasi über Nacht wurde aus der schwächsten Position unseres Portfolios die stärkste.

16. April 2016
**Abgaben von Dachfonds
erfordern Neueinschätzung
unserer Position**

Für Offene Publikums-Immobilienfonds, von denen sich einige jetzt in Abwicklung befinden, wurden früher auch diverse Dachfonds aufgelegt. Ein gutes halbes Dutzend dieser Dachfonds geriet als Folge der Finanzkrise ebenfalls in eine Abwicklungssituation. In welchem Umfang diese Dachfonds Anteile der auch in unserem Portfolio enthaltenen Einzelfonds enthalten, ist in der Tabelle am Schluß dieses Beitrages dargestellt. Am extremsten ist die Situation beim "UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe", wo nicht weniger als 39 % aller umlaufenden Anteilscheine von Dachfonds gehalten werden.

Bisher ging jedermann davon aus, daß diese Dachfonds sich in der Abwicklungsphase passiv verhalten, d.h. abwarten, was die Einzelfonds an Ausschüttungen liefern und das dann jeweils an ihre eigenen Anteilscheinhaber durchreichen.

Dann gab es am 7.4.2016 beim Dachfonds "Santander Vermögensverwaltungsfonds Kapitalprotekt P" (WKN: SEB 1AA) eine aus der Wertentwicklung der enthaltenen Einzelfonds nicht erklärliche Reduzierung des Inventarwertes (Net Asset Value, NAV) um rd. 2,5 %. Die auf Nachfrage gegebene Auskunft der Kapitalanlagegesellschaft dazu lautete: "Der NAV-Rückgang um 10 € am 07.04. ist auf einen Verkauf ("an einem Zweitmarkt") von Fondsanteilen im Bestand zurückzuführen."

Ferner finden wir auf der Internet-Seite des Stratego Grund folgenden Hinweis: "Nach Vorgaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist angestrebt, den Fonds bis zum 30.03.2018 aufzulösen. Der gesamte Bestand an Zielfonds soll in einem geordneten Prozess veräußert werden. Letztendlich hängt die Dauer für den Verkauf aller Vermögensgegenstände aber von weiteren heute noch nicht prognostizierbaren Rahmenbedingungen ab."

Ganz offensichtlich hat also die BaFin, was bisher praktisch öffentlich nicht bekannt war, allen Dachfonds Zeitvorgaben für ihre Auflösung gesetzt, die in keinem Fall mit den Abwicklungszeiträumen der Einzelfonds harmonieren. Mit anderen Worten: Um diese (im Grundsatz wirtschaftlich unsinnigen und kontraproduktiven) Vorgaben der BaFin zu erfüllen, könnten die Dachfonds auch zu Abgaben über die Börse gezwungen sein, womit unnötiger Weise zusätzlich für alle Beteiligten Werte vernichtet würden.

Auf diese neue, uns bisher nicht bekannte Situation müssen wir uns einstellen. Insbesondere bedeutet es nämlich, daß durch Anteilsverkäufe der Dachfonds ein aus der wirtschaftlichen Situation der Einzelfonds gar nicht begründbarer Druck auf die Börsenkurse entstehen kann. Da aber bei der HypoVereinsbank der Beleihungswert unseres Depots an die Börsenkurse gekoppelt ist, würden uns hier durch mögliche Anteilsverkäufe der Dachfonds ausgelöste "außerordentliche" Kursrückgänge unmittelbar treffen. Dieses Risiko bestand nach bisherigem Kenntnisstand nicht. Es ist demzufolge in unserer Gesamtrisiko einschätzung neu zu berücksichtigen.

Andererseits ergibt sich durch diese veränderten Rahmenbedingungen ggf. auch die Chance, Anteile an Einzelfonds in entsprechenden Schwächephasen deutlich günstiger zu erwerben als bislang gedacht. Die beschriebene Situation hat ja überhaupt nichts mit der wirtschaftlichen Situation der Einzelfonds zu tun: Die Einschätzung der Verwertbarkeit des restlichen Immobilienbestandes, vor allem aber auch der gar nicht veränderbare Wert des in den Fonds als Cash-Quote zurückgehaltenen Bargeldes, führt zu Inventarwerten und realistischen Erwartungen zum Gesamt-Liquidationserlös, die vom Börsenkurs nicht im geringsten beeinflußt werden.

Fährt man, was bisher unsere Absicht war, eine "buy-and-hold"-Strategie, stellt also ausschließlich auf den am Ende voraussichtlich herauskommenden Abwicklungserlös als Summe regelmäßiger Kapitalrückzahlungen der Fonds ab, dann könnte einem die zwischenzeitliche Börsenkursentwicklung ganz gleichgültig sein. Allerdings nur, so lange vorübergehende Kursverluste nicht zu Schwierigkeiten bei der Einhaltung der Beleihungsgrenzen führen.

Grundsätzlich kann man das erweiterte Risiko rückläufiger Börsenkurse wohl als begrenzt einschätzen, denn: Bei den großen Einzelfonds liegen die Börsenkurse bereits heute deutlich unter den Preisen, die einschlägig bekannte und regelmäßig mit Übernahmeangeboten für abwickelnde OIF auftretende Hedge-Fonds zuletzt Ende 2015 zu zahlen bereit waren. Es ist also relativ wahrscheinlich, daß hier in den nächsten Monaten erneute Angebote folgen werden. Aber: Vorsicht ist die Mutter der Porzellankiste.

Mit der veränderten Situation haben sich Vorstand und Aufsichtsrat der CS Realwerte AG unverzüglich beschäftigt und sind zu folgender Entscheidung gekommen:

Die Sicherung des Unternehmensbestandes hat für die CS Realwerte AG absoluten Vorrang vor der Ausschöpfung sämtlicher Ertragszielungsmöglichkeiten. In Anbetracht des zusätzlichen Risikos, das uns nunmehr aus der bisher unerwarteten möglichen Beeinträchtigung unserer Beleihungswerte durch Anteils-Verkäufe von Dachfonds erwachsen ist, muß die Risikokurve bereits kurzfristig deutlich abgeflacht werden. War bei der Relation Eigenkapital zu Fremdkapital bisher das Verhältnis 1:2 angestrebt, muß diese Relation nunmehr deutlich verringert werden. Das neue Ziel ist, bis Herbst 2016 zu einem Verhältnis 1:1 zu kommen.

Das heißt konkret, daß innerhalb der nächsten Monate (aus Kapitalrückzahlungen der Fonds, aber auch durch Anteils-Verkäufe) die Inanspruchnahmen von Bankkrediten, die sich per 31.03.2016 noch auf rd. 10,9 Mio. Euro belaufen hatten, auf 6,5 Mio. Euro zu reduzieren sind.

In Ausnutzung günstiger Börsenkonstellationen konnte der Vorstand binnen lediglich zwei Tagen nach diesem gemeinsamen Gremienbeschluß von dem gestellten Abbau-Ziel von 4,4 Mio. Euro bereits 2,8 Mio. Euro abarbeiten, und zwar im Ergebnis praktisch verlustfrei.

Wir glauben, daß die dauerhafte Sicherung des Unternehmensbestandes auch für unsere Aktionäre Priorität hat vor kurzfristiger Ertragsmaximierung. Deshalb haben wir zuversichtlich die Erwartung, daß mindestens die ganz überwiegende Mehrheit unserer Aktionäre für die nun-

mehr zu treffen gewesen Entscheidungen Verständnis hat und unsere Strategie einer signifikanten Abflachung der Risikokurve unterstützt.

Bitte besuchen Sie unsere für den 26.08.2016 geplante Hauptversammlung, wo wir diese für das Unternehmen existentiellen Fragen mit Ihnen offen und ausführlich diskutieren möchten.

CS Realwerte AG

Bestände abwickelnder Offener Immobilienfonds im Portfolio von Dachfonds
Stand: 15.04.2016

Fonds	Allianz Flexi Immo	ab Immobiflex	DWS Immobiflex	Prem. Mgt. Immobilien	Santander Kapitalprofil	Strategie Grund	Summe bei Dachfonds	Anteilsumlauf Einzelfonds	%-Anteil des Zweitfonds	im Vergleich zS-Bestand
AXA Immoselect	310.330	703.927	328.007	1.124.322	706.983		3.353.608	48.138.800	7,0%	437.000
CS Euroreal	49.757	581.420	403.741		872.350		1.907.277	102.694.605	1,9%	86.300
DEGI Europa							0			
DEGI Global Business	71.715	141.826	37.782	194.860		220.831	657.014	3.356.533	19,6%	
DEGI International	530.217		65.530				595.747	35.971.088	1,7%	318.514
KANAM Grundinvest				2.152.763	627.604	383.000	3.163.367	71.612.582	4,4%	120.900
SEB Immoinvest	81.000	612.451	440.183	1.143.610	1.177.825	280.000	3.735.075	116.564.401	3,2%	192.000
SEB Immo Portfolio Target	206.269			300.188		261.150	947.607	6.465.095	14,7%	13.450
TMY Immobilien	189.487	671.206	201.280	3.007.705		831.846	4.901.512	15.106.111	32,4%	160.000
UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe	2.723.392	828.800	6.407.911			3.553.745	13.513.841	34.683.955	30,0%	563.330

13. April 2016 Kapitalerhöhung 20:1 durchgeführt

In Ausnutzung des restlichen genehmigten Kapitals hat der Vorstand am 12.4. mit Zustimmung des Aufsichtsrates eine Kapitalerhöhung um 400 neue Aktien zum Ausgabekurs von 875,00 Euro je Aktie beschlossen. Mit dieser Kapitalerhöhung soll die Eigenkapitalquote der Gesellschaft leicht verbessert werden; zusätzliche komplementäre Kreditaufnahmen zur Ergänzung dieser Eigenkapitalverstärkung um 350.000,00 Euro sind nicht vorgesehen.

Die Kapitalerhöhung ist durchgeführt und zur Eintragung in das Handelsregister angemeldet. Da wir hier (es war die siebte Kapitalerhöhung in gut einem Jahr) inzwischen eine gewisse Routine haben, kann mit der Eintragung im Handelsregister voraussichtlich spätestens Anfang nächster Woche gerechnet werden.

Sobald die Eintragung im Handelsregister erfolgt ist, wird der Vorstand zur Kenntnis unserer Aktionäre im Bundesanzeiger und auch durch direkte Ansprache das Angebot zur Ausübung des gesetzlichen Bezugsrechts (im Verhältnis 20:1) veröffentlichen.

Aktionäre, die augenblicklich weniger als 20 Aktien besitzen, könnten demzufolge kein Bezugsrecht ausüben. Speziell für diese Gruppe wird die Gesellschaft aber zwecks Minderheitenschutz jedem Aktionär ein Mindestbezugsrecht für eine neue Aktie einräumen.

12. April 2016 Wer es ganz genau wissen will: Unsere Einzelfondsanalysen sind online.

Einmal im Jahr (das wollen auch unsere Banken so) müssen wir zu den wesentlichen Positionen unseres Depots eine Kommentierung abgeben, unsere Position begründen und auch eine Prognose für das voraussichtliche Abwicklungsergebnis machen.

Das war jetzt gerade mal wieder fällig. Und wir haben uns gedacht: Eigentlich haben wir doch keine Geheimnisse. Also können wir diese ziemlich tiefgehenden An- und Einsichten doch ruhig mit unseren Aktionären teilen.

Seit wenigen Minuten finden Sie auf unserer Internet-Seite unter "Publikationen", Unterpunkt "Einzelfondsanalysen" sowohl in Tabellenform wie auch als verbale Kommentierung so ziemlich alles, was uns bei den einzelnen Fonds wichtig zu sein scheint. Bitte beachten Sie: Die in den Tabellen in ROT dargestellten Objekte sind inzwischen verkauft, wir führen die Daten aber aus Gründen der Erfolgskontrolle weiter.

5. April 2016 CS Euroreal glänzt mit Holland-Portfolio-Verkauf

Heute meldet der CS Euroreal den Verkauf von 9 seiner 11 Holland-Immobilien an eine Tochter der in New York ansässigen Marathon Asset Management. Der letzte Gesamt-Verkehrswert dieses Paketes betrug 300 Mio. €. Über den Kaufpreis wurde vertraglich Stillschweigen vereinbart. Auf Grund des Anstiegs des offiziellen Rücknahmewertes der Fondanteile am Abwicklungstag konnten wir jedoch errechnen, daß der Preis bei etwa 315 Mio. € gelegen haben dürfte.

Darüber hinaus konnte der CS-Euroreal parallel noch zwei Hornbach-Baummärkte in Berlin-Mariendorf und Fürth sowie eine kleine Büroimmobilie in Frankfurt/Main veräußern. Die erzielten Preise lagen über den addierten Verkehrswerten von 45 Mio. €.

Den mit 20 % verhältnismäßig hohen NL-Anteil des CS Euroreal hatten wir bisher für einen nur schwer zu kalkulierenden Pferdefuß eines ansonsten sehr gut aufgestellten Fonds gehalten. In unseren internen Prognosen erzielbarer Verkaufspreise waren wir für das nun zu (g) 315 Mio. € veräußerte Holland-Portfolio vorsichtshalber lediglich von erzielbaren 226 Mio. € ausgegangen.

Nachdem sich dieses von uns stark einkalkulierte Risiko nun in Luft aufgelöst hat, verbessert sich das Chance-Risiko-Verhältnis des CS Euroreal schlagartig. Für die verbleibenden 32 Objekte im Verkehrswert von insgesamt 1,9 Mrd. € kann der CS Euroreal nach unserer Einschätzung im besten Fall unter dem Strich die Verkehrswerte tatsächlich erzielen. Der im Börsenkurs jetzt aktuell implizierte Bewertungsabschlag von 34,5 % ist damit eindeutig viel zu hoch.

Auch vor dem Hintergrund, daß die jetzt getätigten Verkäufe im Juli 2016 eine Ausschüttung von geschätzt +/- 4,00 € pro Anteil ermöglichen werden, sollte der CS Euroreal in den nächsten Wochen im Kurs um ca. 1,50 € bis auf knapp unter 20,00 € anziehen können.

Die aktuellen Nachrichten haben unsere Erwartungen an den sich für Ende des I. Quartals abzeichnenden Portfolio-Verkauf noch deutlich

übertrafen. Mit positiven Nachrichten hatten wir aber grundsätzlich auch gerechnet. Deshalb hatten wir den CS Euroreal im März 2016 durch größere Zukäufe auf einem damals noch besonders attraktiven Kursniveau zur mit Abstand größten Position unseres Portfolios ausgebaut.

8. März 2016
**AXA Investment Managers
sammelt 500 Mio. € für neuen
Fonds ein.**

Die bekannten Spieler finden langsam in's Neugeschäft zurück: Mit dem Ziel, den Fonds zu einem europäischen "Flagship-Fund" mit einer Zielgröße von 3-5 Mrd. € zu entwickeln, hat AXA IM Real Assets soeben den "AXA Core Europe" angekündigt. Eine erste Tranche von 500 Mio. € wurde bei einem Dutzend institutioneller Investoren eingesammelt.

Die komplette Geschichte aus PropertyEU vom 8.3.16 lesen Sie auf dieser Internet-Seite unter "Publikationen / Allgemeine Publikationen / Presse".

Wie schon im vorigen Beitrag beleuchtet befinden wir uns hier in einem Spannungsfeld zwischen einerseits immer noch umgehemt in den Markt fließendem anlage- und renditesuchendem Geld in zig-Milliardenhöhe und andererseits der Gefahr einer Blasenbildung. Wann der Höhepunkt tatsächlich erreicht ist, kann niemand seriös vorhersagen. Aber der Finanzhistoriker weiß aus Erfahrung: Irgendwann ist der Höhepunkt plötzlich da, und danach heißt das Spiel "Die Reise nach Jerusalem" ...

8. März 2016
**Gewerbeimmobilien:
Sind Investoren zu sorglos?**

Regelmäßig informieren wir Sie auch über allgemeine Entwicklungen und Tendenzen an den weltweiten Gewerbe-Immobilienmärkten. Bisher waren überwiegend positive Stimmen zu hören – ein Ende des gegenwärtigen Booms erwartet in 2016 oder 2017 eigentlich niemand.

Deshalb heute auch einmal eine mahnende Stimme:

"As we warned in an earlier column in the Financial Times last April, this liquidity-driven investment boom has led to an excessive compression in yields as investors moved up the risk curve, causing sentiment to become dangerously detached from underlying fundamentals in many markets", schreibt am 7.3.16 im Informationsdienst PropertyEU Nicholas Spiro, Partner von Lauressa Advisory. "The fundamentals underpinning commercial property assets will come into sharper focus, leading to a reassessment of risk and valuations."

Der vollständige Artikel "Fundamentals to the fore as central Banks support wanes" ist auf dieser Internet-Seite im Zeitungsartikel-Archiv nachlesbar.

Natürlich freuen wir uns, daß der Markt bei der Preisentwicklung im Moment absolut für uns bzw. für unsere Fonds läuft. Aber ebenso natürlich machen wir uns regelmäßig Gedanken darüber, wie lange diese Entwicklung noch anhalten mag.

Nach unserer Einschätzung haben wir den Höhepunkt der Preisentwicklung an den Gewerbe-Immobilienmärkten in den meisten Märkten noch nicht erreicht, nähern uns ihm aber.

Unsere gegenwärtige Positionierung ist vertretbar im Hinblick auf die Tatsache, daß die jetzt mit Abstand am stärksten gewichteten "big three" CS Euroreal, KanAm grundinvest und SEB ImmoSelect im Hinblick auf die Übergänge an die Depotbanken (31.12.2016 bzw. 30.04.2017) langsam Gas geben bei den Verkäufen.

Abgeleitet aus dem Depotbestand per 29.2.16 verteilt sich der Börsenwert unserer Fonds von 15,8 Mio. € mit 35 % = 5,56 Mio. € auf anteilig in den Fonds enthaltene Liquidität (bei der nicht die Frage ist, ob wir sie ausgeschüttet bekommen, sondern nur wann). Dem stehen gegenüber 10,2 Mio. € Kreditanspruhen, d.h. über die reine Neutralisierung der Fondsliquidität hinaus beileihen wir mit unseren Inanspruchnahmen die Verkehrswerte des anteilig auf uns entfallenden Immobilienbestandes (15,9 Mio. €) mit 29,3 % = 4,6 Mio. €.

Durch die bereits in der Pipeline befindlichen und von den "big three" auch schon angekündigten Verkäufe wird sich bis zur Jahresmitte 2016 ein auf uns anteilig entfallender Immobilien-Verkehrswert von rd. 4,0 Mio. € in Liquidität verwandeln. Danach wären wir in der Situation, daß unsere Kreditanspruhen tatsächlich nur noch der reinen Neutralisierung der anteilig auf uns entfallenden Fondsliquidität entsprechen, d.h. aus dem Zufluß künftiger Ausschüttungen würden die Kredite ganz vollautomatisch zurückgezahlt werden können. Andersherum ausgedrückt: Der auf uns anteilig entfallende verbleibende Immobilien-Verkehrswert wäre durch die Eigendynamik der Abwicklungsprozesse unserer Fonds auf Sicht vollständig mit Eigenkapital finanziert.

Sobald aus den bevorstehenden Verkäufen der "big three" größere Ausschüttungen generiert werden, werden wir vor der Frage stehen, ob diese Ausschüttungen zu reinvestieren sind. Unsere momentane Markteinschätzung führt zu der Entscheidung, daß wir kurz vor dem von uns vermuteten baldigen Höhepunkt der Preisentwicklung die zufließenden Ausschüttungen eher nutzen werden, um unsere Risikokurve abzuflachen. Sofern wir bis dahin keine besseren Erkenntnisse haben, werden wir die im Sommer erwarteten größeren Ausschüttungen der "big three" also überwiegend in den Abbau der Kreditanspruhen fließen lassen.

4. März 2016
**Monatsbericht Februar:
Börsen in rauher See.**

Unsere Monatsübersicht Februar 2016 ist jetzt online.

Das Thema "Offene Immobilienfonds in Abwicklung" hat mit dem übrigen Börsengeschehen an sich wenig zu tun. Insbesondere hat sich an der weiter positiven Entwicklung der Gewerbeimmobilienmärkte seit Beginn des Jahres nichts geändert, im Gegenteil.

Dennoch hat uns die Kursentwicklung unserer Fonds im Februar, verursacht durch die allgemeinen Börsenturbulenzen, ein paar ausgesprochen hässliche Kratzer im Lack beschert. In Zeiten wie diesen gibt es Tage, wo von falsch positionierten Investoren an der Börse ohne Rücksicht auf Verluste alles verkauft wird, was überhaupt noch zu Geld zu machen ist. Beispiel CS Euroreal, eigentlich unser derzeitiger Lieblingsfonds:

Nach der Ausschüttung am 26.1.2016 pendelte sich der Kurs zunächst bei 18,20/18,40 € ein. Am 9.2., also an dem Tag, als die Börse selbst über den möglichen Untergang einer Deutschen Bank diskutierte, ging es dann im freien Fall fast ohne Umsätze bis auf 16,82 € abwärts (zu solchen Kursen haben wir übrigens noch einige tausend Stück nachgekauft). Der im Börsenkurs des CS Euroreal implizierte Abschlag auf die Verkehrswerte der Fondsimmobilien, der zuvor noch bei 24 % gelegen hatte, stieg dadurch in der Spitze auf über 35 % an. Inzwischen ist der Spuk weitgehend vorbei, und der Kurs liegt wieder bei 18,00 € plus.

Summa summarum liegen per 29.02.2016 die Kurswerte unseres Portfolios um 2,7 % unter den Einstandskursen. Dies liegt noch im Rahmen üblicher Marktvolatilitäten und gibt keinen Anlaß zur Besorgnis. Denn an den Bargeldbeständen unserer Fonds und den Verkehrswerten der in ihnen noch enthaltenen Immobilien – und damit an dem von uns am Ende des Tages erwarteten Ergebnis – hat sich ja gar nichts geändert. Rückschauend betrachtet haben wir die Mittel aus der letzten Kapitalerhöhung im Januar 2016 vielleicht etwas zu schnell investiert. Aber wer hätte mit solchen Kurseinbrüchen, wie wir sie dann Anfang Februar erlebt haben, denn ernsthaft gerechnet? Wir ehrlich gesagt nicht. Und da regelmäßig sowieso kaum jemand beim Einkauf die absolut tiefsten Kurse oder beim Verkauf die höchsten Kurse erwischt, können wir die weitere Entwicklung in Ruhe abwarten: An der Geschäftsidee selbst wie auch an der Einschätzung der für uns maßgeblichen weiteren Entwicklung der Gewerbeimmobilienmärkte hat sich ja nicht das Geringste geändert.

2. März 2016

**Union Investment:
Risikoappetit in Europa steigt
weiter (Risk appetite
continues to rise in Europe)**

“Despite the ever-growing number of unknowns in the real estate market, investors’ risk appetite continues to grow, driven by an ongoing search for returns, Union Investment’s latest property investment climate study shows.” (Union Investment ist die Fondsgesellschaft der Gruppe der Volks- und Raiffeisenbanken.) “According to the report, which draws on a representative survey of 171 professional property investors in Germany, France and the UK, 86 % of professional investors believe that the overall willingness to invest in commercial real estate markets in their respective countries will continue to rise or at least not decrease over the next 12 months.”

Quelle: PropertyEU, online-Ausgabe 1.3.2016

24. Februar 2016

**Ausschüttung Santander
Kapitalprotekt (SEB 1AA)**

Am 12.2. hatten wir unsere Erwartung für die Ausschüttung mit 65,00 € benannt. Nun ist es amtlich: Morgen (am 25.2.) gibt es 64,64 € pro Anteil.

16. Februar 2016

**Kapitalerhöhung 2016
erfolgreich abgeschlossen**

Im Januar 2016 hatten wir unser Kapital um 1.375 auf dann 8.000 Aktien erhöht. Die verbliebene Spitze von 94 Aktien hatten wir kürzlich unseren Aktionären zum Bezug angeboten (Frist bis 15.02.2016). Das Angebot stieß auf eine von uns so nicht erwartete Resonanz: Die zusätzlichen Bezugswünsche überstiegen den Spitzenbetrag schließlich um das Dreifache! Damit wir nicht die große Mehrzahl unserer bezugswilligen Aktionäre mit einer Absage enttäuschen mussten, stellen wir die erforderliche Mehrmenge mit Hilfe der AG Hist vollständig zur Verfügung. Um diese Menge dann nachträglich wieder ausgleichen zu können werden wir im weiteren Verlauf des Jahres (aus dem restlichen genehmigten Kapital) noch eine kleine Kapitalerhöhung 20:1 um weitere 400 Aktien nachschieben.

13. Februar 2016

**Das größte Problem:
Zu viel Geld.**

Einer der führenden europäischen Immobilien-Informationendienste ist PropertyEU. Natürlich verfolgen wir dort regelmäßig, was für Neuigkeiten, Analysen und Tendenzen gemeldet werden.

Am 11.2. erschien ein bemerkenswertes Interview mit Tom Lee, Head of European Real Estate bei BlackRock, einem Vermögensverwalter mit 22 Mrd. “assets under management”.

Lee erklärt, im letzten Jahr habe BlackRock in Europa ein bereits auf 1 Mrd. € verdoppeltes Volumen in Immobilien investiert, und sagt zum Jahr 2016: “This year, investment will be driven much more by fresh capital to deploy, so I expect significant growth.”

Und auf die Frage von PropertyEU: “What are the biggest challenges that you face?”

Lee: “The biggest challenge is the amount of capital flowing into the real estate sector.”

Möge es im laufenden Jahr auch weiter so anhalten – dann sollten unsere Fonds keine Schwierigkeiten haben, den größeren Teil ihrer Portfolien bis Ende des Jahres zu verkaufen.

12. Februar 2016

**Umschichtungen /
Ausschüttung SEB 1AA**

Ehe diese Nachricht am Ende des Beitrages völlig untergeht, auch wenn sie nicht von so überragender Wichtigkeit ist: Beim Santander Vermögensverwaltungsfonds Kapitalprotekt P (WKN SEB 1 AA) hat das Fondsmanagement die nächste Ausschüttung für “Ende Februar” angekündigt. Wir rechnen mit ca. 65 € pro Anteil.

Auch unsere restliche Position im DEGI Europa (65.000 Stück bei der HypoVereinsbank) ist jetzt komplett verkauft, hier erzielten wir noch einmal knapp 8 % über unserem Einstandskurs.

Die uns durch Auflösung der DEGI-Europa-Positionen zugeflossenen Mittel haben wir ganz überwiegend investiert in den CS Euroreal EUR. Dieser Fonds war (neben dem SEB ImmoInvest) bei einem “Flash Crash” Anfang der Woche besonders in Mitleidenschaft gezogen worden mit einem Kursrückgang, den wir in diesem Maße zuvor ehrlich gesagt für völlig ausgeschlossen gehalten hätten.

Noch bis Januar 2016 hatte der Hedgefonds "Burlington Loan Management" für den CS Euroreal im Wege eines öffentlichen Kaufangebotes 20,00 € pro Anteil geboten (was bereinigt um die im Januar erfolgte Ausschüttung von 1,80 € nun effektiv 18,20 € wären). Die Börsenkurse bewegten sich zu der Zeit sogar oberhalb dieses Niveaus.

Bis Montag (8.2.) bildete sich der Kurs auf rd. 17,40 € zurück, um dann im "Flash Crash" am Dienstag (9.2.) bis auf 16,85 € abzustürzen. Selbst auf dieser Basis konnten wir noch mehrere tausend Anteile einsammeln. Wir haben diesen Fonds bevorzugt nachgekauft, weil auf diesem Niveau der Börsenkurs in der Spitze einen Bewertungsabschlag von 35 % auf die Verkehrswerte des Immobilienportfolios implizierte – eine unseres Erachtens vollkommen überzogene Kursbewegung bei dem Fonds mit dem nach unserer Einschätzung interessantesten und vermutlich wertstabilsten Restportfolio.

Seitdem kaufen wir in wieder steigende Kurse hinein weiter nach, weil nach unseren Berechnungen die relative Unterbewertung im Verhältnis zu den anderen beiden der "big three" (SEB ImmoInvest und KanAm Grundinvest) erst bei einem Kurs um 18,25 € wieder beseitigt ist. Zusätzlich Sicherheit gibt uns die Tatsache, daß wir mit dieser unabhängig ermittelten Einschätzung fast gleichauf liegen mit der Bewertung durch den oben erwähnten Hedgefonds (bei dem an dem Thema wohl auch fähige Fachleute arbeiten dürften).

Colorandum causa zitieren wir aus dem Jahresbericht zum 30.09.2015, Tätigkeitsbericht der Fondsverwaltung (S. 7): "Seit dem Beginn der Fondsauflösung des CS Euroreal wurden bis Stichtag 30.09.2015 insgesamt 53 Immobilien für rd. EUR 2,8 Mrd. und seit dem Beginn der Rücknahmeaussetzung am 19.5.2010 bereits 68 Immobilien für rd. EUR 4,2 Mrd. veräußert. . . Sowohl die Verkaufspreise aller bisher seit Rücknahmeaussetzung getätigten Verkäufe als auch die Verkaufspreise der 35 im Geschäftsjahr 2014/2015 veräußerten Immobilien lagen per Saldo in etwa auf Höhe der zuletzt . . . festgestellten Verkehrswerte." Über das aus 44 Immobilien bestehende Restportfolio im Wert von EUR 2,2 Mrd. machen wir uns vor dem Hintergrund der seitdem nur noch immer weiter steigenden Objektpreise in einem bislang weiter boomenden Markt für Gewerbeimmobilien keine Sorgen.

Es würde uns im übrigen auch nicht wirklich überraschen, wenn der CS Euroreal noch vor Ende des I. Quartals 2016 mit einer neuen größeren Verkaufsmeldung käme. Spätestens dann werden die heute noch unglaublich attraktiven Kaufkurse endgültig der Vergangenheit angehören. Bis dahin aber, auch das muß hier einmal offen und ehrlich gesagt werden, kratzen die momentan teilweise noch zerbombten Kurse an unserer Performance – was aber nach unserer Einschätzung ein nur vorübergehender Zustand ist, das können wir aussitzen und trotzdem weiterhin chancenorientiert agieren.

10. Februar 2016

C&W: Immobilienpreise sind oben, aber bleiben da eine Weile

Die 1917 in New York gegründete Cushman & Wakefield, Inc. ist mit 15.000 Mitarbeitern heute der weltgrößte Dienstleister für Immobilien-transaktionen. Ihre Analysen finden auf Grund der besonders tiefgehenden Marktkenntnis stets Beachtung.

C&W errechnet u.a. einen "European Fair Value Index", der anzeigt, ob die Preise an den Immobilienmärkten ausgereizt sind. Für eine wachsende Anzahl europäischer Teilmärkte ist dies nach dem gerade neu veröffentlichten C&W-Index inzwischen der Fall. Nur noch in etwas abseitegeren Marktsegmenten wie Zentralosteuropa und dem Baltikum sei noch Luft für auskömmlichere Mietrenditen. Vor allem auch in Deutschland seien die Mietrenditen inzwischen so stark gesunken, daß bei den Immobilienpreisen das Ende der Fahnenstange langsam erreicht sei.

Doch die für uns wichtige Aussage ist (eingedenk der Tatsache, daß unsere "big three" CS Euroreal, KanAm Grundinvest und SEB ImmoInvest ihre Bestände in 2016 und 2017 weitgehend veräußern sollten):

"With interest rates now unlikely to rise in the eurozone until 2018, prime property yields are likely to remain at their current levels until at least 2017/18." Und bis 2017/18 sind wir aus dem Markt draußen und haben unser Geld zurück.

Für uns vor allem deswegen interessant, weil die als potentielle Käufer unserer Objekte gefragte internationale Großinvestorengemeinde natürlich auch darauf hört, was C&W sagt.

8. Februar 2016

DEGI Europa: gut 60 % unserer Position aufgelöst

Von unserer Position von 200.000 Stück (davon 125.000 bei der HypoVereinsbank und 75.000 beim Bankhaus Seeliger) haben wir heute 135.000 Stück verkauft. Der DEGI Europa war zunächst bei der Aktien-Gesellschaft für Historische Wertpapiere im Jahr 2011 die "Initialzündung" zum Engagement in der Sparte "Offene Immobilienfonds in Abwicklung" gewesen. Bei Verselbständigung der Sparte in der CS Realwerte AG im November 2014 war der DEGI Europa (neben dem DEGI International) unsere überhaupt erste Position.

Die Auflösung der kompletten, erst in der zweiten Jahreshälfte 2015 aufgebauten Position beim Bankhaus Seeliger erfolgte nahezu verlustfrei. Bei der Auflösung von rd. der Hälfte der überwiegend schon seit Nov. 2014 bestehenden Position bei der HypoVereinsbank haben wir, über die zwischenzeitlich vereinnahmten Ertragsausschüttungen hinaus, ein Plus von knapp 10 % erzielt.

Zu den Gründen: Nach Verkauf des "Millenium Tower" in Rotterdam (ein gut vermietetes Büro- und Hotelhochhaus) im Dez. 2014 verfügt der Fonds nur noch über zwei Objekte. Diese beiden Objekte (1999 bzw. 2007 für über 300 Mio. € gekauft) stehen heute noch mit 151 Mio. € in den Büchern. Sie generieren Brutto-Mieteinnahmen von rd. 13 Mio. € p.a. Daraus resultiert ein nahezu bilderbuchmäßiger ständiger Zuwachs beim Net-Asset-Value, der diesem Fonds bisher eine laufende Rendite von rd. 7 % p.a. bescherte. So weit sieht auf den ersten Blick alles gut aus.

Das Objekt Den Haag, Maanplein (bestehend aus zwei Bauteilen) ist zu 77 % an KPN (die niederländische Telekom) vermietet, der Rest ist Leerstand. Der Mietvertrag hat noch eine Laufzeit bis Anfang 2020.

Das Objekt Helsinki, TietoEnator (bestehend aus drei Bauabschnitten) ist zu 100 % an Tieto vermietet, den führenden und bösennotierten finnischen IT-Konzern. Der dreigeteilte Mietvertrag läuft Ende 2018, 2019 bzw. 2020 ab.

Beide Objekte sind also sog. "single-tenant-Objekte", bei denen eine Nicht-Verlängerung des Mietvertrages zu einer 100 %igen Leerstandsquote führen würde. Sollte dieses Risiko auch nur bei einem der beiden Objekte eintreten, würde der heute in der Börsenbewertung implizierte 39 %ige Bewertungsabschlag, eine auf den ersten Blick vor allem wegen der hohen Brutto-Mietrendite eher attraktiv aussehende Zahl, von uns immer noch als zu niedrig angesehen werden und das Risiko nach unserer Einschätzung noch nicht angemessen abbilden.

Was unsere Abwicklungsprognose auf der Zeitachse angeht, haben wir ebenfalls Bedenken: Die Mietvertrags-Restlaufzeiten von rd. 4 Jahren sind bei einem single-tenant-Objekt zu wenig, um noch einen wirklich attraktiven Verkaufspreis zu erzielen. Ein Käufer heute könnte in beiden Fällen nur ein opportunistischer value-add-Investor sein, der sich das Risiko einer eventuell nötigen Objekt-Neupositionierung hoch bezahlen läßt. Andererseits ist es aber noch viel zu früh, um mit den Bestandsmietern Erfolg versprechende Gespräche über eine vorzeitige Mietvertragsverlängerung aufnehmen zu können. Das kann man frühestens in zwei Jahren versuchen.

Die Abwicklung des DEGI Europa kann aus diesen Gründen zu einer "Hängepartie" werden, bei der das bei beiden Objekten latent vorhandene Risiko eines Mietersauszugs bei Vertragsende durch die gute laufende Rendite von 7 % p.a. (die noch auf vier Jahre gesichert wäre) nicht wirklich ausgeglichen wird.

Mit nur noch zwei verbliebenen Objekten hat der DEGI Europa (anders als z.B. die drei großen Fonds CS Euroreal, KanAm grundinvest und SEB ImmoInvest) keinen fondsinternen Risikoausgleich mehr. Insofern müssen wir die Objektrisiken einzeln bewerten und dabei entsprechende kaufmännische Vorsicht walten lassen – mit dem heute kommunizierten Ergebnis.

3. Februar 2016

2016: Jeden Monat 10 neue Verkaufsmeldungen?

Die beiden nachstehenden Grafiken sind schon ein Jahr alt, aber immer noch aktuell. Hätten Sie z.B. gedacht, daß Immobilien in Athen so teuer gehandelt werden, daß die Mietrendite noch niedriger ist als in Hamburg? Aber ganz egal: Die generelle Erkenntnis ist, daß Käufer heute quer über die ganze Welt das 25-30-fache einer Jahresbruttomiete als Kaufpreis auf den Tisch legen müssen.

Für uns wird es jetzt extrem spannend: Unsere „big three“ CS Euroreal, KanAm grundinvest und SEB ImmoInvest gehen nach Ende der von der BAFin schon deutlich verlängert gewährten Abwicklungsfrist zum 30.04.2017 bzw. schon zum 31.12.2016 (KanAm) auf die Depotbanken über. Bis dahin wollen sie nach eigenem Bekunden ihre Bestände weitgehend verkauft haben. Bei allen drei zusammen sind das 143 Objekte ganz überwiegend in Europa mit einem Verkehrswertvolumen von rd. 7,5 Mrd. €.

Das ist keine so große sportliche Herausforderung, denn die zweite Grafik zeigt: mit 54,0 Mrd. € allein in Deutschland ist das Transaktionsvolumen wieder auf dem Niveau der Vor-Krisen-Jahre 2006 und 2007. Die Trendwende wird auch in diesem Zyklus kommen, aber nach übereinstimmender Meinung aller Experten erst 2017 oder 2018. Dieser Meinung schließen wir uns an, denn: Wo wären für institutionelle Investoren in der gegenwärtigen Niedrigzinsphase und gerade auch angesichts der gewaltig gewachsenen Unsicherheit an den Aktienmärkten irgendwelche brauchbaren Alternativen?

2014 mussten liquidierende Offene Immobilienfonds bei ihren Verkäufen noch im Schnitt 13 % Abschlag auf die offiziell ausgewiesenen Verkehrswerte hinnehmen (Quelle: Maklerfirma Cushman & Wakefield). 2015 waren es nicht einmal mehr 3 %. In 2016 erwarten wir sogar vermehrt Verkäufe zu Preisen über den aktuellen Verkehrswerten. Rückschauend betrachtet hätte es für unsere „big three“ für die Veräußerung des Großteils ihrer Bestände gar keinen besseren Zeitpunkt geben können als das Jahr 2016 in der Spätphase vor einem neuen zyklischen Hoch.

Wenn die Fonds nicht völlig aus dem (Verkaufs-)Takt kommen wollen, müssten wir jetzt bis Jahresende jeden Monat im Schnitt 10 Objekte über den Tisch gehen sehen. Das sind jedes Mal auch neue Kursimpulse für unsere Fonds. Schauen Sie hier also regelmäßig weiter rein: Die Pipeline potentieller weiterer News ist bestens gefüllt ...



2. Februar 2016

Büromieten weiter auf dem Rückzug

Die kalifornische CBRE (mit 70.000 Mitarbeitern der weltgrößte Dienstleister bei gewerblichen Immobilien) berichtet über die Trends im IV. Quartal 2015:

Von 159 beobachteten Märkten wiesen 45 weiter sinkende, 109 stabile und 5 steigende Mietrenditen für erstklassige Büroflächen auf. Im weltweiten Durchschnitt sank die Mietrendite in Qu. IV um 8 Basispunkte auf 4,92 % p.a. (Was umgekehrt heißt: Die Objekte wurden teurer, solche Büroobjekte wechseln jetzt für die im Schnitt über 20-fache Jahresmiete den Besitzer).

Zu unserer Überraschung (wir trauen dem niederländischen Markt eher nicht über den Weg) ist beim Rückgang der Mietrenditen Amsterdam Spitzenreiter mit minus 30 Basispunkte auf 4,50 %, gefolgt von Mailand und Madrid (jeweils minus 25 Basispunkte auf 4,00 bzw. 4,25 %) und München (minus 15 Basispunkte auf 3,65 %, d.h. in München gehen erstklassige Büroobjekte inzwischen für die 27-fache Jahresmiete).

Noch stärker als bei Bürogebäuden war die Renditekompression bei Shopping Malls: Weltweit minus 9,54 Basispunkte auf 5,03 % p.a. Spektakulär dort vor allem Mailand und Rom mit minus 50 Basispunkte auf 3,5 %, gefolgt von Kopenhagen (ebenfalls jetzt 3,5 %) und Dublin (jetzt nur noch 3,25 %).

Vor diesem Hintergrund beachten wir im Moment den CS Euroreal besonders stark: 18 seiner 44 Restobjekte sind Einkaufszentren und Baumärkte, also das im Augenblick von Investoren am stärksten nachgefragte Segment, und sie repräsentieren über 50 % des zur Zeit noch vorhandenen Verkehrswertvolumens von 2,2 Mrd. €. Ein Drittel seiner Shopping Malls besitzt der CS Euroreal wiederum im heute besonders "trendigen" Italien. Trotzdem weist der CS Euroreal auf dem aktuell ganz ungerechtfertigt ausgebombten Kursniveau von unter 18,00 € einen im Börsenkurs implizierten Bewertungsabschlag von über 30 % auf – deutlich mehr als unter den "big three" seine Rivalen SEB ImmoInvest und KanAm grundinvest.

2. Februar 2016
**SEB ImmoInvest:
Vermietungserfolge**

In seinem jüngsten Fondskommentar erwähnt der SEB ImmoInvest eher en passant, daß inzwischen auch das Parkhaus am Gleisdreieck (das beim Verkauf des Potsdamer-Platz-Ensembles an den kanadischen Immobilienriesen Brookfield und einen koreanischen Staatsfonds aufgenommen war) an den Projektentwickler Bauwens Development verkauft wurde. Ebenso wurde ein mit 86 % Leerstand ziemlich desolates Objekt in Brüssel/Belgien verkauft, dessen letzter Verkehrswert von 2,3 Mio. € bei einem Gesamt-Immobilien-Volumen des SEB von immer noch knapp 3 Mrd. € allerdings nur eine Marginalie ist.

Daneben berichtet der Fonds von einigen wichtigen Vermietungserfolgen, die die Verkäuflichkeit der betreffenden Objekte entsprechend gesteigert haben. Besonders wichtig erscheint uns, daß Neu- bzw. Anschlußvermietungen in drei holländischen Objekten gelungen sind. Eine ausreichende Vermietungsquote und ausreichend lange Mietvertrags-Restlaufzeiten sind gerade bei holländischen Objekten eine "conditio sine qua non". Nach dem Baumboom der frühen 2000er Jahre sind die strukturellen Probleme dieses Marktes durch gigantische Angebotsüberhänge bei zum Verkauf gestellten Objekten ebenso wie bei den Leerstandsflächen so groß, daß eine Rückkehr dieses Marktes in's Gleichgewicht nach unserer Einschätzung noch mindestens 20 Jahre brauchen wird. Der Verkehrswert eines leerstehenden Objektes in der Pampa reduziert sich da schnell mal auf "Grundstückswert minus Abrißkosten".

2. Februar 2016
**SEB ImmoInvest –
Ausschüttung am 29.01.2016**

Sozusagen auf den letzten Drücker hat der SEB ImmoInvest am Abend des 28.01. seine turnusgemäße Ausschüttung bekannt gegeben: 3,00 € pro Anteil, Ausschüttungsdatum 29.01.2016 (mit Wertstellung 02.02.2016). Damit schüttet der SEB rd. 350 Mio. € aus.

Die Höhe ist etwas enttäuschend: Wir hatten mit min. 5,00 € pro Anteil gerechnet. Der zur Jahreswende vereinnahmte Kaufpreis für das Potsdamer-Platz-Ensemble (1,4 Mrd. € abzüglich Kosten) hätte nach Abzug der abzulösenden Objektfinanzierungen von 360 Mio. € auch locker deutlich mehr hergegeben. Offensichtlich gab es hierüber auch im Hause Savills Investment-Management kontroverse Diskussionen; anders läßt sich die mehrfache Verschiebung der Ausschüttungs-Bekanntmachung bis 5 Minuten vor 12 nicht erklären, obwohl als offizielles Datum des Ausschüttungsbeschlusses der 20.01.2016 angegeben ist.

Savills/SEB begründet die geringe Ausschüttung damit, daß man größere Teile des Potsi-Kaufpreises gleich einbehält, um damit demnächst fällige Darlehn abzulösen, wo der Verkauf der finanzierten Objekte bereits kurz bevorsteht. Na gut, dann spart unser Fonds inzwischen ein paar Euro Zinsen, und die nächste Ausschüttung (vorgesehen für Juli 2016) kann dann entsprechend höher ausfallen. Damit können wir gut leben.

2. Februar 2016
Hauptversammlung 2016

Die ordentliche Hauptversammlung der CS Realwerte AG wird am 26.08.2016 in Wolfenbüttel stattfinden (Beginn voraussichtlich 17:00 Uhr). U.a. soll für 2015 die Zahlung einer Dividende von 60,00 € pro Aktie beschlossen werden.



CS Realwerte
Aktiengesellschaft

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