

Skizze eines Bewertungskonzeptes für Anteile geschlossener Fonds

Einordnung

Fast alle Geldanlagen gründen darauf, Zahlungsmittel in ein Vermögensgut zu tauschen, das einer dieser drei Kategorien angehört [Stark 2005, §2]:

- Forderungen
- Gebrauchsgüter
- Unternehmensanteile

Das gilt auch für geschlossene Fonds. Fonds der ersten Kategorie gibt es z.B. als Lebensversicherungsfonds; der dritten Kategorie gehören etwa die Private-Equity-Fonds zu. [Lüdicke/Arndt 2009, BT.VII.; BT.V.] Im häufigsten Falle aber ist das Fondsvermögen in Gebrauchsgütern wie Immobilien oder Schiffen investiert. Dieser Anlageform, nämlich Anteilen an geschlossenen Schiffs- oder Immobilienfonds, gelten die folgend vorgetragenen Überlegungen zur Bewertung im engeren Sinne einer gutachterlichen Wertermittlung.

Bewertungsebenen

Bei geschlossenen Fonds sind in der Regel vier Ebenen juristisch wie ökonomisch zu unterscheiden:

- Vermögensgut
- Fonds
- Kommanditanteil
- Treugeberanspruch

Die Vermögensgutebene als innerste Ebene umfasst die originären Vermögensgegenstände, die die Anlageerträge generieren sollen, also die Immobilien oder Schiffe. Diese werden gehalten in bzw. von einer Kommanditgesellschaft (Fondsebene), deren Anteile von wenigen Gesellschaftern, hauptsächlich von einem Treuhandkommanditisten gehalten werden (Anteilebene), wobei letzterer wiederum die tatsächliche Anlageform als äußerste Ebene in Form schuldrechtlicher Treugeberansprüche der Anleger gegen ihn, den Treuhandkommanditisten, kreiert (Anlageebene).

Wertunterschiede

Der Wert der Vermögensgüter wird in aller Regel nicht dem Fondsvermögen gleichen, ebensowenig wird die Summe aller Fondsanteile in ihrem Wert dem Fondsvermögen betraglich gleich sein und schließlich muss ein Treuhandanteil nicht ebenso viel wert sein wie ein ansonsten identischer Kommanditanteil gleichen Nominalbetrages:

- Das Immobilien- oder Schiffsportfolio eines Fonds könnte höher oder niedriger bewertet werden als der Wert der Fondsgesellschaft als Ganzes, je nachdem etwa, wie der Bewertende die Leistungen und Kosten der Gesellschaft respektive ihrer Geschäftsführung beurteilt.
- Der einzelne Kommanditanteil wiederum kann höher oder niedriger bewertet werden als es seinem nominellen Bruchanteil am ermittelten Gesellschaftswert entspricht, mag beispielsweise davon abhängen, wie der Bewertende die (geringere) Entscheidungsmacht des einzelnen Kommanditisten oder die Verfügungsmöglichkeiten (Handelsliquidität) über den Anteil einschätzt.

- Der Treugeberanteil schließlich kann höher oder niedriger bewertet werden als ein ansonsten identischer Kommanditanteil gleichen Nominalbetrages, je nach der Wertschätzung des Bewertenden bezüglich der Integrität des Treuhänders, der Vor- und Nachteile einer Handelsregistereintragung oder auch eventuell relevanter Haftungsunterschiede [zum Letzteren Lüdicke/Arndt 2009, S. 41 - 42].

Komplexitätsreduktion

Die Aspekte des dritten Spiegelpunktes wollen wir in dieser Skizze vernachlässigen und auch ansonsten weitere Schritte der Komplexitätsreduktion tun, wobei auf mögliche Bewertungseffekte solcherlei Reduktion hingewiesen werden wird. Derlei Unschärfe ist unvermeidlich, weil das Bewertungsprozedere unumgänglich die Beurteilung von Anlageergebnissen mit sich bringt, die um viele Jahre, oft Jahrzehnte in der Zukunft liegen.

Eingedenk der oben genannten Ebenen muss die Bewertung an den Ausschüttungen für den einzelnen Fondsanteil (sei dieser als Kommandit- oder Treugeberanteil ausgestaltet) anknüpfen. Denn aus den Zahlungen, die mit der Überlassung des Vermögensgutes an Dritte als Nutzungsentgelte aus dem Vermögensgut gezogen werden, verbindet sich für den Anleger ausschließlich insoweit ein Anlagenutzen, wie die Fondsgesellschaft Zahlungsmittel von der Fondsebene in die Anteilsebene transferiert. Einen Fondsanteil bewerten heißt, den heutigen Wert zukünftiger Ausschüttungen zu bemessen.

Nur auf diese Ausschüttungen kommt es letztlich an. Freilich bestehen für die Bewertung nutzbare Zusammenhänge zwischen den Zahlungen, die auf der Vermögensgutebene entstehen und jenen Zahlungen, die als Ausschüttung beim Anleger ankommen. Nichtsdestoweniger entstehen Unterschiede nach der Höhe und nach der Zeit zwischen den Zahlungen auf Vermögensgutebene, Fondsebene und Anlageebene, die aus geschäftlichen Notwendigkeiten bzw. der Tilgungs- und Ausschüttungspolitik der Fondsgesellschaft resultieren. So hat jede Zahlung, die vom Nutzer der Vermögensgüter an die Fondsgesellschaft erbracht wird, vier wesentliche Verwendungsalternativen:

- 1) Laufende Auszahlungen für Verwaltung/Bewirtschaftung (inkl. Kreditzinsen)
- 2) Bildung von Zahlungsmittelreserven
- 3) Tilgungszahlungen an Kreditgeber
- 4) Ausschüttungen an Anteilinhaber

Prämissen

Wie wir sehen werden, hat die Zahlungsverteilung unter den Pos. 2, 3, 4 nur begrenzten Werteeinfluss, so dass eine Bewertungsvereinfachung zulässig ist, die an den Nutzungsentgelten anknüpft und deren Verteilung auf 2, 3, 4 (zunächst) ausblendet. In diesem Zusammenhang wird es sich als zweckmäßig erweisen, eine jede Bewertung von Fondsanteilen

- zunächst unter den Annahmen
 - 1) vollkommener Sicherheit,
 - 2) eines jedem Bewertenden restriktionsfrei zugänglichen Finanzmarktes mit einheitlichem Geldanlage- und Geldaufnahmezinssatz,
 - 3) (unendlich) hoher Handelsliquidität für die Anteile im Sinne der Zeit- und Preisdimension [Kempf 1999, S. 16 – 18] durchzuführen und
- hernach den Werteeinfluss von Unsicherheit und Marktperfektionen zu betrachten.

Annahme 1 unterstellt, dass die gleich zu besprechenden Abschätzungen zukünftiger Zahlungen sich stets als zutreffend erweisen würden.

Annahme 2 besagt insbesondere, dass jeder Anteilinhaber eine ihm nicht genehme Ausschüttungs- oder Tilgungsentscheidung der Fondsgeschäftsführung auf seiner privaten Anlageebene durch entsprechende Geldanlage oder Geldaufnahme nach Belieben transaktionskostenfrei und mühelos nivellieren kann.

Annahme 3 unterstellt, dass der zu bewertende Fondsanteil jederzeit erwerb- und veräußerbar ist (perfekte Zeitliquidität), wobei in jedem Zeitpunkt ein Erwerb zum selben Preise möglich wäre wie eine Veräußerung (perfekte Preisliquidität).

Unter der Geltung von Annahme 2 ist es für die Bewertung unerheblich, ob die Fondsgesellschaft Zahlungsmittel zur Tilgung, zum Aufbau von Zahlungsmittelreserven oder für Ausschüttungen verwendet. Denn jedwede Zahlungsmittel, die in einem bestimmten Zeitpunkt nicht zur Ausschüttung gelangen, erhöhen unumgänglich die Ausschüttungsgröße zu irgendeinem späteren Zeitpunkt – und sei es erst anlässlich der Schlussliquidation; und zwar aufgezinnt mit dem einheitlichen Zinssatz gemäß Prämisse 2, der annahmegemäß auch für die Bewertenden gilt. Beispielhaft gesprochen: Eine heutige Zahlung von 100 ist ebenso gut wie eine ein Jahr später erfolgende, um den Einheitszinssatz höhere Zahlung (von $100 \cdot (1 + \text{Zinssatz})$), die der Investor ja mit ebendiesem Zinssatz diskontiert (zu $100 \cdot (1 + \text{Zinssatz}) / (1 + \text{Zinssatz}) = 100$). Hierin erscheint der simple Kern der Wertirrelevanz von Finanzierungs-, respektive Ausschüttungs- oder Tilgungsentscheidungen. Für Näheres zu dieser eingängigen Bewertungsintuition und zugehöriger Arbitragebeweise verweisen wir auf die einschlägige Literatur [z.B. die Originalarbeiten der mit dem Nobelpreis gewürdigten Finanzierungstheoretiker Modigliani/Miller 1958].

Damit verbleiben als bewertungsrelevant

- Nutzungsentgeltansprüche
- Bewirtschaftungslasten
- Aktuelle Verbindlichkeiten

Nutzungsentgelte

Bei den Nutzungsentgeltansprüchen, also Mieten oder Charterraten, ist zu unterscheiden zwischen bereits vereinbarten Ansprüchen und solchen Ansprüchen, die erst zu einem späteren Zeitpunkt, etwa dann, wenn ein laufender Miet- oder Chartervertrag seinem Ende zugeht, vereinbart werden werden.

Für die bereits vereinbarten Entgelte beschränkt sich die Ermittlung unter der hier geltenden Sicherheitsprämisse auf die Feststellung der mit einem Mieter/Charterer vertraglich geregelten Entgelte, ggf. ergänzt um Annahmen über solche Veränderungen während der laufenden Vertragslaufzeit, die durch umweltszustandsabhängige Entgeltkomponenten entstehen wie inflationsindexierte Mieten oder Umsatzmieten.

Im Falle fremdwährungsdenominierter Nutzungsentgelte empfiehlt sich die Umrechnung mit den jeweiligen, fristigkeitsgerechten, arbitragefreien Devisenterminpreisen, die entweder aus Terminbörsenpreisen für Devisenfutures direkt erhoben oder mithilfe der ungedeckten Zinsparität indirekt ermittelt werden [vgl. Beike/Barckow 2001].

Soweit Nutzungsentgelte für die Zeit nach Ablauf laufender Verträge noch nicht feststehen bzw. dem Bewertenden nicht bekannt sind, entsteht ein Schätzproblem von unter Umständen erheblichen Ausmaßen. Naturgemäß ist ungewiss, wie hoch die Charterraten eines bestimmten Schiffssegmentes in drei Jahren oder die Anschlussmiete für ein bestimmtes Seniorenwohnheim in z.B. 15 Jahren ausfallen werden. Es kann nur gelten, einen durchschnittlich zu erwartenden Betrag abzuschätzen [Stark 2005, §5], wobei oftmals mangels anderer Erkenntnisse das aktuell erzielbare Entgeltniveau, so dieses denn beobachtbar ist, der wesentliche Ansatzpunkt einer Abschätzung sein wird. Unbedingt berücksichtigt werden sollte dabei das Al-

ter des Objektes zum Anschlusszeitpunkt. Für Schiffstypen und auch bestimmte Immobiliensegmente existieren spezifische Marktdatensammlungen, deren Verlässlichkeitsgrad im Einzelfalle zu prüfen ist.

Aus den so gewonnenen Daten aktueller und geschätzter, künftiger Zahlungsansprüche aus Nutzungsentgelten bildet sich eine Zahlungsreihe als Erwartungswert künftig sich realisierender Zahlungen.

Die Länge dieser Zahlungsreihe sollte an der Nutzungsdauer des Objektes ausgerichtet sein oder ab einem Zeitpunkt abbrechen, der aufgrund seiner weiten Zukunftsferne ohnedies kaum noch Gegenwartswerteinfluss hat. Weniger sinnstiftend ist u.E. der Ansatz eines zukünftigen Objektwertes als geschätzter möglicher Veräußerungspreis zu jenem bestimmten Zeitpunkt, ab dem die Schätzung von Nutzungsentgelten als nicht mehr hinreichend verbindlich erachtet wird. Denn die Veräußerungspreisschätzung involviert gleichfalls nichts anderes als den Barwert der ab dann zu erwartenden Nutzungsentgelte, an denen sich ein potentieller Käufer der Zukunft ja orientieren wird, und erbringt insofern gar keine Bewertungserleichterung. Wir verweisen zur Technik en detail auf unsere Beispielstudie für den Hotelimmobilienfonds CFB 111.

Die Zahlungsreihe ist sodann zu diskontieren, sprich der heutige Wert ihrer künftigen Zahlungen zu ermitteln. Die Diskontierung (synonym: Abzinsung) gibt für jede künftig fällige Zahlung die Antwort auf die Frage, wie viel Geld am Bewertungsstichtag bis zum Fälligkeitstag verzinslich angelegt werden müsste, um am Fälligkeitstag aus Anlagebetrag, Zins und aller Zinseszinsen genau einen Betrag in Höhe der zu bewertenden künftigen Zahlung zu erzielen.

Für die Diskontierung stehen insbesondere zwei Methoden zur Verfügung.

- Alle Zahlungen werden mit einem einheitlichen Zinssatz abgezinst.
- Jede Zahlung wird mit einem ihrer Fristigkeit entsprechenden Zinssatz abgezinst, der aus der im Bewertungszeitpunkt geltenden Zinsstrukturkurve, z.B. für Bundesanleihen, hergeleitet wird.

Für das erste Verfahren sei auf die klassischen Lehrbücher der Finanzmathematik verwiesen, [z.B. Kosiol 1984] für das zweite Verfahren auf die Literatur zur Marktzinsmethode, insb. Darstellungen zur Technik der Ermittlung von Zerobondabzinsfaktoren [z.B. Marusev 1993], die einfach handhabbare zinsstruktur- und fristigkeitsgerechte Abzinsungsfaktoren darstellen.

Bewirtschaftungsauszahlungen

Fondsobjekte bedürfen regelmäßig diverser Maßnahmen der Wartung/Instandhaltung, die Auszahlungen verursachen, ebenso wie die Aufrechterhaltung des laufenden Betriebs. Für die Bewertung ist zunächst festzustellen, wer die Auszahlungen solcher Maßnahmen nach den Nutzungsverträgen oder Sonderentwicklungen wie evtl. Gerichtsstreitigkeiten zu tragen hat. Die auf die Fondsgesellschaft entfallenden Auszahlungen sind vom Bewertenden abzuschätzen, wobei wiederum unerheblich ist, nach welchem zeitlichen Plan eventuell die hierfür erforderlichen Zahlungsmittel von der Fondsgesellschaft angesammelt werden. Es kommt lediglich auf Zeitpunkt und Höhe der Auszahlungen an, diese sind wiederum zu diskontieren. Hierbei ist auf typische Erfahrungswerte z.B. für Schiffsdockungen, Instandhaltungsmaßnahmen etc. zurückzugreifen. *Im Kern geht es darum, wie viel Geld im Bewertungszeitpunkt an einen fiktiven Dritten zu zahlen wäre, damit dieser die künftigen Verbindlichkeiten aus den diversen Bewirtschaftungsleistungen, rechtlich einer Schuldübernahme gleich, übernimmt.* Verwiesen sei wieder auf unsere Beispielstudie.

Verbindlichkeiten

Die Bewertungsirrelevanz des Tilgungs- und damit Schuldenverlaufes ändert freilich nichts an der Relevanz der aktuellen Darlehen und sonstiger Verbindlichkeiten, die vom Vermögenswert der Fondsobjekte in Abzug zu bringen sind, um das Reinvermögen des Fonds und weiter den Wert eines Fondsanteils ermitteln zu können. Denn irgendwann müssen diese schließlich beglichen werden, wertunerheblich ist nach den oben besprochenen Annahmen nur, wann das geschieht.

Im einfachsten Falle kann man schlicht den Kreditkontostand im Bewertungszeitpunkt heranziehen. Bei erheblichem Unterschied zwischen Marktzins und aktuellem Kreditzins sollte dann der Marktwert des Kredites ermittelt werden, es sei denn, der marktferne Kreditzins gelte nur noch sehr kurze Zeit, weil der Zinsbindungsauflauf kurz bevorsteht. Als Marktwert eines Kredites gilt der heutige Wert aller Zahlungsansprüche des Kreditgebers einschließlich einer etwaigen Restschuld am Zinsbindungsende. Zuweilen werden die Kreditverträge durch Zins- oder Währungsswaps ergänzt. Diese stellen marktzinsabhängige Zahlungsansprüche und Verbindlichkeiten dar, die analog zu erfassen sind [Vgl. Schmidt 2006].

Somit ergibt sich das folgende

Ermittlungsschema (alle Posten in % des Nominalbetrages; vgl. Beispielstudie)

<i>Fondsanteilswert unter Sicherheit</i>	
=	Schätzwert (Barwert) künftiger Nutzungsentgeltansprüche
–	Schätzwert der barwertigen Bewirtschaftungslasten
–	Marktwert der Verbindlichkeiten

Von diesem Wert ausgehend ist nun festzustellen, welcher Bewertungsabschlag vorzunehmen ist, um die realiter nicht vollständige Marktperfektion, Sicherheit und Liquidität des Fondsanteils zu berücksichtigen.

Unsicherheit

Entgegen der bisherigen Annahmen sieht sich der Fondsinvestor insbesondere drei Unsicherheiten gegenüber:

- Nutzungsentgelte: Entrichtet der Nutzer stets vollständig und pünktlich die vereinbarten Zahlungen? Welches Niveau gilt für die Anschlusszeit?
- Bewirtschaftungslasten: Wie stark werden sie vom Schätzwert abweichen?
- Zahlungen an Kreditgeber: Wie hoch wird der Zinssatz nach Auslaufen der Zinsbindungsfrist sein?

Hierzu ist nüchtern festzustellen, dass

- ein geschlossenes Bewertungskalkül praktisch unmöglich ist, weil nicht verlässlich nachzuvollziehen ist, wie die Zweitmarktakteure Risiken abschätzen, beurteilen und bepreisen.
- Stattdessen muss man sich mit einer intuitiven Ableitung behelfen, was insbesondere darauf hinausläuft, die geschätzten Zahlungen mit einem erhöhten Zinsfuß zu diskontieren. Erhebliche erwartete Zahlungsausfälle durch Nutzerinsolvenzen oder Leerzeiten sollte man aber immer in den Erwartungswert integrieren [zur Unterscheidung von „Wagnisausgleich“ und „Wagnisprämie“ vgl. Stark 2005, § 10].
- Des Weiteren kann eine implizite Vorgehensweise aufschlussreich sein, indem aus beobachteten Zweitmarktpreisen unter Zuhilfenahme unterstellter Schätzungen der „vom Zweitmarkt“ verwendete Diskontierungszinssatz iterativ ermittelt wird [vgl. Beispielstudie]. Diese Methodik greift analog Platz bei einer relativen Bewertung von Fondsanteilen dergestalt, dass aus den jeweils jüngsten Zweitmarktpreisen vergleichbarer Fondsanteile mit deren implizitem Diskontie-

rungssatz der zu bewertende Fondsanteil bewertet wird. Bei der FIXX Zweitmarkt KG sind Projekte angestoßen, die dem Aufbau einer entsprechenden Datenbank gelten.

Marktimperfectionen

Tatsächlich kommt den Märkten für Geldanlage und -aufnahme nicht das mit Prämisse 2 erhobene Perfektionsniveau der vollständigen Gleichheit von Geldanlage- und Geldaufnahmezinssätzen zu; außerdem darf man den Zweitmarktakteuren nicht notwendig unterstellen, dass sie von ihnen nicht präferierte Tilgungs- und Ausschüttungsmuster der Fonds transaktionskostenfrei und klaglos nivellieren werden. Vielmehr ist realistisch, dass die Marktakteure Fondsanteile, die diesbezüglich von ihren Präferenzen abweichen, nicht präferenzfrei bewerten würden, sondern einen entsprechenden Preisabschlag einforderten.

Jedoch ist festzustellen: Ein erheblicher Teil der Fonds schüttet bei maßvoller Tilgung einen wesentlichen Teil der Zahlungsmittelüberschüsse an die Anleger aus. Präferenzunterschiede dürften sich daher auf Einzelfälle und/oder nur geringe Abweichungen zwischen Fondspraxis und Anlegerwunsch beschränken. Insoweit gibt die Aufhebung dieser Prämisse allenfalls zu geringen Bewertungskorrekturen Anlass.

Illiquidität

Weit schwerer wiegt die tatsächliche Handelsliquidität der Fondsanteilsobjekte, die weder im Sinne der Zeitdimension als auch der Preisdimension - trotz der Aktivitäten von Zweitmarktintermediären - auch nur annähernd perfekt ist. Mit der skizzierten Ermittlung impliziter Diskontierungszinssätze ist diesem Problembereich in einem Schritt mit Rechnung getragen. Freilich lässt sich nicht trennen, wie viel des Aufschlages des implizit ermittelten Diskontierungszinsfußes zum risikofreien Marktzinssatz auf den Risikoaspekt entfällt und wie viel dem Liquiditätsaspekt zuzuschreiben ist. Dies ist aber für das hier skizzierte Bewertungsproblem ohnedies zweitrangig.

Ausblick

In diesen grundsätzlichen Ausführungen nicht erörtert, aber womöglich bewertungsrelevant können sein:

- Einkommensteuerliche Aspekte, also die Weiterführung des hier vorgestellten Bewertungsansatzes auf eine Nachsteuerbetrachtung.
- Haftungsfragen, die insb. dann bewertungsrelevant werden, wenn eine Fondsgesellschaft zahlungsunfähig zu werden droht bei gleichzeitig wieder aufgelebter Kommanditistenhaftung bzw. Treugeberregresspflichten.
- Im selben Kontext optionspreistheoretische Bewertungsansätze für jene Fälle, in denen bei ausgeschlossener Anlegerhaftung ein Zahlungsausfall der Fondsgesellschaft gegenüber ihren Fremdmittelgebern hinreichend wahrscheinlich ist.
- Die Risikobehandlung im Portfoliokontext insb. bei solchen Fonds, denen eine geringe Korrelation zum sonstigen Finanzmarktgeschehen unterstellt werden darf.

Verzeichnis der Literaturhinweise

Beike/Barckow 2001: Risk-Management mit Finanzderivaten, 3. Aufl., Oldenbourg, München.

Kempf 1999: Wertpapierliquidität und Wertpapierpreise, Gabler, Wiesbaden.

Kosiol 1984: Finanzmathematik, 10. Aufl., Gabler, Wiesbaden.

Lüdicke/Arndt 2009: Geschlossene Fonds, 5. Aufl., C.H.Beck, München.

Modigliani/Miller 1958: The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, 48. Jg., S. 261 - 297.

Schmidt 2006: Derivative Finanzinstrumente, 3. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

Stark 2005: Grundsätze zur Privatfinanz, Oldenbourg, München.