

Beispielstudie

A) Präambel

- Diese Bewertung stellt **keine Empfehlung** zum Kauf, Verkauf oder Halten des besprochenen Kommanditanteils dar.
- Bewertung im Sinne gutachterlicher Wertermittlung ist stets ein **subjektiver Vorgang** vor dem Hintergrund notwendig vorhandener Vergleichsalternativen (und erschöpften sich diese im Unterlassen bzw. Konsum oder Kassenhaltung). In dieser Beispielstudie wird die Sicht eines fiktiven Bewertungssubjektes eingenommen („der Bewertende“), das ein Investment in das Bewertungsobjekt vor dem Vergleichshintergrund einer Anlage am Rentenmarkt erwägt.
- Die wesentlichen Bewertungsparameter sind in **Prozent** des nominalen Kommanditkapitals angegeben. Diese Normierung veranschaulicht die relevanten Fondserfolgsgrößen und gibt eine erste Vorstellung der Renditesensitivitäten.
- Weitere Erläuterungen zur Bewertungsmethodik enthält unser Arbeitspapier „Skizze eines Bewertungskonzeptes für Anteile geschlossener Fonds“.

B) Daten

- Bewertungsobjekt sind Anteile des geschlossenen **CFB-Fonds 111 – Maritim Köln**, der unter „RAPIDA Grundstücks-Vermietungsgesellschaft mbH & Co. Objekt Maritim Köln KG“ firmiert.
- Bewertungszeitpunkt: Anfang 2010, nach Ausschüttung.
- Datenquellen sind:
 - Emissionsprospekt CFB Commerz Fonds Beteiligungsgesellschaft mbH, Düsseldorf 1997 und
 - Geschäftsbericht 2008, CFB-Fonds 111 – Maritim Köln Commerz Real Fonds Beteiligungsgesellschaft mbH, Düsseldorf 2009.
- Eckdaten
 - Das wesentliche Vermögensgut der Fondsgesellschaft ist eine Hotelimmobilie am linken Rheinufer in Köln.
 - Die Immobilie ist vermietet an die Maritim Hotelgesellschaft mbH, der aktuelle Mietvertrag ist befristet bis Ende 2027 (Details. s.u.).
 - Das nominelle Kommanditkapital beträgt 46 Mio. Euro (=100%); die Anleger sind sämtlich als im Handelsregister eingetragene Direktkommanditisten beteiligt.
 - Der Stand der Verbindlichkeiten beträgt etwa 110% des Kommanditkapitals, der Bankguthaben 23%.

C) Bewertung unter Sicherheit

- **I) Schätzbarwert der Nutzungsentgeltansprüche**
 - a) Vereinbarte Nutzungsentgelte (bis 2027)**

Das Mietentgelt (ohne Nebenkostenerstattung und Umsatzsteuer) setzt sich aus Grundmiete und einer umsatzabhängigen Miete zusammen. Die Grundmiete liegt aktuell bei 15,2% p.a. Im Mietvertrag ist eine jährliche Anpassung der Grundmiete um 80% der Lebenshaltungskostenindexveränderung vereinbart. Die vereinbarte Umsatzmiete beträgt 5% des durchschnittlichen Jahreshotelumsatzes der letzten drei Jahre, mindestens aber 1,278 Mio. Euro = 2,8%.

Die faktische Umsatzmiete entspricht seit nahezu zehn Jahren immer dem Mindestwert. Der Bewertende schätzt den Effekt einer womöglichen Erhöhung der Umsatzmiete gering ein bzw. hauptsächlich als durch allgemeine Preissteigerungen während des bis 2027 laufenden Mietvertragszyklus hervorgehend, so dass beide Mietkomponenten letztlich vom Preisindex abhängen dürften. Er geht von

moderaten, gleichwohl höheren als den aktuellen Inflationsraten aus und setzt als Erwartungswert eine Mietsteigerung von insgesamt 1,5 % p.a. bis 2027 an. Somit wird eine erwartete Zahlungsreihe von 18 als jährlich nachschüssig unterstellter Zahlungen an die Fondsgesellschaft von 18,0% bis 23,5% zugrunde gelegt.

b) Künftig zu vereinbarende Nutzungsentgelte (ab 2028)

Eine in knapp 20 Jahren erzielbare Miete lässt sich allenfalls grob abschätzen. Mangels anderer sinnvoll kalkulierbarer Einflüsse orientiert sich der Bewertende an seinem Schätzwert für das Jahr 2027. Er unterstellt dabei aber den Regelfall, dass trotz der anzunehmenden technischen und optischen Instandhaltung des Objektes zufolge dessen dann erhöhten Alters ceteris paribus mit einer Mieteinbuße zu rechnen ist. Diese Einbuße wird vom Bewertenden aufgrund der hervorragenden Lage vorsichtig moderat veranschlagt, nämlich mit 15% des Mietansatzes für 2027, mithin ergibt sich für 2028 ein Ansatz von 20,0%. Von diesem verringerten Niveau aus wird wiederum mit einer jährlichen Steigerung von 1,5% gerechnet, die bis 2100 fortgeführt wird.¹

c) Diskontierung

Aus den Überlegungen zu a) und b) ergibt sich damit die im untenstehenden Datenblatt verzeichnete Zahlungsreihe aus sämtlichen erwarteten Nutzungsentgeltansprüchen.

Für die Bewertung unter Sicherheit bedarf es Zinssätze für risikofreie Geldanlagen. Diese gibt es realiter freilich nicht; als Näherungsgröße wählt der Bewertende die Null-Kupon-Euro-Swapkurve nach zinsstatistischen Daten der Deutschen Bundesbank.² Die resultierenden Zerobondabzinsfaktoren zeigt das Datenblatt in der unteren Hälfte. Es ergibt sich als Schätzwert der Nutzungsentgeltansprüche unter Sicherheit ein Barwert von

673 % des Kommanditkapitals.

• **II) Bewirtschaftungsauszahlungen**

a) Erfassungsbereich

Diese Größe sei hier im weitesten Sinne verstanden: sie umfasst insb. alle Auszahlungen, die der Betrieb der Fondsimmoblie für die Fondsgesellschaft verursacht sowie alle Auszahlungen der Fondsgesellschaft zu ihrer eigenen Verwaltung sowie jener der Kommanditanteile.

b) Periodische Auszahlungen

Die Beträge periodischer Auszahlungen entnimmt der Bewertende dem Geschäftsbericht, wobei er nur Positionen erfasst, die nicht vom Mieter erstattet werden. Das aktuelle Niveau dieser Auszahlungen beläuft sich auf 1,4%; als jährliche Steigerungsrate wählt der Bewertende 2,5%. Auf den Ansatz einer nicht auszuschließenden Auszahlung für Instandhaltungen an Dach und Fach (der Mieter hat hierfür einen Betrag von maximal 10% der jeweiligen Jahresmiete zu tragen) verzichtet der Bewertende.

c) Aperiodische Auszahlung 2027

Eine aperiodische Auszahlung ist aber (spätestens) für das Jahr des Mietvertragsauslaufes im Jahr 2027 zu erwarten; deren Höhe zu treffen ist naturgemäß wiederum praktisch unmöglich. Der Bewertende orientiert sich an typischen ca.-

¹ Der genaue Fortführungsendzeitpunkt hat aufgrund des Diskontierungseffektes nur untergeordnete Bewertungsbedeutung.

² Zeitreihen WX0073 bis WX0099 und WX0200 bis WX0222; Fristigkeiten über 50 Jahre mit einem Zuschlag von 0,01 Prozentpunkten auf den Zeitreihenwert von WX0222 je Jahr über 50.

Beträgen pro qm und weiterer bautechnischer Größen, wobei er angesichts der Exklusivität des Objektes den oberen Bereich des Spektrums wählt. Einschließlich Kostensteigerungsannahme schätzt er für 2027 einen Wert von 70 %.

d) nach 2027

Auch noch fernere aperiodische Auszahlungen sind nicht bewertungsirrelevant. Der Bewertende setzt eine Periodizität von 25 Jahren bei selbem Niveausatz wie 2027 bei 2% Steigerungsfaktor an (s. Datenblatt).

e) Diskontierung

Für die Auszahlungen ergibt sich unter Sicherheit in der Summe ein Barwert von (vgl. Datenblatt)

162 %.

• **III) Verbindlichkeiten der Fondsgesellschaft**

a) Nominal

Die Verbindlichkeiten aus Bankkrediten und einem Mieterdarlehen belaufen sich – unter Fortschreibung der Daten zum Geschäftsberichtsstichtag auf den Bewertungszeitpunkt – auf etwa 110%.

b) Marktwertzuschlag

Angesichts des hohen Darlehenssatzes von 6,77% p.a. für die Einheit von Darlehen inkl. Zinsswap für noch drei Jahre kalkuliert der Bewertende einen Marktwertzuschlag von 12%.

c) Marktwert der „Nettoverbindlichkeiten“

In Summe ergibt sich damit nach Saldierung der Bankguthaben von 23% ein Wert von 99%.

• **IV) Fondsanteilswert unter Sicherheit**

Somit ergibt sich für den

<i>Fondsanteilswert unter Sicherheit</i>	
= Schätzwert (Barwert) künftiger Nutzungsentgeltansprüche	673 %
– Schätzwert der barwertigen Bewirtschaftungslasten	162 %
– Marktwert der Verbindlichkeiten (netto)	99 %

= 412%

Abweichungen des Zweitmarktpreises von diesem Wert können auf folgenden Ursachen beruhen:

- 1) Die Schätzwerte entsprechen nicht den „wahren“ Erwartungswerten.
- 2) Die Gefahr, dass die Realisation einer Größe von ihrem Erwartungswert abweichen wird.
- 3) Präferenzen der Anleger bezüglich der Umsetzung der Zahlungen von der Fondsebene in die Anlageebene.
- 4) Marktunvollkommenheiten am Zweitmarkt.

Diese Ursachen – maßgeblich dürften hier die Punkte 2 und 4 sein – werden ausnahmslos als Verringerung der Marktbewertung im Zweitmarktpreis gegenüber dem Anteilswert unter Sicherheit niederschlagen, die ebenso im individuellen Bewertungskalkül des Bewertenden eine Rolle spielen mögen, wie nachfolgend zu betrachten ist:

D) Bewertung unter Unsicherheit

I) Vorüberlegungen

- Vor einer Diskontierung der jeweiligen Zahlungsreihen ist zu überlegen, ob für die Zahlungsreihe der bereits vereinbarten Nutzungsentgelte ein Abschlag in den Zahlungswerten als Kompensation für erwartete Ausfälle durch Nutzerinsolvenzen, Mietzinszugeständnisse oder Leerstandzeiten durchgeführt werden soll. Der Bewertende verzichtet hier darauf, weil er angesichts der Objektqualität sowie der Mietsicherheiten auch im – als nicht sehr wahrscheinlich erachteten – Insolvenzfall von einer zügigen und ebenbürtigen Neuvermietung und somit eher geringen Einbußen ausgeht.
- Aus den Verbindlichkeiten resultiert ein Zinsänderungsrisiko, weil nicht bekannt ist, wie hoch der Bankkreditzins nach Auslaufen der Zinsbindungsfrist in drei Jahren sein wird. Damit besteht für den aus den Bankverbindlichkeiten folgenden Zahlungsstrom („Kapitaldienst“) bis zum Zinsbindungsende Sicherheit, für die Zeit danach aber Unsicherheit. Der Bewertende entschließt sich jedoch, in soweit keine Veränderung seines Diskontierungszinssatzes vorzunehmen, weil die hieraus entstehenden Risiken (und auch Chancen) auf der privaten Anlageebene, etwa durch Abschluss eines FRAs (Forward-Rate-Agreement), eliminiert werden könnten.
- Ebenso wenig hält er einen Diskontierungszinszuschlag für abweichende Ausschüttungspräferenzen für angezeigt, weil die Ausschüttungs- und Tilgungspolitik der Fondsgeschäftsführung (letzte Ausschüttung 5,75%, Tilgung 5,5%) mit seinen diesbezüglichen Präferenzen weitestgehend harmonisiert.

II) Diskontierung mit eigenen Renditeansprüchen

Somit bleiben *im Bewertungsfalle dieser Studie* für die individuelle Bewertung unter Unsicherheit spezifische Diskontierungsfaktoren für die Einzahlungsreihe der Nutzungsentgelte sowie die Auszahlungsreihe aus Bewirtschaftungslasten zu suchen.

Die ökonomische Qualität der letzteren gleicht einer Kreditverbindlichkeit, dessen Höhe und Zeitpunkt ungewiss sind. Auf perfekten Märkten ist der Wert der aus Bewirtschaftungslasten resultierenden Gläubigeransprüche bzw. -verbindlichkeiten unabhängig davon, ob er aus Schuldner- oder Gläubigersicht kalkuliert wird. Davon darf hier aber nicht ausgegangen werden. So ist durchaus vorstellbar, dass der Gläubiger einen erwarteten Anspruch mit einem geringeren Satz diskontiert als der Schuldner.

Ausgangspunkt ist die Bewertung der Nutzungsentgeltansprüche frei von irgendwelchen Lasten durch Bewirtschaftung oder Kapitaldienst. Es sind gleichsam die Kapitalkosten des Gesamtkapitalmarktwertes zu suchen, der ja durch nichts anderes gegeben ist als den Wert der Nutzungsentgeltansprüche. Hierbei ist zu bedenken, dass diese quasi „nur“ der Höhe nach unsicher sind, wobei ein bestimmter „Sockelbetrag“ als fast sicherer Anspruch zu qualifizieren ist. Anders als etwa bei Anleihen von Industrie- oder gar Handelsunternehmen ist ein nahezu vollständiger Zahlungsausfall so gut wie ausgeschlossen.

Der Bewertende berücksichtigt dies mit moderaten Diskontierungszinszuschlägen im Vergleich zu Staatsanleihen. Dies ist auch vor dem Hintergrund des Financial wie Operate Leverage angezeigt: So verursacht die erwartete Rendite des Fremdkapitalmarktwertes von hier nur etwa 4% durch den Leverage-Effekt auch bei nur moderat anmutendem Diskontierungssatzniveau der Nutzungsentgeltansprüche ein schon erhebliches Niveau der Rendite des Eigenkapitalmarktwertes, wie wir sogleich feststellen können.

III) Diskontierungszinsfüße im Einzelnen

a) Nutzungsentgeltansprüche

Die Bewertung der Nutzungsentgeltansprüche gibt Antwort auf die Frage, wie viel der Bewertende bzw. ein Dritter zu zahlen bereit wäre, um den risikobehafteten Zahlungsstrom der erwarteten Nutzungsentgelte zu erwerben.

- Für die vereinbarten Entgelte sieht der Bewertende, wie oben angerissen, geringe Risiken; sein allgemeiner Illiquiditätsprämienanspruch ist zudem gemäßigt. Er entschließt sich insoweit zu einer Diskontierung mit 4,5% p.a.
- Für die noch nicht vereinbarten, erwarteten Nutzungsentgelte erhöht er den Satz angesichts der höheren Unsicherheit auf 5,5% p.a.
- Damit ergibt sich ein unsicherheitsadjustierter Nutzungsentgeltbarwert von $248\% + 182\% = 430\%$.

b) Bewirtschaftungsauszahlungen

- Für die laufenden Bewirtschaftungsauszahlungen sieht der Bewertende nur geringes Schwankungspotenzial und nimmt angesichts ihrer eher geringen Beträge insoweit keine Risikoadjustierung vor.
- Bezüglich der aperiodischen Bewirtschaftungsauszahlungen ist die Frage zu beantworten, wie viel der Bewertende bzw. ein Dritter von ihm heute verlangte, um die unsicheren künftigen Verbindlichkeiten aus aperiodischen Bewirtschaftungslasten vollständig zu übernehmen. Hier kalkuliert der Bewertende – und insoweit Marktperfektionen berücksichtigend (Verbindlichkeiten aus Bewirtschaftungslasten sind nun mal kaum handelbar) – für die als erheblich eingestufte Unsicherheit analog einen Abschlag auf den risikolosen Diskontierungszinsfuß. Denn ohne Abschlag könnte man bei gleichem Erwartungswert künftiger Auszahlungen durch einen einfachen Kreditvertrag risikolos eine betragsgleiche Einzahlung erzielen. Hier nicht im Detail zu erläuternde Äquivalenzüberlegungen des Bewertenden führen zu einem Diskontierungszins von 3 % p.a. Es errechnet sich ein Barwert von 99%.
- Somit ergibt sich der individuelle, unsicherheitsadjustierte Barwert aller geschätzten Auszahlungen aus Bewirtschaftungslasten zu $82\% + 99\% = 181\%$.

Insgesamt stellt sich damit der Wert für den Bewertenden auf $430\% - 181\% - 99\% = 150\%$.

IV) Marktimplikationen unter Ansatz eigener Erwartungswerte

a) Prämie als ZBAF-Aufschlag

Gesucht ist jenes Konglomerat von Zerobondabzinsfaktoren (ZBAFs), das bei einheitlichem Aufschlag über das gesamte Laufzeitspektrum der jeweiligen Zerobondrenditen auf die „Nettozahlungsreihe“ zu einem Barwert in genau der Höhe der letzten Zweitmarktpreise (etwa 100%) führt. Dies ist bei einem Satz von

5,27 Prozentpunkten

der Fall.

b) Alternative: Interner Zinsfuß der „Nettozahlungsreihe“

Trotz mehrfachen Vorzeichenwechsels der Zahlungsreihe existiert ein eindeutiger interner Zinsfuß von

8,74% .

E) Schluss

- Bewertung ist subjektiv. Ein anderer Bewerter wird abweichende Erwartungen hegen und andere Risikoprämien fordern.
- Wenn man die Erwartungswerte des Bewertenden als ungefähr realistisch einstuft, bleibt die Frage zu würdigen, wofür am Zweitmarkt eine Prämie von rund fünf Prozentpunkten entsteht. Mögliche Antworten liegen in den Bereichen:
 - **Zahlungspräferenzen:** Die Ausschüttungsrentabilität des CFB 111 liegt mit unter 6% erheblich unterhalb des Niveaus der Renditeerwartung.
 - **Risikoaversion:** Die Zweitmarktteilnehmer dürften risikoscheu sein. Wie viel von den in Rede stehenden fünf Renditeprozentpunkten einer geforderten Risikoprämie – auch mit Blick auf eine etwaige „Hotelkrise“ – zuzuschreiben ist, soll hier dahingestellt bleiben.
 - **Illiquiditätsprämie:** Es ist allgemein anerkannt, dass von zwei handelbaren Zahlungsströmen identischer Beträge derjenige den geringeren Wert aufweist, der schwieriger zu veräußern ist.
 - **Steuerliche Aspekte:** Im Vergleich zur Abgeltungsteuer bei Aktien- oder Rentenanlagen ist der „persönliche Steuertarif“ für die geschlossene Immobilienfondsanlage für die meisten Anleger höher. Jedoch wird die steuerliche Bemessungsgrundlage um Abschreibungen verringert. Negativ dürfte eingestuft werden, dass auch nicht ausschüttungswirksame Ertragsbestandteile steuerpflichtig sind, was beim CFB 111 zufolge seiner hohen jährlichen Kredittilgungen besonders ausgeprägt ist.

Insgesamt mag es für den Bewertenden dahinstehen, wodurch die Renditeprämien zustande kommen mögen. Er zieht im Lichte seiner Bewertung ein Investment in den CFB 111 einer Rentenanlage vor. Auch wenn seine Erwartungen ein Stück weit im negativen Sinne verfehlt werden sollten, so ist angesichts des offenbar vorliegenden „Risikopuffers“ die Wahrscheinlichkeit, eine geringere Rentabilität als etwa mit Staatsanleihen zu erzielen, aus seiner Sicht doch sehr gering. Treten seine Erwartungswerte nur in etwa ein, so wird er langfristig einen ganz erheblichen Mehrwert erzielen.

Datenblatt: CFB 111

I) Nutzungsentgeltansprüche	Ausgangsniveau	Wachstumsf.	ab	Weiteres	Barwert bei Sicherheit	bei Unsicherheit
a) vereinbarte	18%	1,5%	2010	-	272%	248%
b) geschätzte künftig zu vereinbarende	20%	1,5%	2028	-	401%	182%
c) Barwertsumme a) + b)					673%	430%
II) Bewirtschaftungslasten						
a) laufende	1,4%	2,5%	2010	-	82%	82%
b) aperiodische	70% in 2027, 115% in 2052, 188% in 2077				80%	99%
c) Barwertsumme a) + b)					162%	181%
III) Verbindlichkeiten netto						
a) nominal					110%	110%
b) Marktwertzuschlag					12%	12%
c) Bankguthaben					23%	23%
d) Marktwert = a) + b) - c)					99%	99%
IV) Anteilschätzwert					412%	150%

Jahr	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fristigkeit	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
Zinssatz	1,08%	1,44%	1,81%	2,16%	2,46%	2,72%	2,94%	3,13%	3,26%	3,42%	3,54%	3,64%	3,73%	3,81%	3,88%	3,90%	3,92%
ZBAF	0,9893	0,9718	0,9476	0,9181	0,8856	0,8513	0,8164	0,7815	0,7492	0,7144	0,682	0,6511	0,6212	0,5924	0,565	0,5422	0,5201

Jahr	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
Fristigkeit	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
Zinssatz	3,94%	3,95%	3,97%	3,95%	3,94%	3,92%	3,91%	3,90%	3,86%	3,82%	3,78%	3,75%	3,72%	3,69%	3,66%	3,64%	3,61%
ZBAF	0,4988	0,479	0,459	0,4433	0,4273	0,413	0,3983	0,3842	0,3735	0,3634	0,3538	0,3438	0,3343	0,3252	0,3165	0,3073	0,2995

Jahr	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059
Fristigkeit	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50
Zinssatz	3,59%	3,56%	3,54%	3,52%	3,50%	3,49%	3,47%	3,45%	3,44%	3,42%	3,41%	3,40%	3,38%	3,37%	3,36%	3,35%
ZBAF	0,291	0,2838	0,2761	0,2686	0,2614	0,2536	0,2469	0,2406	0,2336	0,2277	0,2211	0,2148	0,2096	0,2037	0,198	0,1925



FIXX Zweitmarkt KG
Handelsgesellschaft für Anteile geschlossener Fonds

FIXX Zweitmarkt KG
Konkordiastraße 16
58095 Hagen

Tel.: 02331 97 111 25
Fax: 02331 97 111 24
E-Mail: info@fixx-zweitmarkt.de
Internet: www.fixx-zweitmarkt.de