

Immobilien derivative

Zusammenfassung des Beitrag von Prof. Dr. Stefan Kofner, MCIH zu Wohnungswirtschaft und Mietrecht 05/2009, S. 275-279

“Wir können nicht länger ungeprüft behaupten, daß alle Innovationen gut für die Märkte sind, weil sie sie sonst gar nicht erst erfunden hätten.”

Aussage von Robert Kuttner auf der Anhörung des Ausschusses für Finanzdienstleistungen des Repräsentantenhaus am 2. Oktober 2007, übersetzt vom Verfasser.

Die Finanzmärkte haben ihr destruktives Potential machtvoll offenbart. Eine Katastrophe dieses Ausmaßes wäre mit den traditionellen Instrumenten der Immobilienfinanzierung und der Bankenrefinanzierung niemals möglich gewesen. Sie wurde erst möglich, weil Aufsichtsbehörden, Bankvorstände und Aufsichtsräte eine unregelte und zügellose Innovationstätigkeit an den Finanzmärkten zugelassen haben. Finanzinnovationen, deren Auswirkungen auf das systemische Risiko noch kaum abgeschätzt werden konnten, wurden auf breitester Front eingesetzt. So wurde die massenweise Verbriefung von minderwertigen Hypothekarkrediten durch den umfassenden Einsatz von Kreditderivaten wesentlich erleichtert. Die Finanzmärkte sind nun dabei, die technischen Voraussetzungen für den Handel mit Immobilien derivative zu schaffen. Das Handelsinstrumentarium soll um „die letzte klassische Assetklasse ohne Derivate“ erweitert werden. Wieder droht die Gefahr, daß die neuen Instrumente auf breiter Front eingesetzt werden, bevor ihre Auswirkungen auf die primären Märkte verstanden wurden. Das ist so, als würde man ein Medikament freigeben ohne irgendeine Vorstellung über die möglichen Nebenwirkungen zu haben.

Definition von Derivaten

Derivate sind abgeleitete Finanzprodukte (lat. derivare = ableiten). Jedem Derivat liegt ein Basiswert oder „Underlying asset“ zugrunde. Dabei kann es sich um Wertpapiere wie Aktien oder Anleihen, aber auch um Kredite, Rohstoffe oder Devisen handeln. Auch Aktien- oder Rohstoffindizes oder das Wetter in Form von „Degree-Day-Indizes“, die die Höhe der Abweichung der gemessenen Temperatur von einem Referenzwert an einer im voraus festgelegten Wetterstation über einen bestimmten Zeitraum darstellen (Schäfer 2005, S. 7 f.), eignen sich als Basiswerte. Dies zeigen die verschiedenen gebräuchlichen Formen von Wetterkontrakten: Wetterswaps, Wetteroptionen, Wettercollars, Wetterstrangles, Wetterstraddles, Compound-Wetteroptionen, Barrier-Wetteroptionen, Wetterpreads und digitale Wetteroptionen.

Derivatehandel

Derivate werden an Börsen gehandelt oder einfach „over the counter“ (OTC), das heißt direkt zwischen den Marktteilnehmern. Der Preis eines Derivates richtet sich nach der Entwicklung des unterliegenden Basiswertes. Derivate werden nicht auf Gegenwartsmärkten, sondern auf Zukunftsmärkten gehandelt.

...

Anlegermotive

Die Marktteilnehmer wenden sich aus unterschiedlichen Motiven an den Derivatemarkt. Während Spekulanten und Arbitrageure Gewinn aus ihren Engagements erzielen wollen, bildet beim „Hedging“ die Absicherung einer schon vorhandenen, „offenen“ Position das Motiv für den Geschäftsabschluß. ... Ein weiteres Motiv bildet die Portfoliodiversifizierung.

...

Anforderungen an Immobilienderivate

Immobilien sind aufgrund ihrer spezifischen Eigenschaften (Unikatcharakter, Eingriffe in die Preisbildung, niedrige Umschlaghäufigkeit, etc.) keine idealen Basiswerte. Im einzelnen werden in der Literatur folgende Anforderungen im Hinblick auf die Geeignetheit eines Vermögensgegenstandes als Basiswert für ein Derivat genannt:

- Homogenität
- Freie Preisbildung
- Ausreichende Liquidität des Kassamarktes
- Arbitragemöglichkeit des Basiswertes

Kreditderivate auf der Basis von Hypothekendarlehen

Der Transfer des Ausfallrisikos von Hypothekarkrediten mit Hilfe von Kreditderivaten steht im Zentrum der Finanzmarktkrise (Kofner 2009). Mit Kreditderivaten werden Ausfallrisiken von Krediten oder Anleihen übertragen, ohne die zugrundeliegende Kreditbeziehung zu verändern. Die wichtigste Gruppe der Kreditderivate bilden die sogenannten „Credit Default Swaps“ (CDS).¹

...

Defizite des CDS-Marktes

Der unregulierte CDS-Markt hat sein destruktives Potential in der Finanzmarktkrise mit größtmöglicher Deutlichkeit offenbart. Die Verbriefungs- und Schatten-Versicherungsmärkte im Hintergrund haben die völlig verantwortungslosen Kreditvergabepraktiken an den Primärmärkten überhaupt erst ermöglicht.

...

Anforderungen an Immobilienindizes

Da Immobilienderivate abgesehen von Immobilienaktienpositionen kaum auf direkte Eigentumspositionen an Immobilien bezogen werden können, sind Immobilienindizes eine notwendige Voraussetzung für das Entstehen von Immobilienderivatemarkten. Die entsprechenden Instrumente werden als „Immobilienindex-Derivate“ bezeichnet. Damit die Marktteilnehmer

¹ Die BaFin zählt neben den Credit Default Swaps noch Total Return Swaps, Credit Spread Options und Credit Linked Notes (CLN) zu den Kreditderivaten. Die CLN sind eine Variante der CDS. Es handelt sich dabei um gedeckte Schuldverschreibungen mit einem Versicherungselement. Kommt es bei den Deckungskrediten zu Ausfällen oberhalb einer bestimmten Grenze, müssen die Anleihegläubiger auf einen Teil ihres Kapitals verzichten.

einen Immobilienindex annehmen, sollte er auf hochwertigen Inputdaten basieren und über ein zuverlässiges Servicekonzept verfügen. Bei der Auswahl einer Indexformel kommt es auf insbesondere auf die Transparenz und die Nachvollziehbarkeit an. Die Indexdaten sollten für die Marktteilnehmer frei zugänglich und ständig verfügbar sein. Außerdem müssen sie von der Unabhängigkeit der Datengenerierung überzeugt sein. Weiterhin spielt die Aktualität der Daten eine große Rolle. In dieser Hinsicht sind Immobilien-Aktienindizes natürlich gegenüber datenbankbasierten Indizes im Vorteil, weil die Kurse der unterliegenden Basiswerte täglich neu festgestellt werden. Anzustreben ist schließlich eine möglichst große Anzahl an Indexobjekten (Plewka 2003, S. 141).

Die wichtigsten deutschen Immobilienindizes

Für den deutschen Immobilienmarkt sind drei Indizes von besonderer Bedeutung:

- Bulwien GESA German Property Index
- IPD DIX Deutscher Immobilien Index
- E & G Deutscher Immobilien-Aktienindex (DIMAX)

...

Auswirkungen auf den Wohnungsmarkt

Die Frage, welche Rückwirkungen die Diffusion von Immobilienderivaten auf die „Kassamärkte“ haben könnte, stellen sich die Protagonisten der „Virtualisierung von Immobilien“ meistens nicht. Dabei sollte diese Frage am Anfang jeder Beschäftigung mit Derivaten stehen. Es ist im Falle der Immobilienmärkte durchaus nicht abschließend geklärt, in welcher Weise das Vorhandensein von leistungsfähigen Derivatemärkten das Verhalten der Marktteilnehmer an den Kassamärkten und damit die Kassapreise beeinflussen wird.

...

Literatur

Abhyankar, A. (1995): Return and Volatility Dynamics in the FTSE100 Stock Index and Stock Index Futures Markets, in: Journal of Futures Markets, vol. 15, S. 457-88.

DIX Launch 2009: Indexwerte 2008, verfügbar unter www.ipd.com.

Hammer, T. (2007): Kreditderivate: Wie russisches Roulette, in: DIE ZEIT v. 13. April 2007.

Höchtel, M. (2007): Immobilien-Index-Derivate: Produkte, Märkte und Chancen, Präsentation auf dem 1st European Forum on Property Index Derivatives and Trading Simulation, München im Dezember 2007.

Kofner, S. (2008a): Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 61. Jg. (2008), Heft 2, S.68-72.

Kofner, S. (2008b): Die Hypotheken- und Finanzmarktkrise, Fritz Knapp Verlag (2008).

Kofner, S. (2009): Mortgage credit risk transfer and financial stability, Presentation for the European Mortgage Federation / European Network of Housing Research Joint Seminar on European Mortgage Markets, Brussels, Belgium, 1st April 2009.

Piazolo, D. (2007): IPD-Indizes als Basis für Immobilienderivate, Präsentation auf dem 1st European Forum on Property Index Derivatives and Trading Simulation, Frankfurt a.M. im November 2007.

Plewka, T. (2003): Derivate Instrumente für den Immobilienanlagemarkt. Eine Analyse der Funktionsfähigkeit von Immobilienderivaten und synthetischen Immobilienanlageprodukten, Institut für Immobilienmanagement an der Universität Leipzig (Reihe Immobilienmanagement, Band 6).

Rudolph, B. / Schäfer, K. (2005): Derivative Finanzmarktinstrumente Berlin: Springer.

Rudolph, B. et al. (2007): Kreditrisikotransfer: Moderne Instrumente und Methoden, Berlin: Springer.

Schäfer, H. (2005): Absicherung von Umsatzrisiken mit Hilfe von Wetterderivaten, in: Betriebswirtschaftliche Blätter, 54. Jg., H. 8, S. 463-469.

Yiu, C. / Hui, E. / Wong, S. (2005): Lead-Lag Relationship between the Real Estate Spot and Forward Contracts Markets, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Sep-Dec 2005.

Bernd Knobloch: Use of Derivatives as Innovative Instruments on the International Property Market, in: Real Estate Banking – Facts and Figures 2007/2008, ed. by vdp Verband Deutscher Pfandbriefbanken.

Dr. Franz Eilers / Thomas Hofer: The Statistical Recording of Property Price Developments in Germany: Using the vdp Transaction Database, in: Real Estate Banking – Facts and Figures 2007/2008, ed. by vdp Verband Deutscher Pfandbriefbanken.

Thomas Hofer: The vdp Transaction Database and Property Price Index: Status, Results, Prospects, in: Real Estate Banking – Facts and Figures 2008/2009, ed. by vdp Verband Deutscher Pfandbriefbanken.

Dirk Chlench and Gesine Rübel: Index Derivatives, the innovative form of property investment, in: Real Estate Banking – Facts and Figures 2008/2009, ed. by vdp Verband Deutscher Pfandbriefbanken.