

Anlagelösungen mit Immobilienderivaten

Von Dr. Francesco Adilberti
und Dr. Jörg Rüttschi, CFA

Die Autoren arbeiten im Bereich
Structured Solutions
bei Goldman Sachs International

Obschon die Diskussion um die indirekte Immobilienanlage mit der Verbreitung von Immobilienfonds, kotierten Beteiligungsgesellschaften und, auf internationaler Ebene, mit den Real Estate Investment Trusts (REITs) eine neue Wendung nahm, bewegte sich die Diskussion um die Flexibilisierung der direkten Finanzanlage in Immobilien – d.h. der physischen Immobilienanlage – wenig. Während sich der Einsatz von Derivaten bei traditionellen Finanzanlagen wie Aktien und Obligationen durchgesetzt hat, stossen deren Anwendungsmöglichkeiten in der physischen Immobilienanlage bisher noch auf wenig Akzeptanz. Dabei verfügen Immobilienderivate in den Bereichen Liquiditätsschaffung, Informationsbereitstellung und allgemeine Markteffizienz gerade über jene Attribute, welche im Immobilienmarkt vielfach bemängelt werden. So konnten sich in anderen europäischen Ländern, das Musterbeispiel ist Grossbritannien, Immobilienderivate bereits relativ gut eta-



Dr. Francesco Adilberti

blieren und finden in der Vermögensanlage einen regen Einsatz.

Was ist ein Immobilienderivat?

Ein herkömmliches Immobilienderivat ist nichts anderes als ein Vertrag, bei dem die Handelspartner vereinbaren, die Performance eines Immobilienindex gegen eine festgelegte Zahlung auf einen bestimmten Nominalbetrag und zu bestimmten Zeitpunkten zu tauschen, ähnlich wie zum Beispiel bei einem Total Return Swap auf Aktien. Hierbei findet jedoch kein physischer Kauf oder Verkauf von Immobilien statt. Entsprechend ist ein Geschäftsabschluss deutlich einfacher und kostensparender als eine physische Investition. Trotzdem partizipieren die Investoren hierbei direkt an der Wertentwicklung der zugrundeliegenden Immobilien.

Basis des Immobilienderivats

Diese direkte Partizipation an Immobilien wird durch den Basiswert des Derivats sichergestellt, der in diesem Fall durch einen Immobilienindex definiert ist. Dieser Immobilienindex muss einerseits ein breites Universum von Immobilienanlagen in den verschiedenen Segmenten, wie Wohn- und Geschäftsimmobilen, abbilden. Andererseits muss er den allgemeinen Indexansprüchen, wie eindeutige Definition und breite Akzeptanz, genügen.

Auf europäischer Ebene erfüllt das Indexkonzept der Investment Property Database (IPD) mit ihren dreizehn Länderindizes diese Anforderungen. IPD berechnet für die einzelnen europäischen Länder einen Benchmarkindex für Geschäftsimmobilen. In der Schweiz ist dies der IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilienindex. Im Gegensatz zu anderen Schweizer Immobilienindizes unterliegen diesem Index sowohl Wohn- als auch Geschäftsimmobilen. Als länderspezifischer Index ist der Schweizer IPD Index darüber hinaus Teil der grösseren



Dr. Jörg Rüttschi

europäischen Indexfamilie der Investment Property Database.

Funktionsweise des Immobilienderivats

Ein Immobilienderivat kann über ein standardisiertes Swappeschäft und ein Zertifikat mit direkter Partizipation umgesetzt werden. Der Investor partizipiert durch ein Zertifikat an der Performance des Immobilienindex, wobei sich die Performance sowohl auf die Mieterträge als auch die Wertsteigerung des ausgewählten Indexes bezieht.

Die Funktionsweise des Immobilienderivats kann illustrativ wie folgt beschrieben werden: Um am unterliegenden IPD Index partizipieren zu können, bezahlt der Investor bei einem Immobilienderivat die Kapitalbindungskosten (ausgedrückt durch den Zinssatz – die London Interbank Offered Rate, bekannt unter der Abkürzung Libor) und eine Prämie, welche die Kosten und Risiken einer physischen Investition in die unterliegenden Immobilien reflektiert. Die Prämie ist Ausdruck eines reinen Cash-and-Carry-Arguments, welches besagt, wie viel pro Jahr zusätzlich zu den Kapitalbindungskosten bezahlt werden muss, um das zugrundeliegende Immobilienportfolio im entsprechenden Immo-

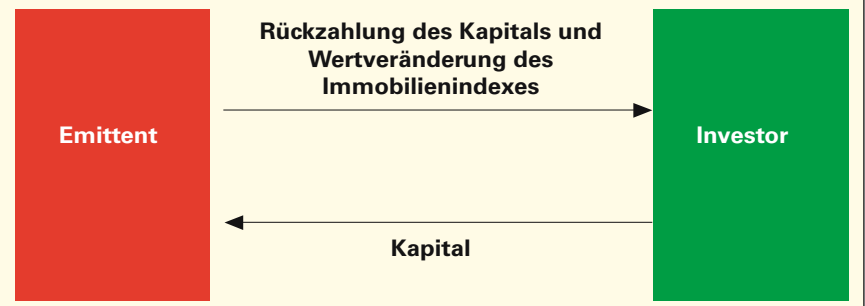
lienindex kaufen zu können. Diese Prämie ist damit Ausdruck der physischen Instandsetzungskosten und der Markterwartungen, welche sich über den Betrachtungszeitraum unterschiedlich gestalten.

Während bei einem Swapgeschäft das Kapital nicht hinterlegt werden muss, reflektiert der Liborsatz als normierter Zinssatz die Kapitalbindungskosten der Investition. Kauft der Investor dagegen ein Zertifikat als verbrieft Transaktion zu einem bestimmten Wert (beispielsweise 100 Franken), so erhält er auf einer auflaufenden Basis die jährliche Performance des jeweiligen IPD Indexes abzüglich der marktgerechten Prämie. Da das Kapital vollständig investiert und hinterlegt worden ist, wird es automatisch verzinst, wodurch der jeweilige Liborsatz keine Berücksichtigung findet. Die Prämie bleibt für die Laufzeit des Zertifikats konstant und wird mit der jährlichen Performance auf einer auflaufenden Basis berücksichtigt.

Einsatz von Immobilienderivaten in der Vermögensanlage

Der Einsatz von Immobilienderivaten kann erhebliche Vorteile für Investoren mit sich bringen. So schaffen sie Liquidität in einem Bereich, in dem physische Investitionen einen langwierigen Prozess erfordern. Auch die signifikante Senkung von Managementgebühren sowie Transaktions- und Verwaltungskosten sind weitere Vorteile. Darüber hinaus bieten Immobilienderivate als Anlageinstrumente die notwendige Flexibilität zur Verbesserung

Grundstruktur eines Immobilienderivats



der Diversifikation des Immobilienportfolios. Investitionen können taktisch, je nach aktueller Marktlage, auf verschiedene Regionen und Sektoren aufgeteilt werden. Wichtig ist jedoch, dass die Investoren dabei weiterhin unmittelbare Partizipation an der Wertentwicklung der zugrundeliegenden Immobilien erhalten. Dies steht im Gegensatz zu anderen, liquideren Investments, wie indirekten Immobilieninvestitionen über Immobiliengesellschaften (d.h. Immobilienaktien), deren historische Wertentwicklung oft stärker mit Aktienmärkten korreliert war als sich an den traditionellen physischen Immobilienmärkten zu orientieren.

Immobilienderivate können zum Aufbau und zur Diversifikation eines Immobilienportfolios verwendet werden. So können Immobilienderivate-Indizes zur Investition in einzelne Länder oder zusammengestellte Baskets des IPD-Konzeptes verwendet werden. Der Investor kauft beispielsweise ein Zertifikat auf den IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilienindex mit einer Laufzeit von fünf Jahren. Es gilt dabei festzuhalten, dass die IPD Indi-

zes grundsätzlich ein breites Portfolio von direkt gehaltenen Geschäftsliegenschaften replizieren, was sie als Basiswert einer regionalen Investition qualifiziert. Dies gilt sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene. Auf internationaler Ebene würde sich beispielsweise ein Basket der IPD Indizes der drei grössten europäischen Immobilienmärkte Grossbritannien, Frankreich und Deutschland anbieten.

Weiterer Trend bei Immobilienderivaten

Immobilienderivate bieten neue Möglichkeiten für die Bewirtschaftung des Immobilienportfolios, indem sie dem Investor einen flexibleren Zugang zum Immobilienmarkt ermöglichen. Dabei steht die Entwicklung von Immobilienderivaten erst am Anfang, und sie sollten sich mit zunehmender Akzeptanz zu einem weitverbreiteten und standardisierten Instrument durchsetzen. So erhöhte sich in Grossbritannien, das den am weitesten entwickelten Markt für Immobilienderivate aufweist, im vergangenen Jahr das gesamthaft gehandelte Volumen auf ca. £ 5 Mrd. im Vergleich zu £ 1,1 Mrd. im Jahr 2005. Dies entspricht ca. 10% der physischen Transaktionen. In Kontinentaleuropa wurden jüngst die ersten Transaktionen auf die französischen und deutschen Indizes abgeschlossen. Für 2007 wird eine Ausweitung der Aktivitäten von mehreren Milliarden Euro auf weitere europäische Länder, insbesondere die Schweiz, erwartet. Das neue Kollektiv-anlagengesetz erlaubt erstmals eine flexibilisierte Anwendung von derivativen Instrumenten bei Immobilienfonds, welche eine aktive Risiko-steuerung durch Immobilienderivate begünstigen sollte. ●

