

# Puts und Calls auf Immobilien

**Mit der Emission von Optionen auf Schweizer Immobilien schlägt die Zürcher Kantonalbank (ZKB) ein neues Finanzkapitel auf. Als Absicherung möglicher Wertverluste des Wohneigentums sind die gegenwärtigen Emissionen nur bedingt, für Spekulationszwecke hingegen gut geeignet.**



*Von Dr. Hans Ueli Keller  
Managing Partner  
Engel & Völkers Commercial  
Zürich*

Optionen nimmt die Öffentlichkeit bisweilen als «Zocker-Papiere» wahr. Für das gezielte Absichern – das Hedging – von Risiken und damit sogar für die Stabilität der Finanzmärkte sind Optionen indessen wichtig. Ein Konzern, der hauptsächlich im Dollarraum verkauft, ein Chemieunternehmen dessen Erfolgsrechnung stark von Rohstoffpreisen abhängt, oder ein Privatanleger, der sein Portfolio mit seiner Lieblingsaktie übergewichtet – sie alle können Klumpenrisiken mit Optionen absichern.

Die Kurse von Währungen, Rohstoffen und Aktien schwanken stark, und die entsprechenden Hedging-Märkte sind weit entwickelt. Bei der im Schnitt weniger volatilen Anlageklasse «Immobilien» sind Optionen hingegen kaum verbreitet. Allein in Grossbritannien – wo sich in den letz-

ten Jahren eine Immobilienblase gebildet hat – ist ein entwickelter Markt zu erkennen.

## **Sichere Eigenkapitalbasis**

Dass der wenig volatile Schweizer Immobilienmarkt auch in Zukunft von britischen oder amerikanischen Verhältnissen verschont bleibt, liegt in erster Linie an den Banken. Diese haben aus der Immobilienkrise der 90er Jahre gelernt und allgemein für die Kreditvergabe strengere Regeln entwickelt. So ist es Usus, dass für die Finanzierung von Wohneigentum mindestens 20% des Verkehrswertes als Eigenkapital eingeschossen werden muss. In der Folge kam es ausser im Grossraum Zürich sowie in der Genfersee-Region kaum zu Übertreibungen an den Immobilienmärkten.

Eine kurze Kalkulation legt aber nahe, dass auch in der Schweiz Raum für einen Immo-Hedging-Markt besteht: Eine Familie mit einem monatlichen Netto-Einkommen von 10'000 Franken kauft sich in einem Aussenquartier von Bülach ein modernes Einfamilienhaus im Wert von 1 Million. Für die Finanzierung werden 200'000 Franken als Eigenkapital aufgebracht und eine Hypothek über 800'000 abgeschlossen. Verliert das Wohneigentum 10% seines Wertes, müssen 80'000 Franken nachgeschossen werden, um die Belehnungsgrenze einzuhalten – für eine Familie eine grosse finanzielle Belastung.

In der gegenwärtigen Situation ist es laut Lorenz Heim, Geschäftsführer vom Hypothekenzentrum, zwar unwahrscheinlich, dass Banken gegenüber Hypothekarschuldnern auf der sofortigen Begleichung der Nachschusspflicht beharren – die Branche habe genügend Liquidität zur Verfügung. Eine wesentliche Verschlechterung der Lage an den Finanzmärkten würde dies

aber ändern. Insbesondere bei Wohneigentum, das zu teuer gekauft und hoch belehnt wurde, könnte laut Heim die Bank die Begleichung der Nachschusspflicht fordern oder den Hypothekarkredit sogar kündigen.

## **Unterschiedliche Basiswerte**

Diese Überlegungen hat sich die Zürcher Kantonalbank (ZKB) auch gemacht und im Januar 2008 entsprechende Puts emittiert. Als Basiswert dient der Zürcher Wohneigentumsindex (ZWEX). Dieser misst anhand von realen Handänderungen quartalsweise die Preise für Einfamilienhäuser und Stockwerkeigentum im gesamten Kanton Zürich. Schon früher erfolgten Emissionen auf die Subindizes ZWEX See und ZWEX Regio. Diese basieren auf den Preisen in den Zürcher Seegemeinden und der Stadt Zürich bzw. in den Zürcher Gemeinden, die nicht am Zürichsee liegen.

## **Absicherung gegen fallende Immobilienpreise**

Wohneigentümer im Kanton Zürich können sich mit dem Kauf der aktuellen Put-Emission auf den ZWEX gegen fallende Immobilienpreise absichern. Die Wertpapiere mit Symbol ZWEXP und CH-Valor 3720928 haben eine Laufzeit von 5 Jahren und sind europäischen Stils. Das heisst, sie können nur per Verfall am 30. Januar 2013 ausgeübt werden. Der Ausübungspreis beträgt 212.57 Franken. Während der Laufzeit können die Optionen jederzeit am Markt verkauft werden. Steht der ZWEX am Laufzeitende über 212.57 Punkten, was dem Ausübungspreis in Franken entspricht, verfallen die Optionen wertlos. Fällt der Index hingegen unter diese Schwelle, werfen die Optionen einen Gewinn ab. Allerdings müssen 50 Puts gekauft werden, um in den Genuss einer Barabgeltung zu gelangen. Möchte die obige Familie sich gegen das Risiko eines Wertverlustes ihrer Immobilie im Wert von 1 Million

Franken absichern, müsste sie rund 235'000 Puts kaufen (1 Million Franken geteilt durch 212.57 mal 50). Damit sind unbeschränkte Verluste der Immobilienpreise abgesichert. Ein ZWEXP notiert im Sekundärhandel gegenwärtig bei 14 Rappen, die gesamte Absicherung würde somit 33'000 Franken kosten. Für die Absicherung eines Wertverlustes von 10% oder 100'000 Franken wären analog rund 3300 Franken fällig.

### Massgeschneiderte Absicherung

Die Bülacher Familie darf sich mit dem Kauf dieser Absicherung aber noch längst nicht in Sicherheit wiegen. Der ZWEX bildet einen kantonalen Durchschnittswert ab. Moderne Einfamilienhäuser in Bülach, Stockwerkeigentum in Turbenthal, ein Fachwerkhaus in Stammheim oder die Loft im Industriegebiet von Dietlikon – die Preisentwicklungen sind so verschieden, wie es das Wohneigentum ist. Es ist durchaus möglich, dass der ZWEX bis 2013 steigt, Immobilien in Bülach aber beispielsweise aufgrund neuer Flughäfen zum Airport Kloten massiv an Wert verlieren. In diesem Fall würden die Puts als Absicherung nichts bringen.

Die von der Grundidee her gute ZKB-Lösung ist laut Lorenz Heim zu wenig auf die individuellen Bedürfnisse des durchschnittlichen Wohneigentümers zugeschnitten. «Da sich die Immobilienpreise regional sehr unterschiedlich entwickeln können, müsste eine Absicherung ebenfalls massgeschneidert sein. Auch ZWEX See und ZWEX Regio bilden keine echten Alternativen», sagt der Immobilienfachmann. Zudem bemängelt Lorenz Heim die Laufzeit: «Wer sich Wohneigentum zulegt, will es in der Regel länger als 5 Jahre halten.» Ist die Nachfrage gross genug, wird die ZKB laut Jürg Syz indessen Nachfolgeprodukte auf den Markt bringen. Dafür scheinen die Chancen gut zu stehen. «Die ZWEXP-Verkäufe bewegen sich bisher im zweistelligen Millionenbereich», lässt Syz wissen.

Wer sich die ZWEXP nicht als Absicherungs-, sondern als Spekulationsinstrument kauft, kann sich anhand der Optionspreistheorie ein vages Bild von

den Gewinnchancen machen. Mehr nicht. Denn die Anzahl Variablen ist gross und die Laufzeit der ZWEXP lang. Der Wert eines Put steigt gemäss Theorie,

- je tiefer der Kurs des Basiswertes ist
- je höher die Volatilität des Basiswertes ist
- je höher der Ausübungspreis ist
- je länger die Restlaufzeit ist
- je tiefer der Marktzins ist

Der Ausübungspreis ist bei den ZWEXP auf 212.57 Punkte fixiert, demnach keine Variable und für weitere Berechnungen nicht relevant. Nicht aber die weiteren Faktoren. Dem kantonalen Zürcher Immobilienmarkt droht eine leichte Korrektur. Bis 2013 könnte sich die Konjunktur allerdings erholen und die Immobilienpreise könnten wieder steigen. Die Volatilität des ZWEX ist hingegen tief und wird es dank der restriktiven Hypothekengabe der Banken wohl bleiben. Beides spricht langfristig eher gegen die Puts. Die für Optionen ungewöhnlich lange Laufzeit erhöht hingegen den Wert der ZWEXP.

Wie sich der Marktzins verhalten wird, ist unklar. Mittelfristig sind sich die Ökonomen bezüglich der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) uneinig. Und bis 2013 sind kaum Inflations- bzw. Marktzinsprognosen möglich. Die SNB ist aber nicht für grosse geldpolitische Schritte bekannt. Neben diesen klassischen Variablen kommt gemäss Jürg Syz von der ZKB mit der Markterwartung noch ein weiterer Faktor hinzu. «Eine grosse

Nachfrage lässt den Wert der Puts steigen», erläutert der Banker.

### Gewinnchancen schwierig einzuschätzen

Für Spekulationszwecke hat die ZKB mit den ZWEXC auch entsprechende Calls mit CH-Valor 37209274 emittiert. Laufzeit, Ausübungspreis und Optionsrecht sind bei ZWEXC und ZWEXP identisch. Ein Gewinn winkt bei den Calls, falls der ZWEX bis 2013 steigt. Die Prämissen für die Wertentwicklung eines Calls sind: Je höher Kurs und Volatilität des Basiswertes, je höher der Marktzins, je tiefer der Ausübungspreis und je länger die Restlaufzeit, umso höher der Wert des Calls. Auch bei den ZWEXC sind die Gewinnchancen schwierig einzuschätzen, wenngleich sie etwas höher erscheinen.

### Fazit

Als Absicherung für (Zürcher) Wohneigentümer haben die Puts ihre Mängel, da sie nicht massgeschneidert sind. Für Spekulationszwecke sind die Optionen hingegen durchaus geeignet. Bei ZWEXP wie auch bei ZWEXC sind aufgrund der langen Laufzeit und der Vielzahl von Variablen kaum Aussagen über die Wertentwicklung möglich – das ist aber der tiefere Sinn der Spekulation. Im Sinne der Weiterentwicklung der Finanzmarktinstrumente übernimmt die ZKB mit diesen Produkten auf jeden Fall eine löbliche Pionierrolle.

*hansueli.keller@engelvoelkers.com* ●

## Über Engel & Völkers

Engel & Völkers gehört zu den führenden Immobilienunternehmen mit weltweiter Präsenz. Das Unternehmen konzentriert sich auf Dienstleistungen rund um Immobilientransaktionen. Beratung, Vermietung, Verkauf und Bewertungen für private und institutionelle Kunden sind die Kernkompetenzen. Engel & Völkers wächst auf Basis eines erfolgreichen Lizenzpartnersystems. Der Erfolg zeichnet sich durch die Spezialisierung in Teilmärkten und in der hohen Qualifizierung aller Partner und Mitarbeiter für beste Dienstleistungsqualität aus. Das stark wachsende Netzwerk besteht aus über 300 Shops im Bereich hochwertiger Wohnimmobilien und 28 Gewerbebüros, die Büro-, Einzelhandels- und Industrieflächen, Investmentobjekte, Wohn- und Geschäftshäuser sowie Immobilienportfolios vermitteln.

*www.engelvoelkers.ch*