

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel

Roland Hübner

Terminbörsliche Immobilien derivate für Deutschland



Verlag Wissenschaft & Praxis



Terminbörsliche Immobilienderivate für Deutschland

Schriftenreihe Finanzierung und Banken

Herausgegeben von
Prof. Dr. Detlev Hummel

Band 1

Roland Hübner

Terminbörsliche Immobilienderivate für Deutschland

Verlag Wissenschaft & Praxis



Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Hübner, Roland:

Terminbörsliche Immobilienderivate für Deutschland /

Roland Hübner. – Sternenfels : Verl. Wiss. und Praxis, 2002

(Schriftenreihe Finanzierung und Banken ; Bd. 1)

Zugl. : Potsdam, Univ., Diss., 2001

ISBN 3-89673-146-7

ISBN 3-89673-146-7

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 2002

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Geleitwort

Die Entwicklung von Immobilienmärkten beeinflusst den Erfolg von Kapitalmarkt- und Bankinvestitionen nachhaltig. Seit Mitte der 90er Jahre wurden auch in Deutschland und Europa diesbezügliche Risiken sichtbar. Das Interesse an neuen Möglichkeiten des Risikomanagements angesichts volatiler Immobilienmärkte wuchs ebenso wie die Einsicht, dass Marktinformationen und Prognosefähigkeiten hier im Vergleich zu den Kapitalmärkten bisher unzureichend entwickelt sind.

Kreditinstitute, vor allem aber Hypothekenbanken, besitzen traditionell ein hohes Engagement in Immobilien: einerseits durch die Kreditfinanzierung von Immobilien, andererseits gelten Immobilien und Erbbaurechte als wichtige Sicherungsinstrumente für längerfristige Investitionsfinanzierungen.

Die Notwendigkeit umfangreicher Wertberichtigungen auf Immobilien in den Bankbilanzen der Kreditinstitute unterschiedlichster Couleur führten zu einem Umdenkungsprozess und der Forderung nach der Entwicklung von Bewertungs- und Controllinginstrumenten. Auch die Frage nach effizienteren Absicherungsmöglichkeiten gegen Immobilienrisiken, bspw. nach Art der Hedginginstrumente im Bereich der Kapitalmarktderivate, wird verstärkt gestellt. Erste internationale Erfahrungen dazu sind vorhanden.

Die vorliegende Arbeit beleuchtet den bisher wenig transparenten Markt für Immobilieninvestments hinsichtlich seiner Risiken und Sicherungsinstrumente theoretisch und analysiert praktikable Lösungsvorschläge.

Der Autor befasst sich mit der Attraktivität von Terminkontrakten für Immobilieninvestments. Theoretische und praktische Aspekte der Konstruktion und Einführung terminbörslicher Derivate mit einem immobilienbezogenen Basiswert werden vorgeführt und hinsichtlich ihrer Erfolgsaussichten bewertet. Kern der Problemstellung ist dabei das Design potentieller Basiswerte für terminbörsliche Immobilien-derivate und die Frage, welche Erfolgsfaktoren aus den bisherigen Erfahrungen mit Financial Futures abzuleiten sind.

Nicht zuletzt verdientvoll ist dabei eine Bestandsaufnahme über Erwartungen und Bedarf für ein Immobilienhedging. Allgemein wird ein weiterer Anstieg der Immobilienmarktrisiken erwartet, was die konzeptionelle Bedeutung der vorliegenden Forschungsarbeit vor allem für Banken unterstreicht.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Zeit als externer Doktorand und Mitarbeiter des Berliner Immobilienunternehmens Liljeberg sowie meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl Finanzierung und Banken der Universität Potsdam. Sie wurde im Frühjahr 2001 von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Potsdam als Dissertation angenommen.

Mein herzlicher Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Detlev Hummel, der mir die Bearbeitung dieses Themas ermöglichte, viel Freiraum für eigene Ideen und Gedanken gab und den Entstehungsprozess der Arbeit durch wertvolle Anregungen begleitete. Herrn Prof. Dr. Hermann Meyer zu Selhausen danke ich für seine Hinweise und sein Interesse, wodurch er mich in meinem Unterfangen bestärkt hat, sowie für die Erstellung des Zweitgutachtens. Weiterhin gilt mein Dank den zahlreichen Gesprächspartnern aus Wissenschaft und Praxis, die mir mit kritischen, offenen Diskussionen und durch die großzügige Bereitstellung von Daten und Materialien wichtige Unterstützung gewährten.

Besonders danken möchte ich meinen Eltern. Sie standen mir immer zur Seite und gaben mir den nötigen Rückhalt, mein Ziel in Ruhe verfolgen zu können.

Potsdam, im Dezember 2001

Roland Hübner

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Abkürzungsverzeichnis	XII
Abbildungsverzeichnis	XVI
Tabellenverzeichnis	XVIII
Einleitung	1
1 Immobilieninvestments und mögliche Terminmarktakteure	5
1.1 Immobilien und Immobilienmarkt	5
1.1.1 Die Immobilie – Begriff und wesentliche Merkmale.....	5
1.1.2 Besonderheiten des Immobilienmarktes	6
1.2 Investitionsmöglichkeiten in Immobilien.....	8
1.2.1 Überblick.....	8
1.2.2 Immobilienaktien.....	13
1.2.3 Immobilienfonds	18
1.2.4 Direkte Immobilieninvestments	23
1.3 Potentielle Nutzer terminbörslicher Immobilienderivate	32
1.3.1 Akteure an Terminbörsen.....	32
1.3.2 Immobilieninvestoren.....	35
2 Erfahrungen und empirische Untersuchung zu Immobilienderivaten	39
2.1 Immobilienaktien als Basiswert	39
2.2 Die offenen Immobilienfonds als Basiswert	40
2.3 Direkte Immobilieninvestments als Basiswert.....	41
2.3.1 Aktivitäten in Großbritannien: Immobilienfutures an der London FOX...	41
2.3.2 Weitere Aktivitäten in Großbritannien.....	46
2.3.3 Aktivitäten in den USA	47

2.3.4	Aktivitäten in Deutschland: Der Mietpreisfuture.....	49
2.4	Eine empirische Untersuchung zum deutschen Markt.....	53
2.4.1	Vorbemerkungen.....	53
2.4.2	Ergebnisse der Untersuchung.....	56
3	Erfolgsfaktoren von Futures und Optionen.....	77
3.1	Der Commodity Characteristics Ansatz.....	77
3.2	Der Contract Characteristics Ansatz.....	78
3.3	Der Efficient Cross Hedge Ansatz.....	79
3.4	Die Überlegungen von Lang (1988) zur Entwicklung von Terminkontrakten.....	85
3.5	Die Erfolgsfaktoren nach Janssen (1994).....	86
3.6	Der Optimal Security Design Ansatz.....	88
3.7	Der Modellansatz von Suh (1998).....	88
3.8	Weitere Faktoren.....	90
3.9	Zusammenfassung.....	91
4	Analyse der potentiellen Basiswerte.....	93
4.1	Hier nicht zu berücksichtigende Erfolgsfaktoren.....	94
4.1.1	Öffentliche Meinung.....	94
4.1.2	Technische Rahmenbedingungen.....	95
4.1.3	Produktpalette einer Terminbörse.....	96
4.1.4	Subventionierungspotential.....	97
4.1.5	Art des Handelssystems.....	98
4.1.6	Geographisches Zentrum des Kassamarktes.....	99
4.1.7	Gescheiterter Forwardkontrakt.....	100
4.1.8	Haltbarkeit (Lagerbarkeit).....	100
4.1.9	Lieferbarkeit.....	101
4.2	Analyse anhand der relevanten Erfolgsfaktoren.....	102
4.2.1	Marktteilnehmer: Absicherungsbedarf und spezielle Bedürfnisse.....	102
4.2.2	Marktteilnehmer: Vertrautheit.....	106
4.2.3	Die Nachbildbarkeit des Basiswertes.....	109

4.2.3.1 Bedeutung der Nachbildbarkeit.....	109
4.2.3.2 Immobilienspezifische Aspekte	110
4.2.3.2.1 Potentielle Basiswerte und Risikosituation der Investoren.....	111
4.2.3.2.2 Die Typisierung von Flächen und Immobilien	116
4.2.3.2.3 Fazit.....	121
4.2.4 Schwankungen der Kassapreise	124
4.2.5 Konkurrenzkontrakte.....	144
4.2.6 Außerbörslicher Terminhandel.....	148
4.2.7 Größe des Kassamarktes	151
4.2.8 Erfassung der Risikosituation.....	163
4.2.8.1 Konstruktion des Basiswertes	163
4.2.8.2 Gestaltung des Terminkontrakts.....	173
4.2.9 Transaktionsgebühren und Kosten des Kontrakts	178
4.2.10 Wettbewerbliche Preisbildung	181
4.2.11 Arbitragemöglichkeiten.....	186
4.2.12 Möglichkeit der Bewertung des Terminkontrakts.....	188
4.2.13 Rechtliche Grundlagen.....	191
4.3 Zusammenfassung der Analyse – Kurzübersicht	193
5 Beurteilung der potentiellen Basiswerte.....	199
5.1 Immobilienaktien.....	199
5.2 Offene Immobilienfonds.....	200
5.3 Direkte Immobilieninvestments	200
5.4 Perspektiven.....	205
Fazit	213
Anlagen.....	219
Literaturverzeichnis.....	279

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset-Backed-Securities
API	Aberdeen Property Investors
AS-Fonds	Altersvorsorge-Sondervermögen-Fonds
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BauGB	Baugesetzbuch
BausparkG	Gesetz über Bausparkassen
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BBA	British Bankers Association
BFW	Bundesverband Freier Wohnungsunternehmen
BIS/BIZ	BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS/BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BörsG	Börsengesetz
BPI	Barclays Property Investment
bspw.	beispielsweise
BVI	Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften
BVR	Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
BZW	Barclays de Zoete Wedd
c.p.	ceteris paribus
CBOE	Chicago Board Options Exchange
CBOT	Chicago Board of Trade
CME	Chicago Mercantile Exchange
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DEIX	Deutscher Eigentums-Immobilien-Index
DGI	Deutsche Grundbesitz-Investmentgesellschaft
DIAX	Index deutscher Immobilienaktiengesellschaften
DID	Deutsche Immobilien Datenbank

DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
DIX	Deutscher Immobilien Index
DTB	Deutsche Terminbörse
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung
E&G-DIMAX und DIMAX	Immobilienaktienindex des Bankhauses Ellwanger & Geiger
E&G-EPIX	Europäischer Immobilienaktienindex des Bankhauses Ellwanger & Geiger
EEX	European Energy Exchange
EL	Ergänzungslieferung
Eurex	European Exchange
EURIBOR	European Interbank Offered Rate
FTSE	Financial Times-Stock Exchange
GdW	Gesamtverband der Wohnungswirtschaft
Gewos	Gewos Institut für Stadt-, Regional- und Wohnforschung
gif	Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung
GPR	Global Property Research
HWAG	Hanseatisches Wertpapierhandelshaus Aktiengesellschaft
HypBankG	Hypothekenbankgesetz
i.d.R.	in der Regel
i.S.	im Sinne
IFIX	Immobilienfondsindex
ifs	Institut für Städtebau, Wohnungswirtschaft und Bausparwesen
iii	Internationales Immobilien-Institut
IKB	Deutsche Industriebank
IPD	Investment Property Databank
JEX	Jumbo-Pfandbriefindex
JLL	Jones Lang LaSalle
JLW	Jones Lang Wootton
KAG	Kapitalanlagegesellschaft

KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LCE	London Commodity Exchange
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LIFFE	London International Financial Future Exchange
London FOX	London FOX The Futures and Options Exchange
max.	maximal
MBS	Mortgage-Backed-Securities
MHG	Miethöhegesetz
NAHP	New Anglia House Price Index
o.S.	ohne Seitenangabe
o.V.	ohne Verfasser
oIF-Index	offener Immobilienfonds Index
OTC	over the counter
PCS	Property Claim Services
PEX	Pfandbriefindex
PIC	Property Index Certificate
PIF	Property Index Forward
RDM	Ring Deutscher Makler
REIT	Real Estate Investment Trust
REX	Rentenindex
REXP	Renten-Performanceindex
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
RTPI	Real Time Property Indicator
SOFFEX	Swiss Options and Financial Futures Exchange
UK	United Kingdom
v.a.	vor allem
vs.	versus
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VDAX	DAX-Volatilitätsindex

VDH	Verband deutscher Hypothekenbanken
VDM	Verband Deutscher Makler
vglb.	vergleichbar
WertR	Wertermittlungsrichtlinien
WertV	Wertermittlungsverordnung
WiStG	Wirtschaftsstrafgesetz
WLBI	WestLB-Immobilienwerte-Index
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
WTB-Hannover	Warenterminbörse Hannover

Abbildungsverzeichnis

	Seite
Abbildung 1: Investitionsmöglichkeiten in Immobilien.....	9
Abbildung 2: DIMAX und WLBI	17
Abbildung 3: WCM	17
Abbildung 4: oIF-Indizes	21
Abbildung 5: Mietpreis-Indizes nach RDM	31
Abbildung 6: Bulwien Indizes	31
Abbildung 7: Ablauf eines Mietpreis-Hedging	52
Abbildung 8: Risikosituation am deutschen Immobilienmarkt – Zusammenfassung..	58
Abbildung 9: Prognosen zum deutschen Immobilienmarkt – Zusammenfassung	59
Abbildung 10: Mietpreisveränderungen – Zusammenfassung	60
Abbildung 11: Immobilienwertveränderungen – Zusammenfassung.....	61
Abbildung 12: Erfassung der Risikosituation (I) – Zusammenfassung.....	64
Abbildung 13: Erfassung der Risikosituation (II) – Zusammenfassung	65
Abbildung 14: Indikatoren (I) – Zusammenfassung.....	66
Abbildung 15: Indikatoren (II) – Zusammenfassung	67
Abbildung 16: Attraktivität von Absicherungsmöglichkeiten – Zusammenfassung....	70
Abbildung 17: Sicherung des Mietniveaus – Zusammenfassung.....	71
Abbildung 18: Know-how – Zusammenfassung	72
Abbildung 19: Rechtliche Probleme – Zusammenfassung.....	74
Abbildung 20: Interesse der befragten Institutionen – Zusammenfassung	75
Abbildung 21: Überlegungen zur Nachbildbarkeit möglicher Basiswerte (I).....	111
Abbildung 22: Risikosituation der Investoren	112
Abbildung 23: Typisierung	120
Abbildung 24: Überlegungen zur Nachbildbarkeit möglicher Basiswerte (II)	121
Abbildung 25: Jährliche Veränderungen ausgewählter Indikatoren (I)	133
Abbildung 26: Jährliche Veränderungen ausgewählter Indikatoren (II)	133
Abbildung 27: Spannen monatliche Volatilität seit 12/89.....	134

Abbildung 28: Spannen jährliche Volatilität seit 03/71	134
Abbildung 29: Jährliche Abweichungen unter -2,5% und -5,0%.....	135
Abbildung 30: Prognose	217
Abbildung 31: Verkehrswertermittlung nach WertV	220

Tabellenverzeichnis

	Seite
Tabelle 1: Die zehn größten deutschen Immobilienaktiengesellschaften.....	14
Tabelle 2: Offene Immobilienfonds 1999.....	20
Tabelle 3: DIX Deutscher Immobilien Index	27
Tabelle 4: Vergleich der Preisschwankungen am englischen und deutschen Markt....	46
Tabelle 5: Nutzflächenportfolio als Basiswert.....	51
Tabelle 6: Struktur der Befragung	55
Tabelle 7: Risikosituation – Zusammenfassung	57
Tabelle 8: Prognosen – Zusammenfassung	58
Tabelle 9: Prognosen Veränderungsrate Mieten – Zusammenfassung.....	59
Tabelle 10: Prognosen Veränderungsrate Immobilienwerte – Zusammenfassung	60
Tabelle 11: Risikosituation – Zusammenfassung	62
Tabelle 12: Indikator – Zusammenfassung	63
Tabelle 13: Preisrisiken – Zusammenfassung	68
Tabelle 14: Sicherung des Mietniveaus	70
Tabelle 15: Know-how Immobilienakteure – Zusammenfassung.....	71
Tabelle 16: Know-how Finanzmarktakteure – Zusammenfassung	72
Tabelle 17: Rechtliche Probleme – Zusammenfassung.....	73
Tabelle 18: Interesse der befragten Institutionen – Zusammenfassung.....	74
Tabelle 19: Bewertungssystem für die zusammenfassende Kurzbeurteilung	94
Tabelle 20: Potentielle Nutzer und Nachbildbarkeit möglicher Basiswerte.....	116
Tabelle 21: Einflussfaktoren auf den Wert von Immobilien und Nutzflächen.....	118
Tabelle 22: Vergleich des Risikopotentials	132
Tabelle 23: Marktgröße.....	155
Tabelle 24: Ausgewählte Kriterien	197
Tabelle 25: Immobilienaktien.....	223
Tabelle 26: Immobilienindizes	228
Tabelle 27: Risikosituation Büro	241

Tabelle 28: Risikosituation Laden	241
Tabelle 29: Risikosituation Wohnen.....	241
Tabelle 30: Prognosen Büro	242
Tabelle 31: Prognosen Laden	242
Tabelle 32: Prognosen Wohnen.....	242
Tabelle 33: Veränderungsrate Büromiete	243
Tabelle 34: Veränderungsrate Ladenmieten.....	243
Tabelle 35: Veränderungsrate Wohnungsmieten.....	243
Tabelle 36: Veränderungsrate Immobilienwerte Büro	244
Tabelle 37: Veränderungsrate Immobilienwerte Laden	244
Tabelle 38: Veränderungsrate Immobilienwerte Wohnen.....	244
Tabelle 39: Risikosituation und Kreditinstitute	245
Tabelle 40: Indikator und Kreditinstitute.....	245
Tabelle 41: Risikosituation und Versicherungen.....	246
Tabelle 42: Indikator und Versicherungen	246
Tabelle 43: Risikosituation und offene Immobilienfonds	247
Tabelle 44: Indikator und offene Immobilienfonds.....	247
Tabelle 45: Risikosituation und Immobilien-AGs.....	248
Tabelle 46: Indikator und Immobilien-AGs	248
Tabelle 47: Risikosituation und Bauträger	249
Tabelle 48: Indikator und Bauträger.....	249
Tabelle 49: Risikosituation und Wohnungsunternehmen.....	250
Tabelle 50: Indikator und Wohnungsunternehmen	250
Tabelle 51: Risikosituation der Bankkunden (Einschätzung der Kreditinstitute).....	251
Tabelle 52: Risikosituation – Zusammenfassung ohne Kreditinstitute	251
Tabelle 53: Preisrisiken Kreditinstitute	252
Tabelle 54: Preisrisiken Versicherungen.....	252
Tabelle 55: Preisrisiken offene Immobilienfonds.....	252
Tabelle 56: Preisrisiken Immobilien-AGs	253
Tabelle 57: Preisrisiken Bauträger.....	253

Tabelle 58: Preisrisiken Wohnungsunternehmen	253
Tabelle 59: Preisrisiken Bankkunden	254
Tabelle 60: Preisrisiken Zusammenfassung ohne Kreditinstitute	254
Tabelle 61: Know-how Immobilienakteure – Gesamtübersicht	255
Tabelle 62: Know-how Finanzmarktakteure – Gesamtübersicht	255
Tabelle 63: Rechtliche Probleme – Gesamtübersicht	256
Tabelle 64: Rechtliche Probleme – Vergleich Bankkunden/ohne Kreditinstitute.....	256
Tabelle 65: Interesse der Befragten – Gesamtergebnis	257
Tabelle 66: Interesse der Befragten – Vergleich Bankkunden/ohne Kreditinstitute ..	257
Tabelle 67: Volatilität ausgewählter Aktien	260
Tabelle 68: Volatilität der Mietpreise ausgewählter Städte.....	261
Tabelle 69: Autokorrelation monatliche Verzögerungen (12/89 – 05/99)	262
Tabelle 70: Autokorrelation jährliche Verzögerungen (03/71 – 03/99).....	263
Tabelle 71: Volatilitätsvergleich – monatlich zwei Perioden.....	264
Tabelle 72: Volatilitätsvergleich – jährlich zwei Perioden.....	265
Tabelle 73: Korrelationskoeffizienten monatlich 12/89 – 05/99	268
Tabelle 74: Korrelationskoeffizienten monatlich 01/71 – 05/99	269
Tabelle 75: Korrelationskoeffizienten jährlich 03/71 – 03/99	271
Tabelle 76: Korrelationskoeffizienten jährlich 03/90 – 03/99	274
Tabelle 77: Marktgröße Aktien.....	275
Tabelle 78: Korrelation der Mietpreise ausgewählter Städte	277

Einleitung

Problemfeld und Zielstellung

Neben den bereits seit Mitte des 19. Jahrhunderts existierenden Warenterminbörsen wurden in den 70er Jahren des 20. Jahrhunderts in den USA die ersten Finanzterminbörsen gegründet.¹ Kennzeichnend für die an diesen Börsen gehandelten Terminkontrakte – Futures und Optionen – ist außer ihrer Standardisierung und der Unterscheidung in beidseitig oder einseitig verpflichtende Verträge insbesondere, dass ihr Wert von der Entwicklung eines Finanzprodukts oder einer Referenzgröße, dem sog. Basiswert, abhängt.² Sie können daher auch als terminbörsliche Finanzderivate bezeichnet werden.

Der Handel mit diesen Derivaten für Aktien-, Geld- und Rentenmärkte entwickelte sich überaus dynamisch. So wurden bspw. 1991 an Terminbörsen weltweit 457,7 Mio. Futures und Optionen für den Zinsbereich und für Aktienindizes gehandelt, 1999 hatte sich der Umsatz mit 1.318,1 Mio. Kontrakten fast verdreifacht.³ Auch in Deutschland hat sich der Umsatz seit der Eröffnung der DTB Deutsche Terminbörse (heute Eurex European Exchange) im Jahr 1990 vervielfacht. Mit 40,2 Millionen Kontrakten war er allein im Januar 2000 zweieinhalbmal größer als der des gesamten Geschäftsjahres der DTB 1991. Die DTB startete mit 14 Optionen auf deutsche Aktien, im Januar 2000 wurden an der Eurex für den Aktien-, Geld- und Rentenmarkt 45 Futures und Optionen auf deutsche Basiswerte und weitere 37 auf schweizerische, finnische und europäische Basiswerte angeboten.⁴ Terminbörsliche Finanzderivate sind heute wesentlicher Bestandteil der Finanzmärkte.

Im Gegensatz zu Aktien-, Geld- oder Rentenanlagen sind für Immobilieninvestments in Deutschland bisher keine Futures oder Optionen verfügbar. Das ist insofern bemerkenswert, als allein das Immobilienvermögen der privaten Haushalte in Deutschland mit ca. 3.700 Mrd. € (1998) die Marktkapitalisierung aller börsennotierten deutschen Aktien von 1.428,9 Mrd. € (1999) oder den Umlauf aller Anleihen der öffentlichen Hand im Nominalwert von 825,5 Mrd. € (1999) weit übersteigt.

Wachsende Unsicherheiten zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Stichworte sind hier die Globalisierung oder der Wandel zur Dienstleistungsgesellschaft, sowie Faktoren wie Telearbeit, E-Commerce, demographische Entwicklung, Wegfall staatlicher Förderung, allgemeiner Sparzwang der öffentlichen Hand und nicht zuletzt die Krise am Immobilienmarkt im letzten Jahrzehnt⁵ selbst, deuten darauf hin, dass sich die Ri-

¹Zu den ersten Futures und Optionen vgl. Abschnitt „Schwankungen der Kassapreise“.

²Vgl. Meister (1999), S. 362.

³Bei Einbeziehung der Terminkontrakte für einzelne Aktien stieg die Anzahl gehandelter Kontrakte von 1996 bis 1999 von 1.315,6 Mio. auf 2.018,4 Mio., d.h. um über 50%. Vgl. BIZ (1996), S. 54, BIZ (1998), S. 71 und BIZ (2000), S. 87.

⁴Vgl. BVR (1991), S. 92, Deutsche Börse (2000c), S. 7 und Eurex (2001a).

⁵Zu Immobilienkrisen in Deutschland vgl. Lausberg (2001), S. 127 f.

siken von Immobilieninvestments in Deutschland nachhaltig erhöht haben.⁶ Steigende Risiken lassen einen erhöhten Bedarf an Absicherungsmöglichkeiten erwarten und stellen den zentralen Ansatzpunkt zur Entwicklung von Futures und Optionen dar.⁷ Hinzu kommt das Interesse der Terminbörsen an attraktiven, innovativen Kontrakten, gerade vor dem Hintergrund eines verschärften Wettbewerbs⁸ zwischen den Terminbörsen in den letzten Jahren.

Diese Situation wirft die Frage nach der Attraktivität von Futures und Optionen für Immobilieninvestments in Deutschland auf, d.h. von terminbörslichen Derivaten mit immobilienpezifischem Basiswert. Könnte es grundsätzlich interessant sein, terminbörsliche Immobilienderivate zu entwickeln? Ziel der Arbeit ist es, die für Deutschland bestehenden grundsätzlichen Möglichkeiten zur Entwicklung dieser Derivate zu analysieren, um Aussagen zu deren Erfolgsaussichten ableiten zu können. Zur Lösung dieser Problemstellung werden dafür die zu ermittelnden potentiellen immobilien-spezifischen Basiswerte den Erfolgsfaktoren von Futures und Optionen gegenübergestellt. Die Beurteilung ihrer Erfolgsaussichten kann dann anhand der „Güte der Erfüllung“ der Faktoren vorgenommen werden.

Die Untersuchungen erfolgen aus der Perspektive einer Terminbörse bzw. allgemein eines Initiators, der eine Börse ggf. auch neu errichten würde. Unbeachtet bleibt der Aspekt, dass sich ein konkreter Investor angesichts seiner individuellen Situation trotz positiver Erfolgsaussichten nicht für diese Kontrakte entscheiden würde. Ein Kontrakt gilt dann als erfolgversprechend, wenn zu erwarten ist, dass er das Interesse vieler Marktteilnehmer auf sich ziehen und somit ein hohes Transaktionsvolumen realisiert werden kann.⁹ Der individuelle Bedarf einzelner potentieller Nutzer bzw. deren Kontrakt-Verwendungsmöglichkeiten werden nicht betrachtet, das Augenmerk liegt vielmehr auf dem aggregierten Marktbedarf. Es gilt im Rahmen der grundsätzlichen Beurteilung zunächst zu klären, inwieweit es generell attraktiv ist, Terminkontrakte dieser Art zu entwickeln.

Eine Konzentration auf grundlegende Betrachtungen ist auch erforderlich, weil die Thematik national wie international erst seit den 90er Jahren größere Beachtung findet. In Deutschland liegen bisher keine praktischen Erfahrungen vor und auch international wurden neben Terminkontrakten für Immobilienaktien bislang lediglich einmal, 1991 in London, für einige Monate Immobilienfutures gehandelt. Ebenso finden sich nur wenige Arbeiten zum Thema. Diese konzentrieren sich zumeist auf Teilaspekte. Besonders diskutiert werden die gescheiterten Immobilienfutures, daneben werden ein-

⁶Die Einschätzung wird belegt durch Ergebnisse der empirischen Untersuchung und den besonders langanhaltenden Preisrückgang in den 90er Jahren. Vgl. Abschnitte „Ergebnisse der Untersuchung“ und „Direkte Immobilieninvestments“.

⁷Vgl. dazu die einleitenden Ausführungen im Abschnitt „Schwankungen der Kassapreise“.

⁸Ein Indiz dafür sind die verstärkten Fusionen und Kooperationen von/zwischen Terminbörsen. Vgl. Janssen (1994), S. 7 und S. 304 f. sowie Franke/Walch (2001), S. 414 f.

⁹Vgl. die Ausführungen in Kapitel „Erfolgsfaktoren von Futures und Optionen“.

zelne Konstruktionsmöglichkeiten für terminbörsliche Immobilienderivate vorgeschlagen und auch Verwendungsmöglichkeiten betrachtet. Hinzu kommen einige Beiträge, die einen allgemeinen Überblick liefern. Eine in der vorliegenden Arbeit durchgeführte systematische, detaillierte Analyse aller bestehenden Entwicklungsmöglichkeiten in Deutschland findet sich nicht.

Gang der Untersuchung

Im ersten Kapitel der Arbeit werden zunächst die wesentlichen Merkmale von Immobilien und des Immobilienmarktes dargestellt, um mögliche Einflüsse bestehender Spezifika auf die Erfolgsaussichten terminbörslicher Immobilienderivate berücksichtigen zu können. Es schließt sich ein Überblick über die Investitionsmöglichkeiten in Immobilien und eine Beschreibung der als potentielle Basiswerte identifizierten Immobilieninvestments an. Diese stellen die Basis der grundsätzlichen Entwicklungsmöglichkeiten dar und sind daher Gegenstand der späteren Analyse. Abschließend werden die potentiellen Nutzer der Kontrakte vorgestellt. Der Fokus liegt hier auf den nach einer Absicherungsmöglichkeit suchenden Hedgern, da ihnen für den Kontrakterfolg eine Schlüsselrolle zukommt.

In Kapitel zwei wird der Entwicklungsstand terminbörslicher Immobilienderivate dargestellt. Wie bereits kurz skizziert sind sowohl die praktischen Erfahrungen als auch die grundlegenden Erkenntnisse auf diesem Gebiet bisher begrenzt. Dennoch liefern sie wichtige Anhaltspunkte für die weiteren Untersuchungen, die sich v.a. aus den Gründen für das Scheitern der 1991 gehandelten Immobilienfutures und den Überlegungen zu einem selbstentwickelten Ansatz ergeben. Weiterhin werden die Ergebnisse der ersten empirischen Untersuchung zu terminbörslichen Immobilienderivaten in Deutschland präsentiert. Gegenstand der Befragung waren insbesondere die Risikosituation am deutschen Immobilienmarkt, die Eignung verschiedener Immobilienindikatoren zur Erfassung der Risikosituation potentieller Marktteilnehmer, der bestehende Absicherungsbedarf und das Interesse an immobilienbezogenen Futures und Optionen. Sie bildet eine wesentliche Grundlage für die Analyse der potentiellen Basiswerte. Soweit möglich werden für einen Quervergleich zudem internationale Untersuchungen herangezogen.

Das dritte Kapitel dient zur Ermittlung der Erfolgsfaktoren terminbörslicher Kontrakte. Ausgangspunkt bilden die bisherigen Ansätze, Modelle und diskutierten Faktoren. Da, wie sich zeigen wird, kein verwendbares Erfolgsmodell existiert, ist eine Betrachtung der einzelnen Faktoren erforderlich. Sie werden in diesem Kapitel jedoch nur benannt, ihre Bedeutung wird im nachfolgenden Kapitel dargestellt.

Den Hauptteil der Arbeit bildet das vierte Kapitel. Ausgehend von den Erfolgsfaktoren werden hier die potentiellen Basiswerte analysiert, wobei die für eine basiswertspezifische Analyse entbehrlichen Faktoren vorangestellt sind. Bei den sich anschließenden relevanten Erfolgsfaktoren wird jeder potentielle Basiswert gesondert bewertet. Zu-