

FALCON

REAL ESTATE INVESTMENT COMPANY, LP



Umfassende Dienstleistungen für Investoren in US-Immobilien

ERSTES QUARTAL 2010, BD. 19, NR. 1

Warum werden so wenige Grundstücke zum Verkauf angeboten?

Seit die weltweiten Finanzmärkte Ende 2007 von den Auswirkungen der Kreditkrise überwältigt worden sind, spekulieren viele Analysten über ein möglicherweise bevorstehendes enormes Problem auf dem Immobilienmarkt für Gewerbeflächen in den USA. Allgemein wurde bisher davon ausgegangen, dass mit dem Zusammenbruch der gewerblichen, hypothekegarantierten Wertpapieren (Commercial Mortgage Backed Securities, CMBS) und mit den höher angesetzten Kriterien zur Gewährung von Hypothekendarlehen seitens der meisten Banken eine Flut von Zwangsvollstreckungen und unter Druck geratenen Immobilien den Markt überschwemmen würden. Dass dies weder 2008 noch 2009 eintreffen würde, wurde von vielen Beobachtern nicht vorhergesagt. Dabei überrascht nicht nur, dass die Anzahl an Transaktionen auf dem gewerblichen Markt 2009 so niedrig war wie nie zuvor, sondern auch, dass so wenige Immobilien überhaupt zum Verkauf angeboten werden.

Daraus ergeben sich zwei Fragen: Erstens, warum werden so wenige Immobilien infolge des zusammengebrochenen Hypothekenmarkts auf dem Markt angeboten? Zweitens, wie wahrscheinlich ist es, dass sich diese Lage 2010 ändern wird? Es gibt viele Gründe dafür, warum sowohl die Banken als auch die sog. „Special Servicer“ von CMBS-Darlehen bei in Verzug geratenen Hypotheken eine Liegenschaftspfändung nur zögerlich einleiten. Tatsächlich haben beide dieser Gruppen sich einer Reihe von Strategien bedient, um die betroffenen Darlehen nicht auf dem Wege einer Kündigung der Hypothek einzufordern. Nach Ansicht von Falcon Real Estate werden sich die Bedingungen auf dem Markt im Verlauf des neuen Jahres allmählich ändern. Zudem glauben wir im Unterschied zu häufig anderslautenden Vorhersagen nicht, dass der Markt von Immobilienangeboten überschüttet wird.

DIE SITUATION DER BANKEN

Von wenigen Ausnahmen abgesehen haben sowohl kleinere als auch große Banken in den Vereinigten Staaten in hohem Umfang in Kapital investiert, das direkt oder indirekt an den Wohnungsmarkt des Landes gebunden ist. Zudem wurden viele dieser Investitionen in außergewöhnlich hoher Zahl fremdfinanziert. Dies hat dazu geführt, dass die Banken nach dem Zusammenbruch des Wohnungsmarkts gezwungen waren, äußerst unangenehme Wertberichtigungen für diese Vermögenswerte vorzunehmen, um ihre Bilanzen wieder auszugleichen. Angesichts des schieren Umfangs des Problems auf dem Wohnungsmarkt widmeten sich die Banken nur zögernd den weniger schwerwiegenden Problemen, die sich auf dem gewerblichen Markt abgezeichnet hatten. Daher sahen sie keinen oder kaum einen Anlass zur Kündigung der Hypotheken von Objekten, die ihre Bilanzen nur zusätzlich belasten würden.

Dies hat dazu geführt, dass die Banken in vielen Fällen bereit sind, bei fällig werdenden Darlehen eine kurzfristige Darlehensverlänge-

rung einzuräumen. Manche haben diese Praxis als „lend and pretend“ (verleihen und wegschauen) bezeichnet, weil diese Verlängerungen oft gewährt werden, ohne den erfolgten Wertverfall in Betracht zu ziehen, und in der Hoffnung, dass sich die Lage des Markts vor dem neuen Fälligkeitsdatum wieder erholen wird. Auf diese Weise müssen die Banken in ihren Bilanzen keine Wertberichtigungen vornehmen. Dabei wird von der Erwartung ausgegangen, dass sich die Wirtschaft in den nächsten zwei Jahren erholen wird und dass der Hypothekenmarkt sich so weit stabilisiert, dass die unter Druck geratenen Darlehensnehmer ihre Immobilien umschulden können. Dadurch verschwindet das problematische Darlehen dann aus der Bilanz der Bank. Die Banken zögerten nicht zuletzt auch deshalb, den Weg der Pfändung einzuläuten, weil sie in diesem Fall für die Verwaltung einer großen Zahl an Immobilien verantwortlich wären. In der Regel fehlt es ihnen an den hierzu notwendigen sachlichen und personellen Mitteln.

Des Weiteren haben es die Banken mit streitsüchtigen Darlehensnehmern zu tun. In vielen Fällen befinden sich Darlehensnehmer in einer

Zwangslage, weil sie eine Refinanzierung schon aufgrund der Bedingungen auf dem Hypothekenmarkt nicht erwirken können, obwohl die betreffende Immobilie möglicherweise voll vermietet ist und die Haushaltskosten genau eingehalten werden. Zudem gibt es trotz der gegenwärtig gesunkenen Preise häufig immer noch ein gewisses positives Kapital an der Immobilie. Daher wenden sich viele Darlehensnehmer an die Gerichte, um sich im Rahmen der Insolvenzgesetze Schutz zu verschaffen. Diese Taktik hat zumindest den Vorteil, dass die Fälle von versuchten Immobilienpfändungen von Seiten der Bank einen Aufschub erhalten.

DIE CMBS-SITUATION

Bei CMBS-Hypotheken ist die Lage etwas komplizierter. Bei bestimmten Hypotheken kann es sein, dass die Eigentumsverhältnisse auf mehrere Arten aufgeteilt sind. Wenn ein Pool an Hypotheken verkauft wird, gibt es wahrscheinlich eine beträchtliche Anzahl an Investoren in verschiedenen Teilen der Welt, die diesen Pool übernehmen, sowie indirekte Eigentümer von einzelnen Hypotheken. Außerdem kann es vorkommen, dass eine Hypothek selbst in kleinere Teile aufgeteilt wird. Auf der Höhe des CMBS-Markts (2005 bis 2007) lag die Nachrangigkeit der CMBS-Pools bei unter 15 % (d. h. 85 % des Pools wurde als AAA eingestuft und 15 % als „nachrangig“, bzw. unterhalb AAA). Dies führt dazu, dass der Special Servicer dieser in Verzug geratenen Hypotheken es unter Umständen mit einer Vielzahl möglicherweise widersprüchlicher Eigentumsverhältnisse zu tun hat. Weil die Nachrangigkeit zwischen 25 % und 35 % beträgt, ist es inzwischen zudem erheblich wahrscheinlicher, dass es auch bei den mit niedrigerem Risiko bzw. als AAA eingestuften Hypotheken Probleme geben kann. Wenn man alle diese Faktoren in Betracht zieht, erscheinen Immobilienpfändungen weder leicht noch schnell umsetzbar zu sein.

Man sollte auch zu bedenken geben, dass die Special Servicer nicht in der gleichen Weise wie die Banken motiviert sind. Sie haben keine Bilanzen, die auf Druck der US-Regierung unbedingt ausgeglichen werden müssen, und ihnen liegt einzig daran, eine möglichst hohe Wertsteigerung für die Anleger zu verwirklichen. Wenn das Erreichen dieses Ziels davon abhängt, dass eine Immobilie nach der Zwangsvollstreckung nicht sofort wieder abgestoßen wird und stattdessen verwaltet und möglicherweise sogar umstrukturiert werden muss, haben die Special Servicer mit diesem Ansatz kein Problem. Dabei sind sie in der Regel auch die Eigentümer der als Güteklasse B bzw. mit höherem Risiko eingestuften Immobilien, die in vielen Fällen gerade jetzt keine Liquidität vorweisen können. Ihnen liegt wenig daran, eine Immobilie zurückzunehmen, da sie dadurch nicht nur auf ihr Honorar verzichten müssten, sondern auch die Hoffnung aufgeben würden, jemals wieder einen Gewinn zu erzielen.

DER LIQUIDITÄTSAKTOR

Ein weiterer Faktor, der bei vielen Immobilien gegen ein Verkaufsangebot spricht, ist die gewaltige Menge an Liquidität in der globalen Wirtschaft sowie der sich erholende Börsenmarkt. Angesichts eines seit Jahresbeginn um 60 % höher liegenden Börsenmarkts gelangten viele Real Estate Investment Trusts (REITs) durch den Verkauf von Aktien in den Besitz von Bargeld und waren dadurch nicht zum Verkauf von Immobilien gezwungen. Viele Immobilien, die vor sechs bis neun Monaten zu einem niedrigeren Preis verkauft werden

mussten, wurden von den REITs, die sie besitzen, nicht vom Markt genommen, weil sie auf dem Aktienmarkt an Wert gewonnen haben. Dadurch haben sich die REITs vom Immobilienverkäufer zum potenziellen Immobilienkäufer gewandelt.

Ein weiterer dem Markt zugrunde liegender Faktor ist die enorme Menge an Auslandskapital, das heute in US-Immobilien angelegt wird. Schließlich bietet der US-Markt eine Reihe von Wettbewerbsvorteilen: Im Vergleich zum Euro und zu anderen wichtigen Währungen ist der US-Dollar nach wie vor schwach; die Renditen am US-Markt liegen in der Regel höher als in vergleichbaren bedeutenden Immobilienmärkten, vor allem bei denjenigen in Europa; der US-Markt ist nicht in dem Maße von einem Überschuss an Neubauten betroffen wie andere Regionen; und schließlich gilt der Immobilienmarkt der USA im Vergleich zu den Märkten vieler Schwellenländer sowohl aus juristischer als auch politischer Sicht als relativ sicher.

2010

Wir glauben nicht, dass der Hypothekenmarkt sich in der ersten Hälfte des Jahres 2010 vollkommen erholen wird. Dadurch bleiben Darlehensnehmer und -geber für einen Großteil des Jahres unter Druck. Wir gehen darum davon aus, dass die Zahl der zum Verkauf angebotenen Immobilien in 2010 steigen wird. Die Banken haben inzwischen ihre Bilanzen sehr viel besser ausgeglichen. Dies lässt sich unter anderem daran ablesen, dass inzwischen mit Ausnahme von Citibank und Wells Fargo alle Hauptbanken die staatlichen Kredite (TARP Loans) zurückbezahlt haben bzw. Einzelheiten hierzu aushandeln. Bei weiterhin besser ausfallender Bilanz und höheren Renditen ist zu erwarten, dass die Banken weniger geneigt sind, Verlängerungen für fällige Darlehen einzuräumen. Dadurch werden die Darlehensnehmer entweder gezwungen, ihre Immobilien zu verkaufen oder den Banken Gründe zur Immobilienpfändung zu geben. Gleichzeitig werden die Special Servicer von CMBS-Darlehen allmählich mehr Pfändungsverfahren einleiten und somit den Markt mit mehr Immobilien versorgen. Dies wird wohl zu einem gewissen Anstieg an zwangsverkauften Immobilien aus diesen beiden Quellen führen.

Eine zunehmende Zahl der gegenwärtigen Eigentümer von Immobilien, die in der Hoffnung auf eine Verbesserung des Markts an ihrem Besitz festgehalten haben und denen klar geworden ist, dass eine Refinanzierung ihrer bestehenden Hypotheken für sie nicht infrage kommt, wird sich für den Verkauf entscheiden. Nach einer Werteinbuße von über 30 % werden derzeitige Immobilienbesitzer etwas Zeit brauchen, um auf die Realität des derzeitigen Markts zu reagieren. Wir glauben jedoch, dass dies im Verlauf des neuen Jahres geschehen wird. Wir gehen daher davon aus, dass die von unter Druck geratenen Eigentümern zum Verkauf angebotenen Immobilien im Gegensatz zu den gepfändeten Immobilien im kommenden Jahr der wichtigste Faktor des Markts sein wird.

*Weitere Informationen erhalten Sie unter www.falconreal.com
oder über **Falcon Real Estate**:*

*570 Lexington Avenue, New York, New York 10022
www.falconreal.com*