

FALCON

REAL ESTATE INVESTMENT COMPANY, LP



Umfassende Dienstleistungen für Investoren in US-Immobilien

DRITTES QUARTAL 2010, BD. 19, NR. 3

Die Lage auf dem Immobilienmarkt der USA bezüglich Angebot und Nachfrage

Eines der grundlegendsten Konzepte, die für alle Arten von Anlagen – sei es Aktien, Anleihen, Verbrauchsgüter oder Immobilien – gelten, ist die Annahme, dass der jeweilige Preis im Grunde genommen vom Verhältnis von Angebot und Nachfrage abhängt. Obwohl von Zeit zu Zeit andere Faktoren einen Einfluss auf den Preis haben, ist das Verhältnis von Angebot und Nachfrage zumindest dort, wo ein echter Markt mit Versteigerungsbedingungen vorliegt, der Hauptfaktor.

Als die Kreditkrise in der zweiten Jahreshälfte 2007 die Finanzmärkte traf und eine beträchtliche Wirtschaftskrise folgte, ging man allgemein davon aus, dass der gewerbliche Immobilienmarkt der USA ähnlich in die Knie gehen würde, wie es 20 Jahre zuvor beim Sparkassendebakel der Fall war. Die Erwartung war, dass eine große Menge an Vermögenswerten den Markt überfluten würde und dass sich die Kapitalquellen, die den außergewöhnlich rapiden Anstieg der Immobilienpreise ausgelöst hatten, in nichts auflösen würden. Dies ereignete sich teilweise tatsächlich im Verlauf des Jahres 2008 und Anfang 2009. Wer schnell und gezielt handelte, war in der Lage, eine gewisse Anzahl extrem hochwertiger Immobilien zu sehr günstigen Preisen zu erwerben.

Jedoch änderte sich die Lage, was Angebot und Nachfrage auf dem gewerblichen Immobilienmarkt der USA anging, relativ schnell. Obwohl die Kreditmärkte erstarrt blieben, tauchte innerhalb kürzester Zeit eine enorme Menge an Kapital aus dem In- und Ausland auf, das ausnahmslos bei der Suche nach bevorzugten Immobilien in wenigen ausgewählten Märkten verwendet wurde. Aus verschiedenen Gründen stieg das Angebot jedoch nicht mit der steigenden Nachfrage. Daraufhin stiegen die Preise auf die gleichen Niveaus wie vor der Rezession, vor allem in bestimmten Märkten wie New York, Boston, Washington DC und San Francisco.

Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 2010 liegen nach Ansicht von Falcon Real Estate Faktoren vor, die zu einem gewissen Anstieg an Qualitätsimmobilien auf dem Markt führen werden, während die Nachfrage (gemessen an der Menge des für Investitionen verfügbaren Bargelds) nunmehr den Höhepunkt überschritten haben mag. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass Anleger, die sich heute auf den gewerblichen Immobilienmarkt der USA begeben, ausgezeichnete Investitionen finden können, sofern sie vernünftige und breit angelegte Ziele verfolgen und in der Lage sind, schnell und entschlossen zu reagieren.

DIE NACHFRAGE AUF DEM MARKT

Infolge der Kreditkrise und der Rezession gerieten institutionelle Investoren in den USA – hierzu zählen Rentenfonds (pension funds) und Stiftungsfonds der Hochschulen (university endowment funds) – unter erheblichen Druck, in Vermögenswerte zu investieren, die höhere Renditen bieten. Der Zusammenbruch des Aktienmarkts hatte diesen Fonds großen Schaden zugefügt, und weder Unternehmen noch Regierungen der einzelnen Bundesstaaten verfügten über ausreichendes Einkommen, um Einzahlungen vorzunehmen und somit die Verluste auszugleichen. Um die Rezession zu bekämpfen, senkte die Federal Reserve die kurzfristigen Zinssätze effektiv auf Null und die langfristigen Zinssätze auf einen Wert zwischen 2 % und 4 %. Gewerbliche Immobilien mit Kapitalisierungsraten von 7 %

bis 8 % und die Aussicht auf Inflationsschutz sowie eine gewisse allmähliche Kapitalwertsteigerung erschienen als sehr attraktive Alternative. Daher planten sehr viele institutionelle Investoren, immer mehr Geld für gewerbliche Immobilien auszugeben.

Zudem gründeten Finanzinstitute wie Morgan Stanley und Bauunternehmen wie John Buck aus Chicago eine große Zahl an Risikokapitalfonds (private equity funds). Dabei wurden buchstäblich Milliarden von Dollar von Einzelanlegern und institutionellen Investoren gesammelt, die darauf aus waren, von den unter Druck geratenen Immobilien zu profitieren, deren Erscheinen auf dem Markt prognostiziert wurde. Für diese Fonds gab es eine Reihe von Investmentvorgaben, wobei manche davon dafür vorgesehen waren, in Verzug geratene Hypotheken aufzukaufen, um die Kontrolle über

gute Immobilien zu erlangen. Mit anderen sollten Mezzanine-Schulden aufgekauft oder gegründet und weitere einfach bei der Suche nach guten Immobilien zu Schnäppchenpreisen verwendet werden.

Die dritte auf den Markt eindringende Hauptgruppe setzte sich aus ausländischen Institutionen und Einzelpersonen zusammen. Viele Staatsfonds (sovereign wealth funds) wie ADIA, die Qatar Investment Authority, die Kuwait Investment Authority und die Government of Singapore Investment Corporation tätigten hochkarätige Käufe von gewerblichen Immobilien in den USA und ließen den Schluss zu, dass sie darauf aus waren, ihre Portfolios zu erweitern.

Schließlich gab es in der Branche der Immobilien-Investmentfonds (Real Estate Investment Trust, REIT) eine dramatische Kehrtwende. Zu Beginn der Kreditkrise befanden sich viele der REITs kurz vor der Insolvenz und verfügten über keinen ausreichenden Cashflow, um ihren jeweiligen Verbindlichkeiten nachzukommen. Doch gerade als es Risikokapitalfonds (private equity funds) gelang, 2008 und 2009 Milliarden von Dollar zu sammeln, richteten viele REITs, darunter SL Green in New York City, ihre Aufmerksamkeit auf den Aktienmarkt und kamen in den Besitz bedeutender Mengen an Cash, sodass sie nicht länger gezwungen waren, Immobilien zu verkaufen, sondern stattdessen zu wichtigen Akteuren auf dem Immobilienmarkt wurden.

Die Zusammenwirkung dieser Faktoren führte dazu, dass eine außergewöhnlich hohe Menge an Eigenkapital zur Investition in hochwertige gewerbliche Immobilien in den USA zur Verfügung stand. Erschwerend kam hinzu, dass die meisten dieser Gruppen sich auf wenige wichtige Regionen in den USA konzentrieren wollten.

DAS ANGEBOT AUF DEM MARKT

Weil die Preise für Gewerbeimmobilien in den Jahren 2006 und 2007 enorm gestiegen waren, entschieden sich viele Eigentümer zum Verkauf, um von den hohen Preisen zu profitieren. Dies führte zu einem ausreichenden Angebot an Immobilien auf dem Markt, das die damals auf Kredit gefüllte Nachfrage befriedigen konnte. Als jedoch die Preise gegen Ende 2007 und 2008 zusammenbrachen, wandten sich die so genannten Discretionary Seller vom Markt ab, und in Not geratene Verkäufer erschienen entgegen der Prognosen nur allmählich. Die Fähigkeit der Eigentümer von unter Druck geratenen Immobilien, an ihren Vermögenswerten festzuhalten, hat mehrere Gründe. Wie bereits mehrfach in früheren Ausgaben dieses Quartalsberichts beschrieben, sind die Grundfaktoren des Markts für Gewerbeimmobilien im Verlauf dieser Konjunkturlaute überraschend stabil geblieben. Die Belegungsraten sind zwar erwartungsgemäß mit den Mietpreisen gesunken, doch solche Abnahmen sind im Vergleich zu denjenigen in den späten achtziger und frühen neunziger Jahren relativ gering. Deshalb verfügen viele Eigentümer nach wie vor über ein ausreichendes Einkommen, um ihre Hypotheken abzuzahlen. Es ist ihnen möglich, an ihren Immobilien festzuhalten, obwohl deren Wert bisweilen unterhalb der Summe der ausstehenden Schulden liegt, und sie hoffen auf eine allmähliche Verbesserung des Markts.

Gleichzeitig zögern die Banken merklich, bei Immobilien mit fälligen Darlehen Pfändungen einzuleiten. Auch wenn es nach wie vor viele Immobilien mit negativem Eigenkapital gibt (einer Schätzung zufolge in Höhe von insgesamt fast 167 Mrd. US-Dollar), haben die Banken es nicht eilig, diese Immobilien zurückzunehmen und die damit verbundenen Verluste hinzunehmen. Häufig verfolgen die Banken stattdessen bei fälligen Schulden einen Ansatz nach dem Motto „Pretend and Extend“ (wegschauen und verlängern), führen den Wert einer Immobilie in den

Büchern unverändert fort und verlängern das betreffende Darlehen um weitere zwei oder drei Jahre. Die Special Servicer, die die in unterschiedliche Pools verkauften Hypotheken verwalten, sind ebenfalls kaum dazu motiviert, unter Druck geratene Vermögenswerte zu verkaufen, zumal sie häufig selbst in diese Immobilien investiert haben und ihre Investition ausgelöscht würde, wenn sie zum Verkauf gezwungen werden würden.

Aus diesem Grund agieren die Discretionary Seller als Beobachter und warten darauf, dass die Preise anziehen, während unter Druck geratene Verkäufer derzeit kaum zusätzlichem Druck von den Banken oder Special Servicern ausgesetzt sind. Auf diese Weise sind sie in der Lage, an ihren Vermögenswerten festzuhalten. Dies führt dazu, dass nur eine begrenzte Menge an hochwertigen Immobilien auf den Markt kommt. Aus diesem Grund übersteigt in vielen geografischen Märkten der USA zum gegenwärtigen Zeitpunkt die Nachfrage das Angebot.

DIE ZUKÜNFTIGEN TRENDS

Andererseits liegen momentan mehrere Faktoren vor, die dazu führen dürften, dass mehr Immobilien auf den Markt kommen und ein Teil des Geldes, das relativ wenigen Vermögenswerten gegenübersteht, verdrängt wird. Das Wall Street Journal berichtete vor Kurzem, dass es 19 Risikokapitalfonds nicht möglich war, passende Anlageobjekte für ihre Portfolios zu finden, und dass sie deswegen über 6 Mrd. US-Dollar an ihre Investoren zurückgeben. Dadurch wird nicht nur eine beträchtliche Menge Geldes vom Markt verschwinden, sondern dies sollte auch dazu führen, dass die Gründung ähnlicher Fonds zukünftig weniger wahrscheinlich ist.

Auf der Angebotsseite werden die Banken und Special Servicer wohl unweigerlich damit beginnen, Immobilien zu verpfänden, deren Darlehen in Verzug geraten sind oder nicht refinanziert werden können. Beide Gruppen werden realistischer vorgehen und ihre bestehenden Verluste eingestehen müssen. Dann werden auch mehr Immobilien auf dem Markt auftauchen. Obwohl dieser Prozess länger dauert, als ursprünglich angenommen, geht Falcon davon aus, dass gegen Ende dieses Jahres sowie zu Beginn des nächsten Jahres zunehmend unter Druck geratene Immobilien auf den Markt kommen werden.

Wir erwarten auch eine Zunahme an Discretionary Seller. Diese Gruppe der Beteiligten verhält sich zurückhaltend, weil sie hoffen, dass sich der Markt erholen wird. Trotz einer gewissen Preisverbesserung in manchen wichtigen Märkten steigt der Druck auf Discretionary Seller, tätig zu werden. Von beträchtlichem Einfluss ist unter anderem die Kapitalertragssteuer, die das Resultat der auslaufenden Steuersenkungen der Regierung Bush und des Inkrafttretens der Gesundheitsreform der Regierung Obama ist. Die meisten Investoren, die seit einer gewissen Zeit im Besitz von Immobilien sind, werden selbst beim derzeitigen niedrigen Preisniveau Kapitalertragssteuern zahlen müssen, da sie ihre Kostenbasis durch Wertminderung berichtigt haben.

Daher gehen wir davon aus, dass weniger Geld auf den Markt für gewerbliche Immobilien strömen wird, während gleichzeitig die Anzahl der zum Kauf angebotenen Immobilien langsam zunimmt. Dies wird unserer Einschätzung nach dazu führen, dass die Anzahl der Transaktionen auf dem US-Markt landesweit im verbleibenden Jahr 2010 und zu Beginn von 2011 allmählich zunehmen 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