

Ausblick für Gewerbeimmobilien: Ein Sturm zieht auf. Was nun?



September 2023



Michael Comparato
Managing Director and Head of
Commercial Real Estate
Benefit Street Partners

Einleitung

Ein Wirbelsturm tobt auf dem Meer und alle Modelle und Meteorologen sagen voraus, dass er in Kürze die Küste erreichen wird. Diese Stimmung herrscht gegenwärtig unter Anlegern im Gewerbeimmobilienbereich, denn steigende Zinssätze, ein kräftiger Rückgang der Kreditvergabe der Banken und eine massive „Fälligkeitsmauer“ (laut Schätzungen mehr als 2,5 Billionen USD bis 2027) verdunkeln gleichzeitig den Horizont. Niemand weiß, wo der Sturm zuschlagen wird oder ob es ein Sturm der Kategorie 3, 4 oder 5 sein wird. Doch er wird unweigerlich kommen.

Schäden werden unvermeidlich sein. Insbesondere im taumelnden Bürosektor könnten sie zum Teil erhebliche Auswirkungen haben. Die Folgen gesellschaftlicher Veränderungen, allen voran das Arbeiten im Homeoffice und die Automation/künstliche Intelligenz (KI), sorgen für ein Überangebot an Immobilien, das den Sektor auf Jahre hinaus belasten könnte. Unterdessen entwickeln sich die Kapitalmärkte aufgrund höherer Zinssätze, höherer Cap-Rate-Bewertungen und des daraus resultierenden Drucks auf die Immobilienwerte zuungunsten des Bürosektors. Im Bereich der Gewerbeimmobilien haben sich die Zinssätze innerhalb von nicht einmal zwei Jahren verdoppelt bis verdreifacht. Die angesprochenen niedrig verzinsten Kredite im Wert von Billionen von Dollar erreichen ihre Fälligkeit und die Refinanzierung wird ein schwieriges Unterfangen. Wer schließlich eine Refinanzierung erreicht, wird – wohl einhergehend mit strengeren Vertragszusatzklauseln – die höchsten Preise seit Jahrzehnten zahlen. **Im Zuge der Neuermittlung der Immobilienwerte werden manche Kreditnehmer keinen klaren Weg zur Refinanzierung finden. Dies dürfte zunehmend zu Ausfällen und Vermögensverlusten führen. Die Krise bei den Regionalbanken, wichtigen Anbietern von Finanzierungen für Gewerbeimmobilien, hat die bereits laufenden Bemühungen um eine Verbesserung ihrer Bilanzen und die Verschärfung der Kreditrichtlinien noch beschleunigt. Kurzum: Die Nachfrage nach Fremdkapital für Gewerbeimmobilien dürfte zulegen, während das Angebot zurückgeht. Dies wird Kreditnehmer und viele bestehende Portfolios vor Probleme stellen.**

Insbesondere für Nichtbanken-Kreditgeber wird es jedoch auch Chancen geben, verfügbares Kapital einzusetzen. Einige Kreditgeber werden außen vor bleiben müssen. Dies gilt in besonderem Maße für Akteure mit einem übermäßigen Büro-Engagement, die Liquidität für unvorhersehbare Entwicklungen innerhalb des Sektors vorhalten müssen. Andere Akteure jedoch werden belohnt werden, wenn der Sturm erst vorbei ist – allen voran jene, die ihre Fremdkapitalbeschaffung nach der Pandemie (als dies im Trend lag) nicht überdehnt haben. Die Reduzierung der Kreditvergabekapazität traditioneller Banken dürfte, gekoppelt mit dem anhaltenden Volumen der Fälligkeiten bei Immobilienkrediten, viele attraktive Chancen schaffen, um sowohl Kredite mit hohen Abschlägen zu kaufen als auch Kapital für hochwertige Immobilien zu verleihen – mit den höchsten Renditen der jüngeren Vergangenheit und bei niedrigeren Verschuldungsniveaus.

Wesentliche Erkenntnisse

- Die Anlegerstimmung ist in Bezug auf Gewerbeimmobilien aufgrund einer ganzen Reihe von Herausforderungen schlecht. Nach unserer Auffassung werden die Belastungen, d. h. steigende Zinssätze, ein Mangel an Fremdkapital trotz einer steilen Fälligkeitsmauer und steigender Nachfrage und sogar die Möglichkeit zunehmender Ausfälle, in ihrer Summe Chancen für flexible Kreditanleger schaffen.
- Bei den Anlageklassen der Gewerbeimmobilien sehen wir eine Zweiteilung. **Am Büromarkt gibt es teilweise zerrüttete Immobilien und möglicherweise sogar einen zerrütteten Sektor. Ansonsten geht es eher um zerrüttete Bilanzen, da so viele Immobilien überschuldet und/oder unterkapitalisiert sind.** Zerrüttete Bilanzen werden Kreditnehmern und einigen Anlegern zweifelsohne so manchen Schmerz bereiten, sie dürften jedoch auch das Chancenspektrum vergrößern.
- Indem sie im richtigen Moment in die Offensive gehen, können sich Anleger mit verfügbarem Kapital positionieren, um die Unsicherheit am Markt für Gewerbeimmobilien auszunutzen, auch wenn eine schwierige Phase vor uns zu liegen scheint. Dies gilt insbesondere für jene Anleger, die über die kurzfristige Volatilität hinausblicken können und auf die längerfristigen Fundamentaldaten konzentriert bleiben.
- Nach unserer Einschätzung haben Mehrfamilienhäuser neueren Baujahrs an Primär- und Sekundärmärkten nach wie vor die beste Kreditqualität und liefern die höchsten risikobereinigten Renditen bei Krediten für Gewerbeimmobilien. Unserer gegenwärtigen Einschätzung zufolge bietet die historische Widerstandskraft von Mehrfamilienhäusern der Klassen A und B gegen Rezessionen einen relativen Schutz vor den größten Problemen bei Gewerbeimmobilien sowie langfristige säkulare Wachstumstreiber.
- Gut aufgestellte Anleger werden imstande sein, während dieser Korrektur Kapital zu vergeben. Sie werden belohnt, sobald der Sturm bei Gewerbeimmobilien nachlässt. Dies schafft das Potenzial für aktienähnliche Renditen.

Wie ist es dazu gekommen?

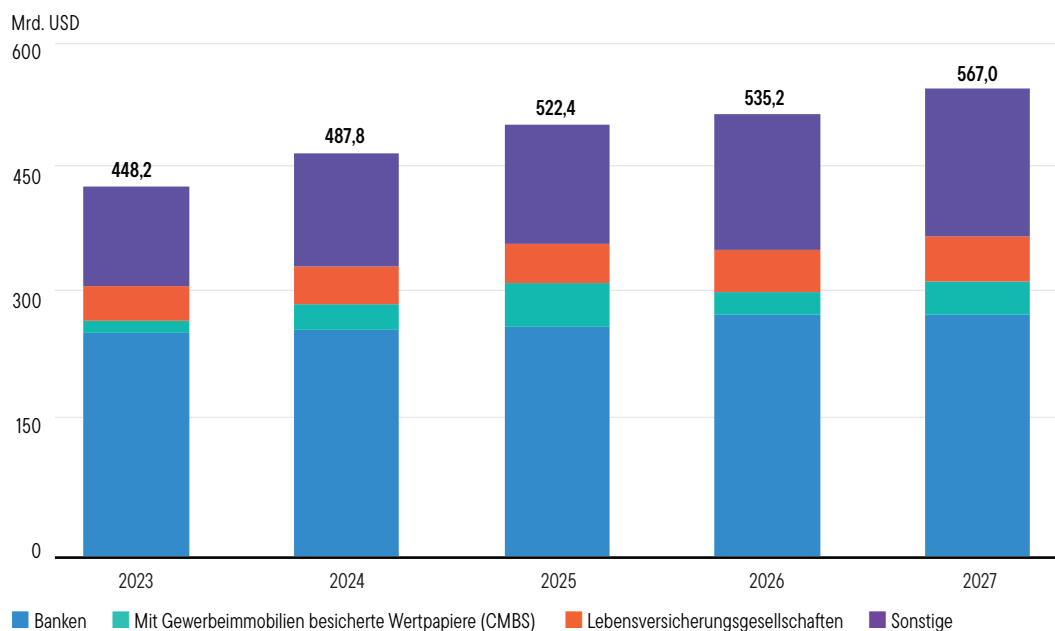
In gewisser Weise haben wir den perfekten Sturm bereits erlebt. Nach der globalen Finanzkrise senkte die US-Notenbank (Fed) ihren Leitzinssatz drastisch von rund 5 % im Jahr 2006 auf fast 0 % Ende 2008. Abgesehen von einigen Zinsanhebungen von 2015 bis 2018, als die Federal Funds Rate in der Spitze fast 2,5 % erreichte, bevor die Fed sich aufgrund der Pandemie zu einer erneuten Zinssenkung veranlasst sah, lag der Leitzins fast 15 Jahre lang bei nahezu null. Darüber hinaus vergrößerte die Fed ihre Bilanz: 2007 betrug sie weniger als 1 Billion USD, erreichte 2014 bis 2018 ein Volumen von 4,5 Billionen USD und stieg dann 2022 nach einem pandemiebedingten Kaufrausch bei US-Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren auf knapp 9 Billionen USD. Bis zu diesem Zeitpunkt wurden weitere rund 4,5 Billionen USD an staatlichen Coronahilfen in die Wirtschaft gepumpt. Im Grunde genommen war Geld gratis und überall zu haben. **Die Anleger strömten in den Bereich der Gewerbeimmobilien und nutzten die Anlageklasse häufig als Alternative für festverzinsliche Instrumente, die fast keine Rendite mehr abwarfen. Dies befeuerte einen Anstieg bei drei- bis fünfjährigen variabel verzinslichen Darlehen mit niedrigen Zinssätzen. Das waren die Steine, aus denen die jetzige Fälligkeitsmauer gebaut ist. Die Immobilienpreise stiegen und viele, wenn nicht sogar die meisten Firmen für Gewerbeimmobilien sowohl aus dem Eigenkapitalbereich als auch entsprechende Kreditgeber erhöhten ihre Verschuldungsniveaus.**

Im Jahr 2022 kletterte die Inflation indes auf den höchsten Stand seit vier Jahrzehnten. Wie nahezu jeder Wirtschaftsprofessor bestätigen wird, handelt es sich bei der Inflation um ein geldpolitisches Phänomen. Eine Regierung kann nicht eine solche Menge an Geld schöpfen und gleichzeitig massive Inflation verhindern. Um die Bilanz der Fed besser zu veranschaulichen, schreiben wir die Zahl 9 Billionen USD gern einmal mit allen Nullen aus: 9.000.000.000.000 USD. Das öffnet einem die Augen. Angesichts dieser Rekordinflation reagierte die Fed mit einer beispiellosen geldpolitischen Straffung und schraubte die Zinssätze in weniger als 15 Monaten von 0 % wieder auf über 5 % nach oben, um den Anstieg der Preise zu zügeln. Im Jahr 2023 kam es zu drei der vier größten Regionalbankenpleiten der Geschichte sowie zu einer Zwangsheirat zwischen zwei bedeutenden Schweizer Investmentbanken. Letztere destabilisierte die Bankenbranche infolge steigender Einlagenabflüsse. Die Banken verschärfte die Kreditrichtlinien und verringerten die

Kreditvergabe, wodurch das Angebot an verfügbaren Krediten drastisch begrenzt wurde. Die Finanzierungskosten explodierten in der gesamten Wirtschaft: Kreditzinssätze, die 2021 noch bei unter 3 % gelegen hatten, stiegen auf ganze 5,50 %. Viele liegen mittlerweile bei mehr als 8 %. Die Werte sinken allmählich, wobei die Preise für Gewerbeimmobilien im ersten Quartal 2023 laut Moody's Analytics erstmals seit 2011 auf breiter Front zurückgingen. Die Prognose trübt sich weiter ein.

Diese kurzfristigen, variabel verzinslichen Kredite werden in naher Zukunft fällig und führen zum aufsehenerregendsten Ereignis der vergangenen Jahre im Universum der Gewerbeimmobilien: der Fälligkeitsmauer. Die häufig zitierte Zahl von Morgan Stanley von 1,5 Billionen USD an fällig werdenden Krediten bei Gewerbeimmobilien bis 2025 scheint korrekt zu sein. Hinzu kommt, dass bis 2027 weitere mehr als 1 Billion USD fällig werden. Die Fälligkeit dieser Darlehen wird manche Kreditnehmer vor erhebliche Herausforderungen stellen.

Abbildung 1:
Fälligkeiten von
US-Gewerbehypotheken
nach Kreditgebern
2023–2027



Quelle: Trepp. Stand: August 2023. Es kann nicht zugesichert werden, dass sich Prognosen, Schätzungen oder Hochrechnungen als richtig erweisen.

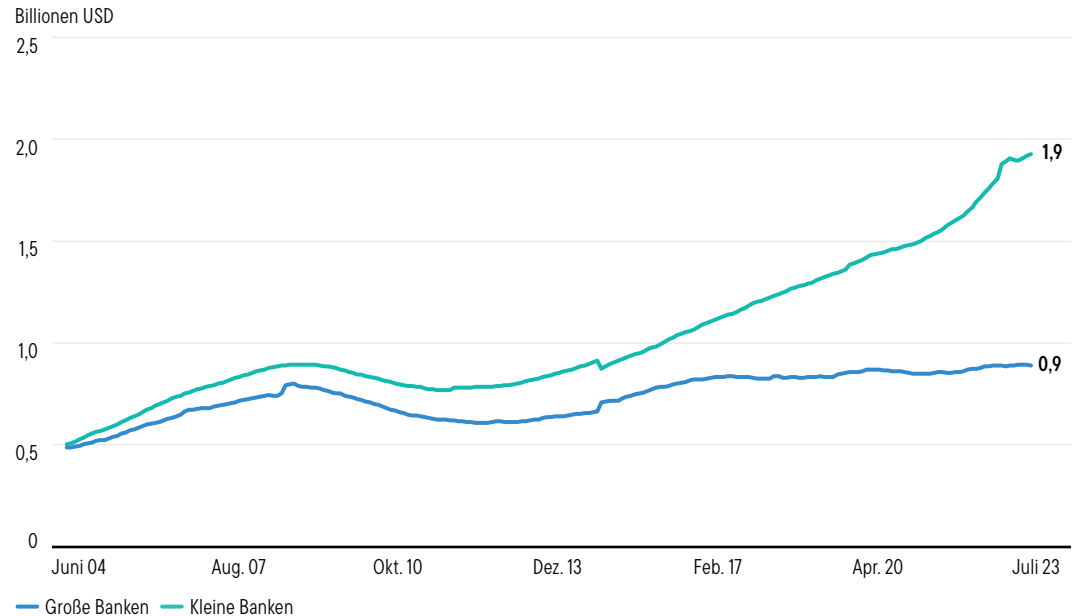
Wie schlimm ist die Situation?

Laut einiger Marktkommentatoren könnte alles schlimmer werden als die globale Finanzkrise. Andere meinen, Gewerbeimmobilien seien als „fast nicht mehr investierbar“ einzustufen. Die Lage ist nicht gut, doch nach unserer Einschätzung wird sie nicht an das Gemetzel der globalen Finanzkrise heranreichen (einzige Ausnahme könnte der Bürosektor sein). Es ist nicht zu leugnen: Die Fälligkeitsmauer ist riesig und scheint unvermeidlich.

Banken (und übrigens auch Versicherer) sind sowohl als Kreditgeber als auch als Käufer wichtige Quellen für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien. Ihre Beteiligung an der Vergabe von Immobilienkrediten ist zunehmend in den Fokus der Aufsichtsbehörden gerückt. Drei der vier größten Bankenpleiten der US-Geschichte ereigneten sich im ersten Halbjahr 2023 und befeuerten – Schlagzeile um Schlagzeile – die Bedenken hinsichtlich der Bilanzen der Regionalbanken. Viele dieser Schlagzeilen bezogen sich auf das Engagement in Gewerbeimmobilien, denn die Bedeutung dieser kleineren Banken für die Anlageklasse hat sich in den vergangenen zehn Jahren verdoppelt und nahm nach der Pandemie besonders stark zu. Infolgedessen reduzierten die Banken die Kreditvergabe bei Gewerbeimmobilien, gingen selektiver vor und/oder verweigerten sich einem höheren Engagement, sodass diese wichtige Finanzierungsquelle trotz der sich aufbauenden Fälligkeitsmauer austrocknete.

Abbildung 2: Große und kleine im Inland zugelassene US-Geschäftsbanken: Gewerbeimmobilienkredite

Juni 2004 bis Juli 2023



Quelle: Federal Reserve Economic Research. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung dar.

Seit der globalen Finanzkrise wurden auslaufende Schulden in der Phase der ultraniedrigen Zinssätze von den meisten Kreditnehmern einfach refinanziert. Wahlweise gingen sie nach dem Motto „extend and pretend“ aus der Zeit der globalen Finanzkrise vor. Dies bedeutet, dass die Kreditgeber Kreditlaufzeiten verlängerten und dabei kurzfristige Rückgänge der Immobilienwerte ignorierten. Auf diese Lösung griffen viele zu Beginn der Pandemie Anfang bis Mitte 2020 abermals zurück. Ein rollierender Kredit, hieß es, häuft keine Verluste an.

Tatsächlich tendierten die Zinssätze seit Anfang der 1980er Jahre generell nur in eine Richtung: nach unten. In den vergangenen 40 Jahren wurden Kreditgeber ebenso wie Kreditnehmer belohnt, indem sie abwarteten, bis die Zinssätze weiter sanken und die Assets wieder an Wert gewannen, und schließlich über eine Refinanzierung aus dem Kredit ausstiegen. **40 Jahre lang heilte die Zeit bei Gewerbeimmobilien alle Wunden. Und einmal mehr hoffen alle auf den Faktor Zeit. Doch was geschieht, wenn die Zinssätze nicht abermals sinken? Was, wenn die Zinssätze erstmals seit vier Jahrzehnten auf den Mittelwert zurückkehren und dort verharren? Was, wenn die Zinssätze von den Zentralbanken rund um den Globus so manipuliert werden und so künstlich niedrig sind, dass sie nicht auf diese niedrigen Niveaus zurückkehren?**

Die Zeit läuft ab. Die Kreditnehmer werden vermutlich nicht in der Lage sein, die aktuelle Menge an Schulden für ihre Immobilien zu refinanzieren. Nehmen wir beispielsweise einen Kreditnehmer, der 2021 einen Kredit mit einer monatlichen Schuldendienstzahlung von 100.000 USD abschloss und eine vom Kreditgeber geforderte Zinsobergrenze (Interest Rate Cap/IRC) kaufte, ein Instrument, das den Kreditnehmer vor steigenden Zinssätzen schützt. Da LIBOR und SOFR, die für die Berechnung des Schuldendienstes verwendeten Referenzindizes, von 0 % auf 5 % stiegen, stieg auch die monatliche Kreditzahlung auf 125.000 USD, danach 150.000 USD und schließlich 300.000 USD. Als die Zahlung 125.000 USD erreichte, griff die IRC, d. h., der IRC-Anbieter (nicht der Kreditnehmer oder die Immobilie) hatte die Differenz abzudecken. Wenn der Kredit jedoch abläuft, erlischt die IRC, so dass sich die Kosten für den Schuldendienst im Grunde genommen verdreifachen. Und diese Last hat künftig ausschließlich der Kreditnehmer/die Immobilie zu tragen.

Das Fazit lautet: Fremdkapital ist verfügbar, aber nicht in demselben Maße wie zuvor. Es ist darüber hinaus deutlich teurer.

Dies eröffnet mehrere Möglichkeiten, von denen keine ideal ist. Um das Eigentum zu behalten, wird in fast allen Fällen frisches Kapital in der Kapitalstruktur benötigt werden. Dieses Kapital kann nur aus zwei Quellen stammen: Fremdkapital oder Eigenkapital. Ein Unternehmen beispielsweise, das vor einigen Jahren 50 Millionen USD als vorrangiges

Darlehen aufnahm, könnte mittlerweile nur noch die Voraussetzungen für 40 Millionen USD erfüllen. Der Kreditnehmer muss dann über einen teureren Mezzanin-Kredit, über Vorzugskapital oder über frisches Stammkapital 10 Millionen USD an Liquidität beibringen. Zweifelsohne würde dieses Stammkapital für eine erhebliche Verwässerung sorgen, falls die vorhandenen Eigentümer neue Gesellschafter hinzuziehen. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, das Objekt zu verkaufen, die Verluste auszuweisen und in bessere Gefilde weiterzuziehen. Die letzte Möglichkeit, auf die bei Büroimmobilien scheinbar bereits regelmäßig zurückgegriffen wird, bestünde darin, auszusteigen und das Objekt dem Kreditgeber zu überlassen.

Was ist mit Eigenkapitalinvestments bei Gewerbeimmobilien? Warum Fremdkapital? Warum jetzt?

Heute würde ein Eigenkapitalanleger, der Hebelung nutzt, nach Abzug der Fremdkapitalkosten wenig bis keinen laufenden Ertrag aus einem neuen Investment erhalten. Somit würde der Großteil der potenziellen Rendite bis zum Ausstieg hinausgeschoben.

Wir werden im gegenwärtigen Umfeld regelmäßig nach dem relativen Nutzen von Eigenkapital- gegenüber Fremdkapitalinvestments bei Gewerbeimmobilien gefragt. Wir antworten häufig mit einer Frage: Wie lange möchten Sie das Investment halten? Nach unserer Einschätzung dürfte die Laufzeit hier der wichtigste Aspekt sein, der in der Diskussion Eigen- versus Fremdkapital jedoch häufig übersehen wird. Wenn ein Anleger bereit ist, einen Vermögenswert für 15 bis 20 Jahre zu halten, ist der Einstiegspunkt weniger entscheidend. Der Kumulationseffekt des inflationsgekoppelten Mietwachstums wird über diese lange Haltedauer in aller Regel zu einem positiven Anlageergebnis führen. Wenn ein Anleger ein Gewerbeimmobilienobjekt in einem soliden Markt und mit guter Lage in diesem Markt kauft, ist kaum ein Szenario vorstellbar, in dem dieses Objekt 2038 oder 2043 nicht mehr wert ist als heute. Dies gilt nicht für den Bürosektor. Nach unserer Auffassung gibt es, wenn überhaupt, auf lange Sicht nur wenige bessere Inflationsabsicherungen als Gewerbeimmobilien.

Beträgt der Anlagehorizont allerdings weniger als fünf Jahre, halten wir Eigenkapital bei Gewerbeimmobilien derzeit für fast nicht investierbar. In der Vergangenheit strebten Eigenkapitalanleger bei Gewerbeimmobilien einen internen Zinsfuß (Internal Rate of Return/IRR) im mittleren bis oberen Zehnerbereich an. Dies ist in aller Regel eine Kombination aus hohen einstelligen Barrenditen und einem Gewinn beim Ausstieg aus einem Objekt. Heute würde ein Eigenkapitalanleger, der Hebelung nutzt, nach Abzug der Fremdkapitalkosten wenig bis keinen laufenden Ertrag aus einem neuen Investment erhalten. Somit würde der Großteil der potenziellen Rendite bis zum Ausstieg hinausgeschoben.

Fremdkapitalinvestments hingegen bieten unverzüglich fließende Liquidität mit einer quantifizierbaren Rendite bei Rückzahlung. **Das bedeutet, dass der Cashflow aus Immobilien bei höheren Zinssätzen im Wesentlichen an den Kreditgeber fließt. Die Vergütung für Eigenkapitalanleger dürfte, wenn sie überhaupt eintritt, noch Jahre auf sich warten lassen.**

Bei der Bewertung von Vermögenswerten sehen wir derzeit wohl die größte Unsicherheit seit der globalen Finanzkrise. Auch wenn IRRs im mittleren bis oberen Zehnerbereich für Eigenkapitalinvestments bei Gewerbeimmobilien der historische Zielwert sind, sollten sie mittlerweile sogar noch höher sein, um das höhere Maß an Risiko und Unsicherheit auszugleichen. Im Eigenkapitalbereich ist keine größere Gelegenheit zu erkennen, mit der solcherlei Renditen zu erzielen wären. **Folgende Haltung drängt sich geradezu auf: „Die Werte sind 20 % bis 30 % gesunken. Das ist ein guter Zeitpunkt zum Kaufen.“ Doch waren diese Vermögenswerte überbewertet und sind auf ein angemessenes Niveau gefallen? Oder waren sie angemessen bewertet und sind daher jetzt unterbewertet? Nach unserer Auffassung trifft, auf jeden Fall kurzfristig, Ersteres zu.** Auf kurze Sicht erkennen wir keinen Katalysator für eine V-förmige Erholung der Werte von Gewerbeimmobilien.

Zwar sind die Renditen auf Eigenkapitalinvestments bei der gegenwärtigen Unsicherheit nicht gestiegen, doch entscheidet sich ein Anleger nicht jedes Mal für einen Kredit, wenn er mit Kreditinvestments vergleichbare Renditen wie mit Eigenkapitalinvestments erzielen kann? An diesem Punkt steht der Markt derzeit. Die eigentliche Frage lautet somit: Sollte sich ein Anleger in Gewerbeimmobilien für die Rendite von 15 % von Fremdkapital bei einer Beleihungsquote von 75 % oder für die Rendite von 15 % von Eigenkapital bei einer Beleihungsquote von 100 % entscheiden? Nach unserer Auffassung dürfte die Antwort klar sein.

Wer zu Hause arbeitet, braucht kein Büro. KI braucht keinen Stuhl, sondern nur einen Server. Das bedeutet nach unserer Auffassung, dass die Werte von Bürogebäuden weiter sinken dürften, vielleicht drastisch.

Die Probleme bei Gewerbeimmobilien sind zweigeteilt: in den Bürosektor und den großen Rest

Die Folgen des aufziehenden Sturms für Gewerbeimmobilien werden sich je nach Anlageklasse unterscheiden. Der Bereich mit den größten Problemen ist der Bürosektor, in dem die Leerstandsquoten historisch hoch sind und der durch den fortdauernden, pandemiebedingten Trend zum Homeoffice belastet wird. Die Ausfälle sind gestiegen, und einige der größten und erfahrensten Sponsoren mit guter Kapitalausstattung ziehen einfach weiter. Die Rückstände legen zu. Gebäude werden mit Abschlüssen angeboten, und die freien Flächen zur Untervermietung steigen scheinbar im ganzen Land. Bei der Nachfrage nach Büroflächen kommt es zu einer grundlegenden Veränderung. Wer zu Hause arbeitet, braucht kein Büro. KI braucht keinen Stuhl, sondern nur einen Server. Das bedeutet nach unserer Auffassung, dass die Werte von Bürogebäuden weiter sinken dürften, vielleicht drastisch.

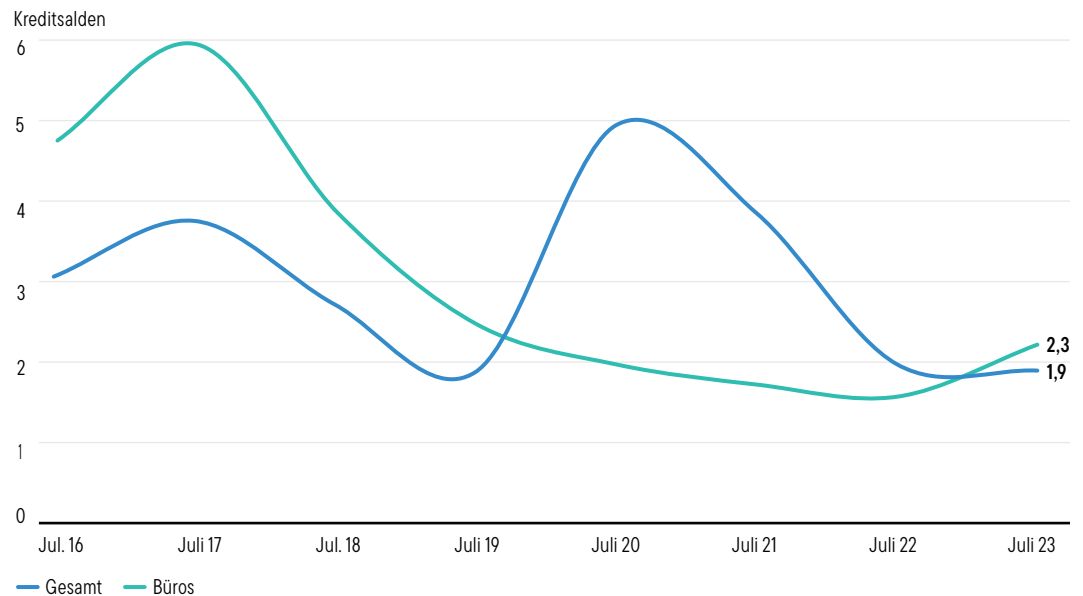
Gewerbeimmobilien sind mit allen Vor- und Nachteilen eine der am höchsten verschuldeten Anlageklassen in der Finanzwelt. Das Fremdkapital ist der sprichwörtlich Schwanz, der in den meisten Fällen mit dem Bewertungshund wedelt. Einen Kredit für neue Büroobjekte zu erhalten ist derzeit so schwer wie seit Jahrzehnten nicht mehr, wenn man das Jahr 2009 ausklammert. Das für den Bürosektor verfügbare Fremdkapital steckt weitgehend in den Kapitalmärkten, vieles davon in Form der mit Gewerbeimmobilien besicherten Wertpapiere (CMBS). Sie bieten eine geringere Verschuldung, haben viele Zusatzklauseln und sind sehr unflexibel. Nach unserer Einschätzung stellt dies keine effiziente Verbindlichkeit dar. Wenn Fremdkapital für Bürogebäude nicht ohne weiteres verfügbar ist, wird ihre Bewertung zunehmend schwieriger. Überdies sind Büros hinsichtlich der Umbauten für Mieter, der Instandhaltung und der Investitionen nach wie vor eine der teuersten Anlageklassen. Das Kapital, das benötigt wurde, um in einem Bürogebäude in „normalen“ Zeiten für gute Belegung zu sorgen, war erheblich. Mittlerweile laufen die Pakete, die Mietern in Bezug auf Umbauten angeboten werden, jeder Vernunft zuwider und sind nach unserer Einschätzung auf Dauer nicht aufrecht zu erhalten.

Kurzum: Der Bürosektor wird nach unserer Ansicht bald mit zerrütteten Immobilien überschwemmt werden, die möglicherweise zu einer zerrütteten Anlageklasse führen. Die Anleger werden sich erinnern, dass beim Aufstieg von Amazon und des E-Commerce die Meinung verbreitet war, dass dies für stationäre Einzelhandelsimmobilien eine unüberwindbare Herausforderung darstellen würde. Doch die Apokalypse im Einzelhandel blieb bislang aus. Im Bürosektor könnte es dazu kommen. Das heißt aber nicht, dass alle Büroimmobilien Probleme machen werden. Es wird immer Nachfrage nach Büros geben, und viele Gebäude werden weiterhin erfolgreich betrieben werden, sofern der Vermieter eine ausreichende Kapitalausstattung hat, um die Immobilien weiter zu modernisieren und für eine relativ gute Belegung zu sorgen. Doch wenn Vermieter nicht die Mittel oder die Bereitschaft haben, Kapital für die Immobilien einzusetzen, werden manche Immobilien nach unserer Auffassung nicht mehr wert sein als das Land, auf dem sie stehen. Die Kreditgeber werden diese Immobilien bei sinkender Belegung vermutlich übernehmen, und es ist unwahrscheinlich, dass sie genug Geld in ein sinkendes Schiff stecken werden, um es zu retten. Die Veräußerung eines solchen Gebäudes dürfte eine Bewertung auf dem oder nahe am Grundstückswert erfordern, denn die Kosten für seine Wiederbelebung werden zu hoch sein, um einen viel höheren Preis zu rechtfertigen.

Im ersten Halbjahr 2023 gab es vor allem im Bürosektor Anzeichen für einen Anstieg der Zahlungsrückstände bei Gewerbeimmobilien. Noch ist es nicht so dramatisch, wie es kommen dürfte, doch die äußeren Spiralbänder des Sturms zeigen erste Wirkung. CMBS sind ein Beispiel, denn die Quote der 60-Tage-Zahlungsrückstände stieg laut Fitch Ratings bis Juni drei Monate in Folge an. Bis Ende 2023 und für die Zeit danach wird eine Fortsetzung dieses Anstiegs erwartet, insbesondere, da immer mehr Kredite fällig werden. S&P Global meldete unterdessen, dass die Rückstandsquoten bei Krediten für Nichtwohnimmobilien bis März 2023 (letzte verfügbare Daten) drei Monate in Folge gestiegen seien, und wies darauf hin, dass der Anstieg im ersten Quartal so hoch war wie seit dem Höhepunkt der Pandemie nicht mehr.

Abbildung 3:
Zahlungsrückstände
bei CMBS Prozentsatz
der Kreditsalden von
US-CMBS mit Fitch-
Rating, die einen
Rückstand von
mindestens 60 Tagen
haben oder in
Zwangsvollstreckung
sind

16. Juli 2023 bis 23. Juli 2023



	Juli (%)	Vormonat (%)	Vorjahr (%)
Hotels	3,48	3,98	6,13
Einzelhandel	4,99	4,98	5,69
Mischimmobilien	2,04	1,97	2,59
Büros	2,25	2,01	1,24
Industrie	0,37	0,44	0,14
Mehrfamilienhäuser	0,45	0,48	0,30
Mietlager	0,00	0,00	0,03
Sonstige	1,54	1,49	1,20
Gesamt	1,92	1,91	2,05

Quelle: Fitch Ratings. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung dar.

Ein Blick über den Bürosektor hinaus

In anderen Bereichen des Gewerbeimmobiliensektors geht es nach unserer Einschätzung vorrangig um zerrüttete Bilanzen. Generell verzeichnen Immobilien außerhalb des Bürosektors hohe Belegungsquoten. Die Mieten werden gezahlt, und die Cashflows sind solide. Mehrfamilienhäuser und Industrieobjekte waren 2021 und Anfang 2022 erheblich überbewertet und viele Kreditnehmer überschuldet. **Während unserer Ergebniskonferenz für das vierte Quartal 2021 sprachen wir ausführlich über die fehlende Cap-Rate-Staffelung zwischen Mehrfamilienobjekten auf Basis von Qualität und Lage und wir äußerten unsere Bedenken in Bezug auf eine Korrektur im Mehrfamilienbereich. Der Markt befindet sich nun mitten in dieser Korrektur und Neubewertung. Ja, die Anleger werden Geld verlieren, doch dann werden sie aufstehen, sich den Staub abklopfen und weitermachen.** Unterdessen dürfte die Korrektur Chancen bieten.

Der Industriesektor hat sich bislang gut behauptet und profitiert vom E-Commerce und der Nachfrage nach Logistikimmobilien und Lagergebäuden, die in einigen Regionen das Angebot übersteigt. Wir sind weiterhin der Auffassung, dass das Reshoring, d. h. der anhaltende Prozess der zunehmenden Verlagerung der Produktion und Fertigung von Gütern zurück in die USA, noch in den Kinderschuhen steckt und dem Sektor weitere Unterstützung bieten könnte.

Das **Gastgewerbe** teilt sich in zwei Segmente: Urlaubs- und Geschäftsreisen. Auf Urlaubsgäste ausgerichtete Hotels schlagen sich in der Welt nach Corona bislang phänomenal gut, und in den meisten Fällen übertrifft die Entwicklung die vorherigen Hochs aus dem Jahr 2019. Die Zahlen an den Kontrollpunkten der Transportation Security Administration sind auf die Niveaus des Jahres 2019 zurückgekehrt. Dies deutet darauf hin, dass die Entwicklung bei Urlaubshotels robust bleiben dürfte. Der Urlaubsreisende, so scheint es, ist offiziell wieder da. Allerdings sind die Geschäftsreisenden noch nicht wieder zu ihren vorpandemischen Gewohnheiten zurückgekehrt. Vielleicht werden sie das auch nicht mehr. Videokonferenzen und Online-Meetings haben den Bereich der Geschäftsreisen für immer verändert. Wo ein Vertriebler sich früher viermal pro Jahr mit einem Kunden traf, tut er dies mittlerweile vielleicht nur noch zweimal pro Jahr persönlich und zweimal online. Das Kongressgeschäft hat sich von den dunklen Tagen der Pandemie kräftig erholt, erreicht jedoch nicht die vorpandemischen Niveaus, und es herrscht Ungewissheit, wann (und ob) dies geschehen wird.

Was den **Einzelhandel** anbelangt, ist die Apokalypse abgesehen von Einkaufszentren der Klasse B und C in Sekundär- und Tertiärmärkten nicht eingetreten. Der Freiluft-Einzelhandel schlug sich insbesondere in Zonen mit starker demografischer Entwicklung im vergangenen Jahrzehnt unglaublich gut. Die Neubautätigkeit bremste das Angebot drastisch, und die Zentren blieben weitgehend voll. Auch wenn Amazon und ein scheinbar endloses Angebot an Lieferdiensten unseren Alltag verändert haben, sieht es so aus, als könnten Freiluft-Einzelhändler daneben existieren und sogar florieren. Dies gilt insbesondere für die Bereiche Restaurants, Nachtleben und/oder erlebnisorientierter Einzelhandel. Es wird weiterhin große Bewertungsunterschiede zwischen dem Lebensmittel- und dem Nichtlebensmittel-Einzelhandel geben, doch die Entwicklung scheint auf Ebene der Anlageklasse grundsätzlich stabil zu sein.

Mehrfamilienhäuser könnten als Hafen im Sturm fungieren

Die Anlageklasse der Mehrfamilienhäuser hebt sich vom Rest ab. Wir bevorzugen Mehrfamilienhäuser aus mehreren Gründen. Mehrfamilienhäuser der Klasse A und B widerstanden in der Vergangenheit Rezessionen, und der Sektor weist bei Gewerbeimmobilien seit langem die beste Kreditqualität und risikobereinigte Rendite auf. Mit Blick auf die Zukunft halten wir Mehrfamilienhäuser für einen Marktbereich, der gegenüber der Technologie nicht so anfällig sein wird. Denn jeder Mensch braucht einen Platz zum Schlafen.

Auch wenn die grundlegenden betrieblichen Fundamentaldaten im Bereich der Mehrfamilienhäuser die anderen Anlageklassen der Gewerbeimmobilien übertreffen, ist Liquidität einer der Hauptgründe für ein Investment in Mehrfamilienhäuser. In einer ansonsten illiquiden Anlageklasse heben sich Mehrfamilienhäuser deutlich ab, denn sie können fast immer binnen 90 Tagen oder schneller verkauft werden, auch wenn die Preise schwanken. Die zentrale Aufgabe von Fannie Mae und Freddie Mac, den Hypothekengesellschaften des US-Bundes, die die Branche mit Fremdkapital versorgen, ist die Steigerung dieser Liquidität. Tatsächlich hat die Regierung selbst in Phasen erheblicher Verwerfungen im Kreditwesen die Kreditvergabe in dem Sektor bisher noch nicht unterbunden. **Nach unserer Auffassung hebt die Kombination aus staatlich geförderter Liquidität und überdurchschnittlicher Asset-/Kreditqualität den Bereich der Mehrfamilienhäuser vor allem jetzt sehr deutlich von den anderen Sektoren ab.**

Die steigenden Kosten der Hypothekenfinanzierung erschweren den Erwerb von Wohneigentum, und bei Zinssätzen, die für längere Zeit höher bleiben dürften, wird die Wirklichkeit die Menschen nach unserer Auffassung in Mietimmobilien drängen. Darüber hinaus sprechen einige langfristige säkulare Trends für diesen Bereich. Ungeachtet des sich abzeichnenden, historisch hohen Angebots an Mehrfamilienobjekten hinkt das Gesamtangebot an Wohnraum landesweit der Nachfrage hinterher. Nach unserer Auffassung dürften die Migrationsmuster in den USA, d. h. der Wegzug von Menschen aus Hochsteuergemeinden mit hohen Lebenshaltungskosten, wie z. B. Kalifornien, New York und Illinois, in günstigere Bundesstaaten mit niedriger oder fehlender Einkommensteuer, andauern. Im Jahr 2022 befanden sich sechs der zehn am schnellsten wachsenden Landkreise der USA in Texas, und die anderen in der Region Phoenix und in Florida. Bei den großen Städten war die Entwicklung sehr ähnlich, denn New York, Los Angeles und Chicago verloren Bevölkerung, während Dallas, Houston, Orlando und Atlanta weiter wuchsen.

Doch nicht alle Bereiche bei Mehrfamilienhäusern sind gleich. In der Ergebniskonferenz Anfang 2022 äußerten wir unsere Bedenken hinsichtlich der Selbstgefälligkeit an den Märkten für Mehrfamilienhäuser. Insbesondere nannten wir eine fehlende Cap-Rate-Staffelung sowohl in Bezug auf die wichtigsten Märkte gegenüber den Sekundär- und sogar Tertiärmärkten als auch in Bezug auf die verschiedenen Baujahre und die Objektqualität innerhalb desselben Marktes. Mit den steigenden Preisen hegten wir Bedenken, dass die fehlende Staffelung keine gesunde Marktdynamik sei, und es zeigt sich, dass wir recht hatten. **Mit der Anpassung der Werte nach unten, sind wir nur in Sorge, dass die Selbstgefälligkeit auf dem Weg nach oben auch auf dem Weg nach unten aufzutreten scheint. Bei der Analyse der potenziellen künftigen Verluste im Kreditsektor hören wir immer wieder den gleichen Spruch: „Ach, das sind Mehrfamilienhäuser. Das wird schon gutgehen.“ Seien Sie versichert, dass eine Fremdkapitalrendite von 6,5 % auf ein Mehrfamilienobjekt mit Baujahr 1978 in Macon, Georgia, etwas ganz anderes ist als eine Fremdkapitalrendite von 6,5 % auf eine Immobilie mit Baujahr 2019 in Miami. Nicht alle Mehrfamilienhäuser sind gleich.**

Aus diesem Grund richtete sich unser Fokus bei Mehrfamilienhäusern vor allem in den vergangenen Quartalen auf Objekte höherer Qualität und jüngeren Baujahrs an soliden Primärmärkten. Wir sind weiterhin der Auffassung, dass Objekte höherer Qualität und jüngeren Baujahrs an Primärmärkten im gegenwärtigen Rückgang der Bewertungen weniger volatil sein, besseren Werterhalt bieten und liquider sein werden.

Durch den Sturm hindurch- und darüber hinausschauen

Ein großer Teil unserer Ausführungen klingt wie schlechte Nachrichten. Für Kreditnehmer und für viele bestehende Gewerbeimmobilien-Portfolios, insbesondere die überschuldeten, trifft das zu. **Für Akteure, die verfügbares Kapital, eine etwas langfristige Perspektive und die Bereitschaft und Fähigkeit zum Aufbau eines hochwertigen Portfolios haben, sind das nach unserer Auffassung gute Nachrichten.** Nach unserer Auffassung summieren sich die zusammentreffenden Entwicklungen zu einem enormen Chancenspektrum in einer Anlageklasse, die in der Vergangenheit eine gute Möglichkeit zur Absicherung gegen die Inflation war. **Wir sind der festen Überzeugung, dass erfahrene Kreditgeber, die in der gesamten Kapitalstruktur kreativ Kredite vergeben können, durch Fremdkapitalinvestments aktienähnliche Renditen mit einem Puffer gegen Bewertungsrückgänge erzielen werden. Eine solche, nur selten zu beobachtende Dynamik sorgt bei uns für Begeisterung.**

Marktverwerfungen schaffen letztlich Chancen, günstig einzusteigen und sich vom Rest des Marktes abzusondern. Wir denken defensiv, jedoch innerhalb einer offensiven Grundaufstellung, und sind uns im Klaren, dass viele unserer Mitbewerber derzeit nicht offensiv spielen können. Manche verfügen hierfür nicht über die nötige Liquidität, insbesondere, da viele bestehende Portfolios eine hohe Gewichtung (häufig 25 % bis 50 %) in Immobilien des Bürosektors haben. Wir bevorzugen variabel verzinsliche vorrangige Hypotheken vor allem im Mehrfamiliensegment in Regionen mit positiven Bevölkerungstrends insbesondere im Südosten und Südwesten.

Wir beobachten bereits die Vorteile für Nichtbanken-Kreditgeber, da die Finanzierung durch Banken austrocknet, und wir sind bestrebt, die wachsende Lücke in der Kreditvergabe zu füllen, u. a. in Bereichen, in denen wir bislang nicht aktiv waren. Wir haben Kreditverträge abgeschlossen, bei denen wir 2022 oder früher nicht wettbewerbsfähig gewesen wären. **Das aktuelle Umfeld bietet flexiblen Anlegern mit Liquidität die Chance, sich in der Kapitalstruktur weiter nach oben zu bewegen und höhere Renditen bei soliden Krediten zu erzielen. Nach unserer Auffassung wird das Chancenspektrum wachsen, wenn sich die Bedingungen verschlechtern, und sich weiter vergrößern, wenn die Lage sich erholt.**

Fazit

Tatsächlich wird dieser Wirbelsturm einige Schäden anrichten, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Einige Schiffe werden untergehen, während andere mit der rauen See zurechtkommen und noch schwimmen werden, wenn sich das Wetter beruhigt. In gewisser Weiser könnte der Zeitpunkt gekommen sein, die Luken zu schließen und die Sache auszusitzen, um zu überleben und dann Erfolge zu erzielen. Nach unserer Einschätzung ist es klug, selektiv vorzugehen und Kapital aufzubauen, das zu gegebener Zeit eingesetzt werden kann. Nach unserer Auffassung summieren sich die besorgniserregenden Probleme in dem Sektor, von denen viele Kreditgeber vergrault wurden, gemeinsam mit investierbarem Kapital zu einem attraktiven Chancenspektrum für die nächsten 36 Monate und schaffen ein vielversprechendes Risiko-Rendite-Profil. **Nach unserem Dafürhalten ist es entscheidend, bei Widrigkeiten diszipliniert und doch flexibel zu sein und hierbei eine defensive Aufstellung mit einer chancenorientierten Offensive zu kombinieren, wenn sich interessante Gelegenheiten ergeben. Nach unserer Auffassung müssen die Akteure, die in diesem Umfeld erfolgreich sein werden, auch genau auf die Portfoliopositionierung achten und hierbei einen Fokus auf Sektoren und Märkte mit starker Preismacht und dauerhaftem Cashflow-Wachstum legen.**

Ein erfahrenes Team, das bereits schweren Seegang überstanden hat, ist für Investments von größter Wichtigkeit. Operative Größe und branchenweite Beziehungen sowohl zu Kreditnehmern als auch zu Banken sind gleichermaßen wichtig. **In den nächsten 24 Monaten könnten Anleger nach unserer Auffassung Kredite mit den besten risikobereinigten Krediten seit Jahrzehnten abschließen.**

WO LIEGEN DIE RISIKEN?

Alle Anlagen beinhalten Risiken, auch den möglichen Verlust der Kapitalsumme.

Anlagen in **alternativen Anlagestrategien** sind komplexe und spekulative Anlagen. Sie sind mit erheblichen Risiken verbunden und sollten daher nicht als vollständige Anlagelösung betrachtet werden. Je nach Produkt, in das investiert wird, bietet eine Anlage in alternativen Investments möglicherweise nur begrenzte Liquidität und eignet sich ausschließlich für Anleger, die den Verlust ihres gesamten Anlagebetrags verkraften können. Eine Anlagestrategie, die sich in erster Linie auf privat gehaltene Unternehmen konzentriert, birgt im Gegensatz zu Anlagen in börsennotierten Unternehmen gewisse Herausforderungen und zusätzliche Risiken, wie z. B. wenig verfügbare Informationen über diese Unternehmen sowie ihr allgemeiner Mangel an Liquidität.

Zu den Risiken im Zusammenhang mit einer **Immobilienstrategie** gehören unter anderem die einzelnen Risiken, die dem Eigentum einer Immobilie innewohnen, wie z. B. Schwankungen bei der Mietauslastung und den Betriebskosten, Unterschiede bei den Laufzeiten der Mietverträge, die wiederum durch die allgemeinen und lokalen wirtschaftlichen Bedingungen nachteilig beeinflusst werden können, das Angebot und die Nachfrage bei Immobilien, Raumordnungsgesetze, Mietpreisbindungsgesetze, Grundsteuern, die Verfügbarkeit und die Kosten einer Finanzierung, Umweltgesetze und nicht versicherte Verluste (in der Regel durch Katastropheneignisse wie Erdbeben, Überschwemmungen und Kriege). Der Wert der meisten Anleihenfonds und Kreditinstrumente wird durch die Änderungen der Zinssätze beeinflusst. Anleihenurse entwickeln sich im Allgemeinen gegenläufig zu den Zinsen. Die Anlage in niedriger bewerteten oder höher verzinslichen Schuldtiteln („Ramschanleihen“) birgt ein größeres Kreditrisiko, einschließlich der Möglichkeit eines Zahlungsausfalls. Dies könnte zum Verlust des angelegten Kapitals führen – ein Risiko, das bei nachlassender Konjunktur steigen kann.

WICHTIGE HINWEISE

Das vorliegende Material dient ausschließlich der allgemeinen Information. Es ist weder als individuelle Anlageberatung noch als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer bestimmten Anlagestrategie zu verstehen. Es stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Das vorliegende Dokument darf nicht ohne die vorherige schriftliche Genehmigung von Franklin Templeton reproduziert, verteilt oder veröffentlicht werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen sind die des Anlageverwalters, und Kommentare, Meinungen und Analysen geben die aktuelle Einschätzung zum Erscheinungsdatum wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Diese Einschätzungen und die ihnen zugrunde liegenden Annahmen können sich aufgrund von Markt- oder anderen Bedingungen ändern. Zudem können sie von den Ansichten anderer Portfoliomanager oder denen des Unternehmens insgesamt abweichen. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Tatsachen in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar. Es gibt keine Garantie dafür, dass Vorhersagen, Projektionen oder Prognosen zur Wirtschaft, zum Aktienmarkt, zum Anleihemarkt oder zu den wirtschaftlichen Trends der Märkte eintreten werden. Der Wert von Anlagen und von damit erzielten Erträgen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.** Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, ein Verlust des Anlagekapitals ist möglich.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Recherchen und Analysen wurden von Franklin Templeton für eigene Zwecke beschafft und können in diesem Zusammenhang genutzt werden. Sie werden Ihnen nur als Nebenleistung zur Verfügung gestellt. Externe Daten, die möglicherweise zur Erstellung dieses Dokuments verwendet wurden, wurden von Franklin Templeton („FT“) nicht unabhängig verifiziert, bewertet oder überprüft. Auch wenn die Informationen aus Quellen bezogen wurden, die Franklin Templeton für zuverlässig hält, kann keine Garantie bezüglich ihrer Richtigkeit gegeben werden, und diese Informationen können unvollständig oder zusammengefasst sein und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die Erwähnung einzelner Wertpapiere stellt weder eine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren dar noch ist sie als solche auszulegen, und die zu diesen einzelnen Wertpapieren gegebenenfalls genannten Informationen stellen keine ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung dar. FT haftet für keinerlei Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Es liegt im alleinigen Ermessen des Nutzers, auf die Kommentare, Meinungen und Analysen im vorliegenden Dokument zu vertrauen.

Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in allen Ländern verfügbar und werden außerhalb der USA von verbundenen Unternehmen von FT und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen Finanzexperten oder Ihre Ansprechperson für institutionelle Anleger bei Franklin Templeton.

Herausgegeben in den USA von Franklin Distributors, LLC, One Franklin Parkway, San Mateo, Kalifornien 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com – Franklin Distributors, LLC, Mitglied von FINRA/SIPC, ist der Hauptvertriebspartner für in den USA registrierte Produkte von Franklin Templeton. Diese sind nicht durch die FDIC abgesichert, können an Wert verlieren und werden nicht durch eine Bank garantiert; sie sind nur in Ländern erhältlich, in denen das Angebot bzw. die Anforderung solcher Produkte nach geltendem Recht und geltenden Vorschriften zulässig ist.

Kanada: Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Corp., 200 King Street West, Suite 1500, Toronto, ON, M5H3T4, Fax: (416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca.

Offshore Nord- und Südamerika: In den USA wird diese Veröffentlichung von Franklin Distributors, LLC, Mitglied von FINRA/SIPC, 100 Fountain Parkway, St. Petersburg, Florida 33716 nur an Finanzintermediäre verbreitet. Tel.: (800) 239-3894 (gebührenfrei aus den USA), (877) 389-0076 (gebührenfrei aus Kanada), Fax: (727) 299-8736. Die Anlagen sind nicht durch die FDIC abgesichert, können an Wert verlieren und werden nicht durch eine Bank garantiert. Der Vertrieb außerhalb der USA kann durch Franklin Templeton International Services S.ä. r.l. (FTIS) oder andere Untervertriebsgesellschaften, Intermediäre, Broker oder professionelle Anleger erfolgen, die von FTIS mit dem Vertrieb von Anteilen an Fonds von Franklin Templeton in bestimmten Ländern beauftragt wurden. Dies ist kein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren und keine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für Wertpapiere in einem Rechtsgebiet, in dem dies rechtswidrig wäre.

Herausgegeben in Europa von: Franklin Templeton International Services S.ä. r.l. – unter der Aufsicht der *Commission de Surveillance du Secteur Financier* – 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxemburg. Tel.: +352-46 66 67-1, Fax: +352-46 66 76. **Polen:** Herausgegeben von Templeton Asset Management (Poland) TFI S.A.; Rondo ONZ 1; 00-124 Warschau. **Südafrika:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, einem zugelassenen Finanzdienstleistungsanbieter. Tel.: +27 (21) 831 7400 Fax: +27 (21) 831 7422. **Schweiz:** Herausgegeben von Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zürich. **Vereinigte Arabische Emirate:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (ME) Limited. Zugelassen und reguliert durch die Dubai Financial Services Authority. **Niederlassung Dubai:** Franklin Templeton, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, U.A.E., Tel.: +9714-4284100, Fax: +9714-4284140. **Vereinigtes Königreich:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), eingetragener Hauptsitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6HL. Tel.: +44 (0)20 7073 8500. In Großbritannien durch die Financial Conduct Authority zugelassen und reguliert.

Australien: Herausgegeben von Franklin Templeton Australia Limited (ABN 76 004 835 849) (Australian Financial Services License Holder No. 240827), Level 47, 120 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000. **Hongkong:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 17/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hongkong. **Japan:** Herausgegeben von Franklin Templeton Japan Co., Ltd., Shin-Marunouchi Building, 1-5-1 Marunouchi Chiyoda-ku, Tokyo 100-6536, in Japan registriert als Financial Instruments Business Operator [Registered No. The Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Business Operator), No. 417]. **Korea:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Advisors Korea Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 101 Yeouigongwon-ro, Yeongdeungpo-gu, Seoul Korea 07241. **Malaysia:** Herausgegeben von Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn. Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd. Dieses Dokument wurde nicht von der Securities Commission Malaysia geprüft. **Singapur:** Herausgegeben von Templeton Asset Management Ltd. Register-Nr. (UEN) 199205211E, 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 038987, Singapur.

Bitte besuchen Sie www.franklinresources.com – von dort aus werden Sie zu Ihrer lokalen Franklin Templeton-Website weitergeleitet.