

## Commercial Mortgage Backed Securities

### Deutsche CMBS: Ein Blick lohnt sich

Sandra Rother, Portfolio Manager Fixed Income, MEAG MUNICH ERGO AssetManagement GmbH, München, schreibt der Redaktion: Unglaublich aber wahr: In diesem Jahr wurden bis zum 31. Juli bereits 17 Milliarden Euro deutsche CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) emittiert. Das entspricht der Hälfte aller europäischen CMBS-Emissionen 2006 sowie knapp der Hälfte aller deutschen ABS-Neuemissionen in 2006 (Abbildung 1). Munter werden Mehrfamilienhäuser, Bürogebäude und Einzelhandelsflächen in Portfolien verpackt, an ABS-Zweckgesellschaften verkauft und im Anschluss am Kapitalmarkt emittiert. Dementsprechend stand das Thema deutsche CMBS Anfang Oktober auch im Mittelpunkt der Münchener ABS-Konferenz.

Ein Gebäudeportfolio, das schon mehrmals die Hände gewechselt hat, steckt in Grand (German Residential Asset Note Distributor

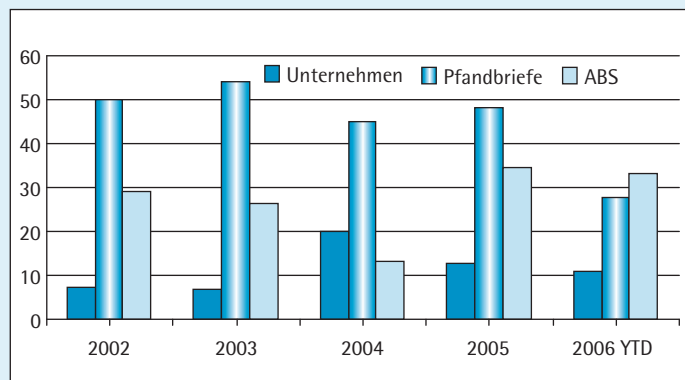
Plc). Der Name ist Programm: Es handelt sich um die bislang größte deutsche CMBS-Transaktion mit einem Gesamtemissionsvolumen in Höhe von 5,6 Milliarden Euro. Das positive Marktumfeld mit einer verbreiterten Investorenbasis und niedrigen Spreadaufschlägen macht die Weiterplatzierung der Immobilienrisiken am ABS-Markt derzeit besonders lukrativ (Abbildung 2: Spreadentwicklung).

Häufig wird die Beliebtheit deutscher Immobilien bei Finanzinvestoren mit dem guten Zustand und dem Mietsteigerungspotenzial im Vergleich zu den europäischen Nachbarn erklärt. Die Instandhaltungskosten werden gesenkt, die Cash-Flows durch Mieterhöhungen angehoben, und fertig ist die Erfolgsstory. Grundsätzlich ist das ein eingängiges Prinzip, aber leider kein Perpetuum mobile. Ein schlechteres Zinsumfeld in der Zukunft und ein ausgeschöpftes Kostensenkungspotenzial, können die Immobili-

lienportfolien für künftige Käufer unattraktiv erscheinen lassen. Deswegen ist die Bewertung des Anschlussfinanzierungsrisikos ein wesentlicher Analyseschritt vor dem Kauf eines CMBS. Häufig liegt die Fälligkeit der CMBS-Anleihen vor der Fälligkeit der zugrunde liegenden Gebäudefinanzierungen. Nur der Weiterverkauf des Immobilienportfolios oder eine Anschluss-CMBS-Transaktion helfen, die CMBS-Anleihen am Laufzeitenende vollständig zu bedienen.

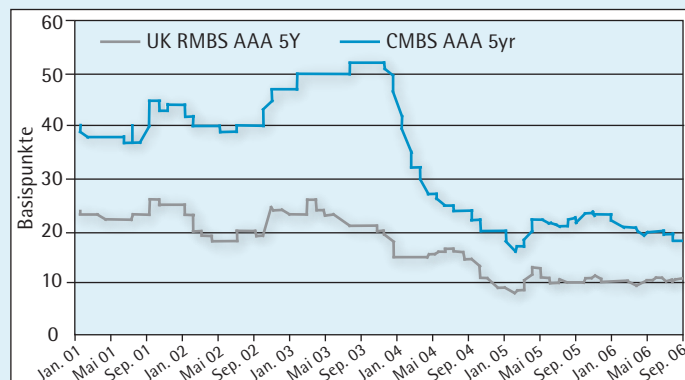
Die Frage lautet also: Wie attraktiv ist das Immobilienportfolio am Ende der Laufzeit für potenzielle Käufer? Abgedeckt wird das Risiko beispielsweise durch niedrige Beleihungswerte am Laufzeitenende oder die gute Lage der Immobilien. In jedem Fall lohnt der Blick hinter die Kulissen, um nicht unerwartet am Ende dauerhafter Besitzer eines qualitativ minderwertigen Immobilienportfolios mit historisch niedrigen Instandhaltungskosten zu sein.

Abbildung 1: ABS-Emissionsvolumen Deutschland in Milliarden Euro



Quelle: HVB Global Markets Research

Abbildung 2: Spreadentwicklung CMBS Januar 2001 bis September 2006



Quelle: Bayerische Landesbank ABS-Research