

„CMBS klingt zunächst einmal etwas verwegen. Investoren haben die Möglichkeit, über Investment Grade Portfolios Renditen einzukaufen, die sie woanders nicht finden.“

INTERVIEW MIT MARC PETERSON UND HEIKO SCHULEIT,  
PRINCIPAL GLOBAL INVESTORS

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten ließen die Spreads für CMBS- und CDO-Produkte extrem ansteigen. Wohl dem, der aktuell die Möglichkeit hat, verschiedene Spread-Produkte im Fixed Income-Sektor günstig einzukaufen. Frank Schnattinger sprach mit Marc Peterson, Managing Director Portfolio Management, Principal Real Estate Investors, und Heiko Schuleit, Geschäftsführer deutschsprachiges Europa, Principal Global Investors, über die aktuellen Chancen im Corporate Mortgage Backed Securities (CMBS) Markt.



Marc Peterson, Managing Director  
Portfolio Management, Principal Real  
Estate Investors



Heiko Schuleit, Geschäftsführer  
deutschsprachiges Europa

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Herr Schuleit, zunächst an Sie die Frage: Was prädestiniert Principal Global Investors als CMBS-Manager?  
**SCHULEIT:** Nun, ich denke, es ist in erster Linie unsere langjährige Erfahrung in der vollen Bandbreite des Real Estate-Marktes und Wissen in der Tiefe über zahlreiche Direktanlagen. Ohne diesen Hintergrund wäre ein erfolgreiches CMBS-Business definitiv nicht möglich. Sie brauchen die Real Estate-Expertise, um das hinter dem Portfolio stehende Kreditrisiko wirklich einschätzen zu können. Dazu besteht ein direkter Zugriff auf die Underwriter, der die Umsetzung für Principal ebenfalls wesentlich einfacher macht als für andere Player.

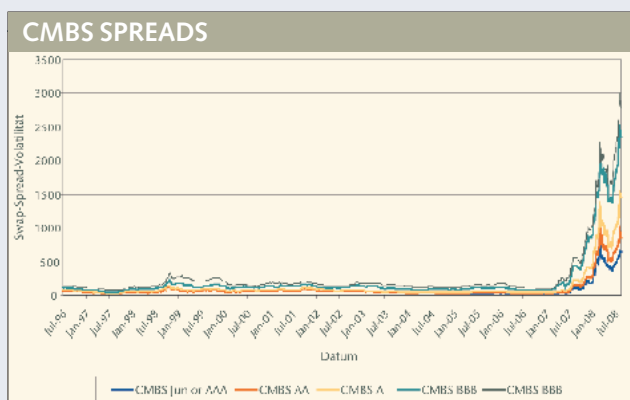
**REAL ESTATE MAGAZIN:** Herr Peterson, Investoren haben im CMBS- und CDO-Bereich das Vertrauen in die Ratingagenturen verloren. Wie informieren Sie sich über die Produkte?

**PETERSON:** Principals CMBS-Team hat eigens entwickelte CMBS-Modelle zur Evaluierung der Kreditqualität, um sich eine dezidierte Meinung zu CMBS und CDO Anleihen zu machen. Unser Modell beinhaltet unsere umfangreiche Erfahrung als Kreditgeber für

Gewerbeimmobilien sowie der CMBS-Teams in diesem Anleihe-segment. Das Resultat daraus liefert uns ein internes Risiko-Rating, welches wir anstatt dem der Ratingagenturen nutzen und welches uns in unseren Investmententscheidungen unterstützt.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Wie sehen Sie den Markt aktuell?

**PETERSON:** Der Markt für CMBS war ebenso von der allgemeinen Reduzierung des Hebels im Finanzsystem betroffen wie alle anderen Investment-Segmente auch. Dieses Deleveraging hatte einen negativen Einfluss auf die Liquidität und die Spreads. Das CMBS-Segment wurde zudem beeinträchtigt durch Bedenken hinsichtlich der aggressiven Emittententätigkeit in den Jahren 2006 und 2007, welche in historisch hohen Ausfällen und Verlusten endet, sofern sich die konjunkturelle Entwicklung verschlechtert. Aus unserer Sicht werden Ausfälle und Verluste über die nächsten zwei bis drei Jahre ansteigen, jedoch nicht auf das Niveau, das der Markt bereits heute eingepreist hat. Unter Berücksichtigung der fundamentalen Stärke des Immobiliensektors in einer wirtschaftlichen Abkühlungsphase und dem Glauben, dass eine Rezession nicht so



stark ausfallen wird wie die zuletzt gesehenen, glauben wir von Principal, dass die Verlustwahrscheinlichkeiten bei Gewerbeimmobilien niedriger sein werden als die 8-10%, die der Markt aktuell annimmt und eingepreist hat.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Welche Folgen hat die Insolvenz von Lehman Brothers für den CBMS-Markt?

**PETERSON:** Kurzfristig wird der Konkurs von Lehman Brothers für weitere Volatilität nicht nur im CMBS-Markt, sondern auch am gesamten Markt sorgen. Die längerfristige Bedeutung dieses Ereignisses wird nach dem Büroraum bestimmt werden, der durch Lehman freigegeben und wieder auf dem Markt angeboten wird. Dies wird Einfluss auf diejenigen mit direktem Verhältnis zu Lehman und im Besonderen auf den Office-Markt in New York City haben, welcher den größten Anteil am CMBS-Markt stellt. Lehman ist Inhaber eines kleinen Prozentsatzes von CMBS-Krediten, weshalb wir nicht erwarten, dass die Zahl überfälliger Forderungen dadurch ansteigen wird.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Wie sehen Sie die Risikoaversion der Investoren?

**PETERSON:** Man sieht es an der Spreadausweitung, wie stark die Investoren hier umgeschwenkt sind. Die Sorge um die wirtschaftliche Entwicklung hat hier sicher ihr Übriges getan, dennoch sind es unserer Ansicht insbesondere technische und psychologische Faktoren, welche die Spreads derart nach oben getrieben haben.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Auf welchem Niveau sehen Sie die Spreads aktuell – auch angesichts der schlechten Nachrichten aus der Wirtschaft – dann als fair an?

**PETERSON:** Ich denke, AAA in der Region von maximal 100 bps, im Bereich BBB bei 900 bis 1.200 bps, je nachdem wie sich die wirtschaftliche Situation genau entwickelt.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Wie sehen Sie die Liquidität im Markt – gerade auch gemessen am Niveau vor einem Jahr?

**PETERSON:** Im Bereich AAA ist sie noch immer ausreichend gut. Darunter weitet sich der Bid/Ask-Spread schon deutlicher aus, den-

noch ist das Segment weiterhin handelbar. Man muss überhaupt auch einen längeren Atem für das Segment mitbringen, was institutionellen Investoren entgegenkommen dürfte. Ich denke, dass zwei bis drei Jahre aus heutiger Sicht ein optimaler Investmenthorizont sein dürften.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Wo sehen Sie ganz grundsätzlich gefragt das Erfolgsgeheimnis Ihrer Strategie?

**PETERSON:** Es würde in der Tat zu weit führen, hier im Detail einzusteigen. Aber nehmen wir beispielsweise den Emissionsjahrgang 2007. Der Markt hat hier bei weitem nicht ausreichend beim Risiko der einzelnen Emissionen differenziert, er bewertet derzeit alle 2007er kurz und einfach gesagt als schlecht. Unsere Aufgabe ist hier, die „guten“ Deals mit einer eklatanten Unterbewertung zu suchen und entsprechend günstig ins Portfolio zu nehmen. Es sind derzeit mehr, als Sie glauben möchten.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Herr Schuleit, wie sehen Sie die Chancen, das Investmentthema auch vermehrt deutschen Investoren schmackhaft machen zu können?

**SCHULEIT:** Ich denke, es ist letztlich eine Frage der Vermittlung. CMBS klingt zunächst einmal etwas verwegen. Wenn man genauer hinschaut, sieht man, dass gerade hier Investoren die Möglichkeit haben, über Investment Grade Portfolios Renditen einzukaufen, die sie woanders nicht finden. Für die risikoaverse deutsche Klientel eigentlich eine perfekte Verbindung.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Welche Renditen können Investoren konkret erwarten?

**PETERSON:** Principal propagiert derzeit einen CMBS Fonds mit Investment Grade-Qualität mit einer Zielrendite von 12-15%. Sofern ein Investor jetzt investiert, erwarten wir allerdings auch weiterhin eine hohe Volatilität.

**REAL ESTATE MAGAZIN:** Danke für diese Informationen.

CMBS SPREADS					
Rating	~Rendite	~Spread ggü, Swaps	~Spread ggü, Tsy	Durchschnittl Laufzeit Life	Duration
AAA - 3 Jahre	6,48%	200	282	3	2,3
AAA - 5 Jahre	7,18%	270	352	5	4
AAA - 7 Jahre	7,38%	290	372	7	5,4
AAA - 10 Jahre (SS)	7,33%	285	367	9	6,5
AAA - 10 Jahre (AM)	8,60%	412	494	9	6,5
AAA - 10 Jahre (AJ)	10,48%	600	682	9	6,5
AA	12,73%	825	907	9	6,5
AA-	13,73%	925	1007	9	6,5
A	17,98%	1350	1432	9	6,5
A-	20,48%	1600	1682	9	6,5
BBB+	22,48%	1800	1882	9	6,5
BBB	26,98%	2250	2332	9	6,5
BBB-	30,48%	2600	2682	-	-

Stand: 22. September 2008  
Quelle: New Issue/Secondary trading/Lehman Brothers CMBS Index