

Neue Kapitalmarktinstrumente für mehr Handlungsspielraum

Hubert Beckmann und Alexander Kottmann

Risiken aus Immobilienkrediten zu verbriefen, ist längst Tagesgeschäft. Neben Pfandbriefen und MBS etablieren sich zunehmend neue, komplexere Produkte. So vereinen Commercial Real Estate Collateralized Debt Obligations Instrumente der Immobilien- und Unternehmensfinanzierung. Die Vorteile aus Autorensicht sind: gezielter Risikoeinkauf für Investoren, bessere Risikosteuerung für Banken und flexible Finanzierungen für die Kunden. Doch der hohe Renditedruck bei den Investoren berge die Gefahr, dass sich Risikopotenzial und -tragfähigkeit soweit annähern, dass bei exogenen Schocks kein Risikopuffer bleibt. (Red.)

Kapitalmarktorientierte Finanzierungs- und Risikotransferinstrumente nehmen auf dem europäischen Immobilienkreditmarkt stark zu. Nicht nur die finanzierenden Banken stellen sich diesen Herausforderungen, vor allem die Investoren auf der Immobilien- und Kapitalmarkseite können davon profitieren. Die Volumina von Produkten wie Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) sind in den letzten Jahren in Deutschland stark gewachsen. Die Tendenz ist weiter steigend. Neuere Produkte werden diskutiert oder sind bereits am Markt zu beobachten, wie zum Beispiel deutsche REITs oder Verbriefungsstrukturen, die eine Symbiose von Strukturen aus dem Unternehmensbereich und Sicherheiten aus dem Immobiliensektor darstellen.

Zunehmende Einbindung des Kapitalmarktes

Die Produkte sind Ausdruck der Disintermediation im Bankensektor. Die klassische Wertschöpfungskette im Kreditgeschäft, die Kreditvergabe und Risikoübernahme durch eine Institution, wird aufgebrochen und unter Einbezug des Kapitalmarkts auf diverse Marktteilnehmer verteilt. Rechtlich und wirtschaftlich unabhängige Institutionen nehmen Funktionen wahr, die bisher unter einem Dach vereint waren, zum Beispiel Vertrieb, Risikomanagement, Risikoübernahme und Produktentwicklung.

Auch in Deutschland befindet sich das herkömmliche „Buy & Hold“-Modell, in dem Banken Kredite vergeben und in den Büchern behalten, schon seit längerem im Wandel. Immobilienbanken betreiben Arbitragegeschäfte, das heißt sie nutzen Marktineffizienzen durch unterschiedli-

che Einschätzung und Bewertung von Risiken auf Kredit- und Kapitalmärkten. Banken bedienen sich auch unterschiedlicher regulatorischer Anforderungen an einzelne Marktteilnehmer, um ihre Eigenkapitalallokation zu optimieren, und steuern durch gezieltes Rendite-/ Risikomanagement ihres Aktivgeschäfts ihr Risikopotenzial entsprechend ihrer Risikoneigungen. CMBS-Transaktionen ermöglichen den Risikotransfer und übermitteln Preisimpulse zwischen Kapital- und Immobilienkreditmarkt.

Dabei sind zwei Trends deutlich wahrnehmbar: eine zunehmende Aufteilung und Verteilung von Kreditrisiken und die Strukturierung dieser Risiken in handelbare Produkte. Der Immobilienfinanzierungsmarkt öffnet sich auf diese Art neuen Marktteilnehmern, die in unterschiedlichen Rollen an der Kreditwerterschöpfungskette partizipieren. Zudem werden neue Investorenschichten für Immobilienrisiken angesprochen. Gute Beispiele für diesen Trend auf dem europäischen gewerblichen Immobilienkreditmarkt ist die aktuelle Entwicklung eines europäischen Marktes für B Loans¹⁾ und Commercial Real Estate Collateralized Debt Obligations (CRE CDO). Die Treiber dieser Entwicklung und die Chancen und Risiken für die Beteiligten in dieser „neuen“ Wertschöpfungskette im Kreditgeschäft werden im Folgenden dargestellt.

Die Autoren

Hubert Beckmann ist Vorstandsvorsitzender der Westdeutsche ImmobilienBank AG, Mainz, und **Alexander Kottmann**, Dortmund.

Ausgangspunkt dieser Entwicklung sind verschärfte Bedingungen im globalen Wettbewerb und steigende Renditeansprüche von Eigenkapitalgebern. Banken dürfen die Interessen und Bedürfnisse ihrer Kunden nicht aus dem Blickfeld verlieren. Zugleich müssen sie durch eine effiziente Eigenkapitalallokation die Renditeanforderungen ihrer Investoren erfüllen. Für Investoren auf dem Immobilienmarkt bieten unter Druck geratene Cap Rates sowie das niedrige Zinsumfeld Anreize, ihr Investment mit einem hohen Leverage auszustatten. Diese Zielvorgaben der Marktteilnehmer treffen auf ein für Euro-Kreditnehmer relativ günstiges Zinsumfeld, eine hohe Liquidität und große Nachfrage internationaler Investoren nach Immobilienfinanzierungen im gut entwickelten europäischen Markt.

Entwicklung des B-Loan-Markts

Der Umgang mit dieser Nachfrage nach höher auslaufenden Darlehen ist für Immobilienbanken schwierig, da sie traditionell einen eher konservativen Risikoansatz haben, zugleich aber der Nachfrage ihrer Kunden nachkommen wollen. Hinzu kommt, dass sie mit dem Pfandbrief über ein sehr effizientes Refinanzierungsmittel verfügen, das jedoch nur für Beleihungsausläufe bis 60 Prozent zur Verfügung steht. Die Attraktivität der ungesicherten Refinanzierung ist abhängig vom Rating der jeweiligen Bank.

Herkömmliche CMBS-Verbriefungen können eine Ausplatzierung von hoch auslaufenden Immobilienkrediten nicht leisten, da die restriktiven Modelle der Ratingagenturen derartige Ausplatzierungstechniken unwirtschaftlich machen. Im klassischen Konsortialgeschäft werden Risiken zwar syndiziert, die jeweiligen Konsortialpartner verfügen jedoch über identische Rendite-/ Risiko-profile und rangieren pari passu und pro rata untereinander, sodass sich durch eine Syndizierung keine Änderung der Risikostruktur einstellt.

Eine Lösung ist die Tranchierung der Darlehen in hinsichtlich ihres Risikogehalts abgestufte Darlehensteile. Dies können Senior- (A Loan) und ein oder mehrere Junior-Teile, besichert durch ein Grundpfandrecht (B/C/... Loan) oder eine Verpfändung von Anteilen an der Objektgesellschaft (Mezzanine Loan) sein. Die Bezeichnung A, B, C und so weiter spiegelt dabei die Rangposition wieder, in der sich der Kreditgeber in Bezug auf die Besicherung durch das Grundpfandrecht befindet. Die Darlehensteile kön-

nen vom Kreditgeber je nach seiner Rendite-/ Risikoneigung zurückbehalten oder bei Investoren platziert werden.

Der ursprüngliche Kreditgeber, der sogenannte Originator, hat so zum Beispiel die Möglichkeit, seine Marge beziehungsweise seinen Ertrag zu erhöhen oder konstant zu halten, ohne sein eigenes Risikopotenzial zu verändern. In der Beziehung und Kommunikation zwischen Kunde und Bank ändert sich dadurch nichts. Die Bank kann weiterhin als Servicer für die einzelnen Darlehensteile fungieren und bleibt somit alleiniger Ansprechpartner für den Kunden.

Hinsichtlich der Allokation der einzelnen Kredittranchen (A/B/C) könnte zum Beispiel wie folgt verfahren werden:

- Die A Tranche (A Loan) kann entweder auf dem Bankbuch verbleiben und zum Beispiel über den Pfandbrief refinanziert werden oder in einer CMBS verbrieft werden. Die zweite Variante schließt eine weitere Partizipation an den Erträgen des Kredits nicht aus, zum Beispiel in Form von nachgelagerten Vergütungen für den Originator in Form von Vorfälligkeitsentschädigungen und Zahlungen auf nachrangige Tranchen der Emission, in die der Originator investiert.

Auf diese Art überträgt der ursprüngliche Kreditgeber Risiken an Dritte und behält zugleich Ertragskomponenten zurück beziehungsweise partizipiert weiter an den Erträgen durch einen Ankauf eines bestimmten Teils der Emission.

- Der C Loan kann beispielsweise – ähnlich wie im Konsortialgeschäft – an Investoren verkauft werden. Investoren in nachrangige Kreditrisiken haben sich während der letzten fünf Jahre verstärkt auf Europa spezialisiert. Alternativ können die Kredite in Form eines CRE CDO, initiiert durch den Kreditnehmer, am Kapitalmarkt platziert werden. In beiden Varianten reduziert der ursprüngliche Kreditnehmer sein Risikopotenzial und somit auch sein regulatorisch gebundenes Kapital.

Ein CDO-Programm ermöglicht dem Originator, weiter an den Erträgen eines von ihm generierten Pools von C Loans zu partizipieren, zum Beispiel indem er in einen Teil der nachrangigen Tranche der Emission investiert. Vorteilhaft ist für den Investor zusätzlich, dass er das Portfolio sehr gut kennt, da er es (im Wesentlichen) selbst generiert hat und die vorrangigen Darlehensteile möglicherweise weiterhin auf der Bilanz hält.

- Der B Loan kann durch den Kreditgeber selbst behalten werden. Besonders attraktiv ist dies, wenn der B Loan Ansprüche auf den residualen Zins-Cash-Flow (nach der Zahlung von fixen Margen auf den A und C Loan) hat und es sich um einen amortisierenden Kredit handelt. In Abhängigkeit der Struktur lassen sich im Zeitablauf steigende Margen für den Originator realisieren, ohne dass sich sein Exposure oder sein Risikopotenzial verändert.

Das Verhältnis zwischen Senior- und Junior-Kreditgebern wird über ein sogenanntes Intercreditor Agreement geregelt. Auf dem Markt haben sich Strukturen herausgebildet, in denen zwischen A-, B- und C-Kreditgeber kein klassisches Nachrangverhältnis besteht.

Grundsätzlich besteht zwar ein Rangverhältnis in Bezug auf die zugrunde liegende Hypothekensicherheit, die Darlehensteile sind jedoch mit unterschiedlichen Rechten ausgestattet, die die Beziehung zwischen den Kreditgebern betreffen. Dies sind im Wesentlichen Heilungsrechte bei Zahlungstörungen, Erwerbs-, Weisungs- und Beratungsrechte, die vor allem Interessenkonflikte lösen sollen, welche in bestimmten Situationen zwischen den Kreditgebern aufkommen können.

Beispiel einer A/B/C Struktur

Die Strukturierung von B Notes bietet unter ökonomischen Aspekten interessante Varianten für den Originator. Dies sollen folgende Beispiele für A/B/(C)-Strukturen verdeutlichen: Angenommen sei ein Kredit mit 90 Prozent Auslauf bezogen auf den Marktwert der Objektsicherheit und einer Gesamtmenge von

Tabelle 1: Beispiel für eine A/B Struktur

Objektwert (Millionen Euro)	100
LTV (Prozent)	90
Kredit (Millionen Euro)	90
Amortisation (Prozent)	5
Marge (Basispunkte)	100
Amortisation	sequentiell
LTV Cut A/B (Prozent)	70
LTV Cut B/C (Prozent)	75

Jahr	1	2	3	4	5
A Loan (Millionen Euro)	70	70	70	70	70
B Loan (Millionen Euro)	20	16	11	7	3
A Marge (Basispunkte)	57	67	76	85	93
B Marge (Basispunkte)	250	250	250	250	250

100 Basispunkten. Der Kredit könnte beispielsweise in zwei Tranchen aufgeteilt werden, wobei der Originator die Tranche A selbst behält und die Tranche B ausplatziert. Der A Loan hat einen Auslauf bis 70 Prozent des Objektwerts, der B Loan hat einen Auslauf von 70 bis 90 Prozent.

Unterstellt seien eine sequentielle Tilgung beginnend mit dem B Loan, eine fixe Marge von 250 Basispunkten für den B Loan und eine Allokation der verbleibenden Marge auf den A Loan. Der Anteil der vergleichsweise teuren B-Tranche am Gesamtkredit sinkt durch die Amortisation im Zeitablauf. Dies hat zugleich den Effekt einer im Zeitablauf ansteigenden Marge auf den A Loan für den Originator. Im Beispiel in der Tabelle 1 steigt die Marge auf dem A Loan maximal bis auf das Niveau der Gesamtmenge an. Am Markt sind aber auch komplexere Strukturen zu beobachten, die diesen Effekt noch verstärken.

Zusätzlich zu den dargestellten Annahmen sei nun unterstellt, dass der B Loan bei einem Auslauf von 75 Prozent bezogen auf den Marktwert nochmals geteilt wird, sodass drei Tranchen entstehen, die in Bezug auf die zugrunde liegende Objektsicherheit in einem Nachrangverhältnis zueinander stehen.

In diesem Fall sei angenommen, dass der Originator lediglich den B Loan behält. Unterstellt man ferner eine sequentielle Tilgung beginnend mit dem C Loan, eine fixe Marge von 270 Basispunkten für den C Loan beziehungsweise 57 Basispunkten für den A Loan und eine Allokation der verbleibenden Marge auf den B Loan, dann wird der Effekt der steigenden Marge bei Rückzahlung des C Loan noch stärker deutlich.

In dieser Struktur steigt die Marge auf dem B Loan weit über das Niveau der Gesamtmenge der Finanzierung und die C Loan Marge hinaus. Dieser Effekt ist eine Funktion der fixierten Margen auf den A und C Loan und der Größe des B Loan (siehe Tabelle 2).

Auf diese Art lassen sich A/B Strukturen entsprechend der beabsichtigten Allokation einzelner Tranchen für den Origina-

Tabelle 2: Beispiel für eine A/B/C Struktur

A Loan (Millionen Euro)	70	70	70	70	70
B Loan (Millionen Euro)	5	5	5	5	5
C Loan (Millionen Euro)	15	11	6	2	0
A Marge	57	57	57	57	57
B Marge	192	345	490	628	702
C Marge	270	270	270	270	270

tor optimieren. Für den Kunden bieten derartige Strukturen ebenfalls Ansatzpunkte für eine Stärkung seiner Verhandlungsposition. Er könnte zum Beispiel das Recht zu außerplanmäßigen Tilgungen ohne Vorfälligkeitsentschädigung bis zur Höhe des C Loan mit dem Originator verhandeln. Dies bietet dem Kreditnehmer Anreize zu vorzeitigen Tilgungen und der Kreditgeber, der den B Loan hält, profitiert von der steigenden Marge.

Abbildung 1 skizziert diesen Trend der Aufbrechung der klassischen Kreditwertschöpfungskette, die Strukturierung von Rendite-/Risikoprofilen und die Übernahme spezifischer Rendite-/Risikoprofile durch jeweils optimierte Investoren beziehungsweise Plattformen.

CRE CDOs erweitern Risikotransfer- und Finanzierungsinstrumentarium

CRE CDOs haben ihren Ursprung in den USA, wo sie von Investoren genutzt werden, um ihre B Loans, nachrangigen CMBS Tranchen oder auch Mezzanine Loans effizienter zu refinanzieren. Insofern stellen CRE CDOs einen logischen Schritt nach Entwicklung eines Marktes für B Notes dar, um Portfolios nachrangiger Kreditrisiken aktiv zu steuern und effizient zu refinanzieren. Ein transparenter, standardisierter B-Note-Markt hat sich in Europa bislang noch nicht gebildet. Daher ist auch der Ausplatzie-

rungsprozess von B Notes relativ aufwendig, insbesondere für Kredite mit kleinen bis mittleren Volumina. CRE CDOs bieten für den Originator die Möglichkeit, diesen Prozess effizienter zu gestalten und in höherem Maße an der Kreditwertschöpfungskette zu partizipieren.

CRE CDOs erweitern die Produktpalette, die die oben dargestellte Transfer- (Risiko) und Transmissionsfunktion (Preisimpulse) auch für höher auslaufende Darlehensteile erfüllt. Diese Anleihen werden – ähnlich wie CMBS – unter anderem durch gewerbliche Immobilienkredite besichert. Sie sind im Hinblick auf die Art der Risiken wesentlich flexibler im Vergleich zu CMBS, da sie sich anderer Strukturierungstechniken bedienen und andere Investorenschichten ansprechen. Sie bedienen sich aus dem CDO-Markt stammenden Sicherungsmechanismen, die primär bei durch Unternehmenskredite besicherten Anleihen angewendet werden. Tabelle 3 stellt die wesentlichen Unterschiede zwischen CMBS und CRE CDO dar.

Strukturierung

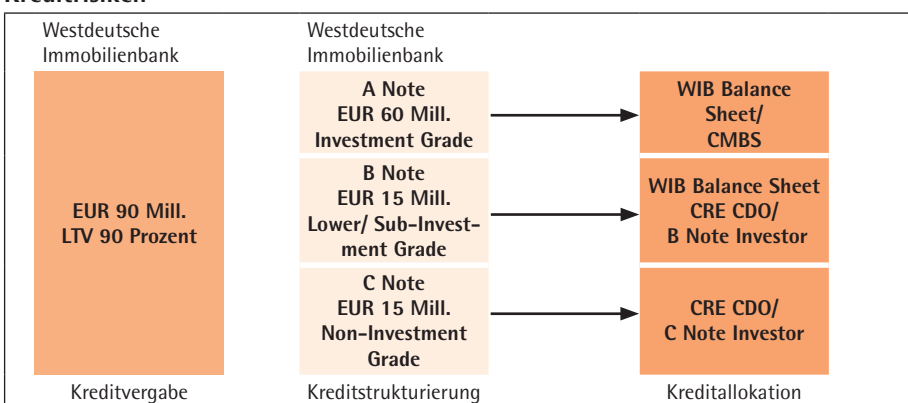
In CRE-CDO-Transaktionen werden Portfolios hochverzinslicher nachrangiger Immobilienkredite über die Ausgabe von hinsichtlich ihres Risikogehalts abgestufte Tranchen von Wertpapieren am Kapitalmarkt platziert. Die Bündelung einer

Vielzahl nachrangiger Darlehensteile in einem CDO führt zu einem granularen Portfolio, dessen Ausfallwahrscheinlichkeit insgesamt unter der Ausfallwahrscheinlichkeit der einzelnen im Portfolio enthaltenen Finanzierungen liegt. Durch die Strukturierung dieses Portfolios – in hinsichtlich ihres Risikogehalts abgestufte Tranchen – entsteht wiederum ein Anteil von AAA gerateten Wertpapieren (und weiteren Investment-Grade gerateten Tranchen), die aufgrund ihrer vergleichsweise niedrigen Ausfallwahrscheinlichkeit einen niedrigen Spread im Vergleich zu den Margen auf den nachrangigen Krediten aufweisen. Die Differenz, der sogenannte Excess Spread, wird an die Investoren der nachrangigsten Tranche ausgeschüttet.

Der Kreditgeber kann mit Hilfe dieses Produkts seinen Kunden hoch auslaufende Darlehen anbieten und das nachrangige Risiko bei Erreichen eines kritischen Volumens über einen CDO ausplatzen. Alternativ kann er auch eine Kooperation mit einem Anbieter eines externen Kredit-Warehouse eingehen und die B/C Loans direkt außerhalb seiner Bilanz kumulieren. Dies hat den Vorteil, dass er seine eigene Risikostrategie nicht ändern muss, da die nachrangigen Kredittranchen zu keinem Zeitpunkt seine Bilanz tangieren.

Eine wichtige Rolle übernimmt in diesem Prozess der Assetmanager. Um die Laufzeit des CDO zu verlängern, ist eine sogenannte Reinvestment Periode vorgesehen, in der durch Tilgung der B Loans frei werdende Mittel in neu generierte B Loans reinvestiert werden. Diese Aufgabe wird durch den Assetmanager wahrgenommen. Übernimmt der Originator diese Rolle, besteht für ihn die Möglichkeit, weiterhin an der Kreditwertschöpfungskette zu partizipieren, obwohl er die Kredite ausplatziert hat. Er erreicht auf diese Art eine teilweise Umwandlung der risikobehafteten Margenerträge in Fee-Erträge.

Abbildung 1: Aufbrechen der Kreditwertschöpfungskette und Allokation von Kreditrisiken



Eine erste europäische CRE-CDO-Transaktion kam im Dezember 2006 auf den Markt. Zum Zeitpunkt der Emission bestand das Portfolio aus B Loans (39 Prozent), C Loans (elf Prozent), Mezzanine Loans (elf Prozent) und CMBS (39 Prozent). Das Portfolio hatte ein gewichtetes durchschnittliches Rating von zirka B1/B+ und wies einen gewichteten durchschnittlichen Spread in Höhe von etwa 345 Basispunkten auf. Refinanziert wird das Portfolio über die Ausgabe von Wertpapieren mit einem Spread von rund 90 Basispunkten im gewichteten

Durchschnitt. Die Differenz kommt dem Investor zu Gute, der die nachrangigste Tranche in der Struktur erworben hat. Im laufenden Jahr wird auf dem europäischen Markt mit fünf bis zehn Transaktionen dieser Art gerechnet.

Exit-Geschäftsmodell für Immobilienbanken

Ein ganzheitliches Modell für die Exit-Strategie einer Immobilienbank im gewerblichen Immobiliensektor kombiniert historisch bewährte Refinanzierungsinstrumente wie den Pfandbrief mit moderneren CMBS-Produkten und CDOs. Das klassische Konsortialgeschäft wird um den Handel mit B Notes erweitert. Abbildung 2 stellt eine „Buy & Sell“-Strategie unter Einbezug verschiedener Exit-Plattformen dar.

Für Immobilienbanken bietet ein solches Geschäftsmodell die Chance, auch im nachrangigen, höher auslaufenden Bereich Risiken gezielt zu steuern und damit ihre Kunden auch in diesem Risikosegment zu bedienen. Die vorrangigen Kredite können entweder über Pfandbrief oder über CMBS refinanziert beziehungsweise ausplatziert werden.

In der Aufteilung des ursprünglichen Kredits in verschiedene Tranchen, der Bewertung und der Allokation bei verschiedenen Investoren besteht die zukünftige Herausforderung für Immobilienbanken. Hier spielen eine hohe Schnittstellenkompetenz – sowohl nach innen, als auch nach außen –, ein gutes

Tabelle 3: Hauptunterschiede zwischen CDO- und CMBS-Transaktionen

	CMBS	CRE CDO
Besicherung der Kredite	– in der Regel nur grundpfandrechtl. besicherte Kredite	– nicht-grundpfandrechtl. besicherte Kredit möglich
Verbriefung von revolving/nicht-ausgezahlten Krediten	– nicht möglich	– möglich
Portfoliozusammensetzung	– vorrangige, grundpfandrechtl. besicherte Kredite	– unbesicherte Kredite – nachrangige, grundpfandrechtl. besicherte Kredite (B Notes) – Mezzanine Kredite – REIT-Wertpapiere – Whole-Business-Kredite
Veränderung des Portfolios	Nein – statisches Portfolio	Ja – aktiv gemanagtes Portfolio
Sicherungsmechanismen	– Subordination	– Subordination – Übersicherungs- und Zinsdeckungstests – Portfolioqualitätstests
Investorenbasis	– primär US- beziehungsweise UK-Investoren	– globale Investorenbasis

externes Netzwerk und methodisches Know-how eine Rolle. Nur mit einer genauen Marktexpertise, einer exakten Risikoeinschätzung, der Kenntnis der Bewertungsmodelle Dritter – Investoren und Ratingagenturen – lassen sich in solch einem Geschäftsmodell die Allokation von Rendite-/Risikoprofilen optimieren und somit strategische Vorteile erzielen.

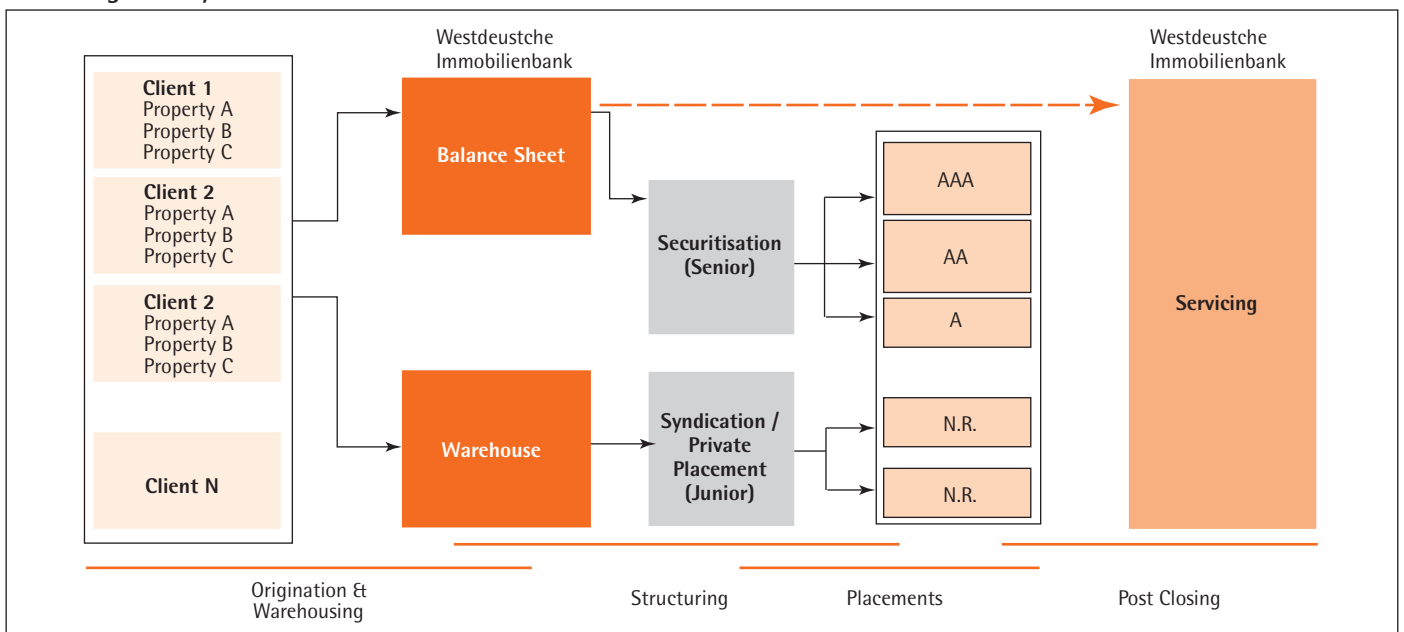
laufender Kredite am Kapitalmarkt und damit von einer steigenden Anzahl an potenziellen Kreditgebern und transparenten Preisen. Der erweiterte Platzierungsspielraum der Banken kann zu günstigeren Finanzierungsbedingungen führen. Der Kunde erhält die Finanzierung aus einer Hand, da die Bank die Allokation der Kredittranchen und Risiken an die entsprechenden Investoren übernimmt.

Preistransparenz und Finanzierungen aus einer Hand

Die Kunden profitieren von der Markt-gängigkeit und Fungibilität höher aus-

Die klassische Beziehung des Kunden zur Bank bleibt erhalten. Gleichzeitig erhält er einen mittelbaren Zugang zum Kapitalmarkt. Durch die Bündelung der Forderungen ist dies auch für kleinere und

Abbildung 2: „Buy & Sell“-Plattform für eine Immobilienbank



mittlere Unternehmen möglich. Um in den Genuss dieser Vorteile zukommen, muss der Kunde die Anforderungen des Kapitalmarkts erfüllen und entsprechende Informationen, wie Mieterlisten, Performancedaten der Immobilie und Bewertungen regelmäßig zur Verfügung stellen.

Erweiterung des Anlagespektrums für Kapitalmarktinvestoren

Für Banken als Kapitalmarktinvestoren ist es unter Basel II aufgrund der erforderlichen Eigenkapitalunterlegung teuer, in B Notes als Direktinvestment zu investieren. CRE CDOs bieten diesen Investoren einen Zugang zu diesen traditionell ungerateten und unverbrieften gewerblichen Immobilienkrediten. Außerdem haben Euro-Investoren grundsätzlich nur wenig Möglichkeiten, ihr CDO-Portfolio zu diversifizieren, da bislang rund 77 Prozent der Emissionen durch Kredite im High-Yield-Segment besichert waren.

Neben Kreditnehmern, -gebern und Kapitalmarktinvestoren profitieren eine Vielzahl weiterer Marktteilnehmer von diesen Marktentwicklungen. Dazu gehören beispielsweise arrangierende Banken, Assetmanager, Anwälte, Ratingagenturen und unabhängige Dritte wie Treuhänder oder Wirtschaftsprüfer, die an der Entwicklung der Produkte und des Marktes mitwirken. Gewinner dieser Entwicklung werden diejenigen sein, die über eine schnelle Anpassungsfähigkeit verfügen und in ihrer jeweiligen Rolle mit den neuen Herausforderungen umgehen können.

Gefahr der Risikokumulation bei falscher Markteinschaltung

Grundsätzlich sorgen die oben dargestellten Instrumente zwar aus volkswirtschaftlicher Sicht für eine Diversifikation von Risiken. Dennoch birgt die Risikokumulation bei einzelnen, insbesondere nicht regulierten Institutionen eine Gefahr, da sich durch den Optimierungsdruck Risikopotenzial und Risikotragfähigkeit bei einzelnen Marktteilnehmern immer weiter annähern. Hier können Bewertungsfehler oder Marktfehleinschätzungen starke Hebeleffekte entfalten.

Fußnoten:

¹⁾ Im Folgenden wird der Begriff „B Loans“ stellvertretend für sämtliche nachrangigen Kredittranchen, die durch Grundpfandrechte besichert sind und synonym für „B Notes“ oder „B Teile“ verwendet. ■