

RISIKEN & TRANCHEN

Sechs Risikofelder der globalen Finanzarchitektur

Mechanismen, die erste Schäden absorbieren oder camouflieren

ÜBERBLICK

Globale Finanzarchitektur

Mechanismen, die erste Schäden absorbieren oder camouflieren

10 MEGATRENDS — DIE BAUSTEINE DER FOLGENDEN KAPITEL

01**Mehr Equity****02****Rückversicherung****03****Alchemie****04****Ratings für alles****05****Investment Grade****06****Illiquidität****07****Intransparenz****08****Extend and Pretend****09****Fristenkongruenz****10****Genie**

RISIKO 1

Private Debt Exuberance

Mechanismen, die erste Schäden absorbieren oder camouflieren

- 1 **Basel III:** Verteuerung der Bankenausleihungen, Transfer der Bankenbilanzrisiken in den Schattenbankenbereich
- 2 **Fristenkongruenz:** Langfristige Ausleihungen für langfristige, institutionelle Anleger
- 3 **Verzicht auf Mark-to-Market:** Loans werden vereinfacht bei 100 gehalten, bis es wirklich nicht mehr geht
- 4 **Kein Sekundärhandel:** Keine Transaktionen, kein Repricing
- 5 **Kein Rating:** Ohne Rating kein erzwungener Default
- 6 **PIK:** Möglichkeit, bei Problemen Schuldzinsen durch zusätzliche Schuldtitel zu ersetzen
- 7 **Amend & Extend:** Möglichkeit, bei Problemen umzustrukturieren

RISIKO 2

Private Equity & Software

Mechanismen, die erste Schäden absorbieren oder camouflieren

- 1 **Mehr Eigenkapital:** Die Branche arbeitet mit tieferen Schulden-Multiples als früher
- 2 **„Stabile“ Preise:** Ähnlich wie Private Debt — Preis-Modelle statt Marktsignale
- 3 **Illiquidität:** Orchestrierte, geglättete Sekundärmärkte
- 4 **Continuation Vehikel:** Verlängerung des Lebenszyklus der unverkauften Anlagen
- 5 **Fristenkongruenz:** Drawdown-Bestände, mit welchen Neuinvestitionen getätigt werden können
- 6 **ARR-Lending:** Kredite gegen Umsatz statt gegen EBITDA

RISIKO 3

CLO-Maschine

Mechanismen, die erste Schäden absorbieren oder camouflieren

- 1 **CLO 2.0:** Mehr Skin in the Game, bessere Collateral-Qualität (weniger Second Lien, strukturiert/synthetisch, Fokus auf Senior Secured), bessere Diversifikation, kürzere Reinvestitionsperioden, konservativere Tests, bessere Manager-Governance, detaillierteres Reporting
- 2 **Overcollateralisation:** Nennwert des Anlagepools übertrifft den Nominal der Tranchen (Verbindlichkeiten)
- 3 **Cashflow Diversion:** Bedienung der höchsten Tranche aus Cashflows bei Problemen mit Tests, die hohen Tranchen werden amortisiert, bevor die Verluste sich zu tief eingraben = Heilungsmechanismus
- 4 **Hohe Attachment Points:** Für die Senior-Tranchen
- 5 **Aktives Management:** Faule Äpfel aussortieren
- 6 **Verzicht auf CLO²-Strukturen**

RISIKO 4

Bermuda-Dreieck

Mechanismen, die erste Schäden absorbieren oder camouflieren

- 1 **Eigenkapitalbestimmungen:** Höheres EK bei höheren Verbindlichkeiten
- 2 **Rückversicherungen:** Zedierung des Risikos an Rückversicherungen
- 3 **Fristenkongruenz:** Zwischen Anlagen und Verbindlichkeiten
- 4 **Investment Grade:** Anreize, die Anlagen mündelsicher zu machen
- 5 **Collateral:** Rückversicherungen müssen Geld in Treuhandkonti einzahlen
- 6 **Recapture-Drohung:** Risiko kann auf die Versicherer zurückfallen
- 7 **Alchemie:** Aufpumpen der Bilanzen mit FABN ohne Risiko für Rating

RISIKO 5

SRT-Schleife

Mechanismen, die erste Schäden absorbieren oder camouflieren

- 1 **SRT = Wall:** SRTs sind selber ein Wall für das globale Finanzsystem
- 2 **Skin in the Game:** Banken müssen einen Teil des First-Risk übernehmen (5%), „Risk Retention“
- 3 **Signifikanz:** SRTs sind genehmigungspflichtig und werden auf Signifikanz geprüft
- 4 **Diversifikation:** Spezielle Diversifikationspflichten
- 5 **Ratings:** SRTs können geratet werden, Mehrheit ist allerdings ungeratet
- 6 **Strenge Regulierung:** Kaum Raum für Gaming bei der Zusammenstellung des Underlyings, allerdings umstritten
- 7 **Illiquidität:** Kein Handel, keine Preisschwankung
- 8 **Funded:** SRTs sind fully funded, kein Gegenparteirisiko
- 9 **Basel-Output-Floor:** Seit Basel III (Endgame) Untergrenze, wie stark eine Bank RWA über interne Modelle (IRB) drücken darf — begrenzt potenzielles SRT-Gaming

RISIKO 6

Die grosse KI-Wette

Mechanismen, die erste Schäden absorbieren oder camouflieren

- 1 **Backstop Cloud:** Hyperscaler sind auch Cloud-Anbieter
- 2 **Investment Grade-Finanzierung:** Grösste Schuldner sind Hyperscaler
- 3 **Sale & Leaseback:** Reduziert offizielle Schulden
- 4 **Garantien/Abnahmeverpflichtungen:** Von Hyperscalern an die Betreiber der Datenzentren
- 5 **Mehr Equity:** Hyperscaler haben nicht genug Cashflow, um Finanzierung rein über Fremdkapital zu bewältigen
- 6 **SPVs und Joint Ventures:** Machen die grössten Risiken der Finanzierung „default remote“
- 7 **Alchemie:** Aus Fremdkapital wird Eigenkapital ... und riskanteres Fremdkapital mithilfe Joint Ventures
- 8 **Lange Abschreibezyklen für GPUs:** Verbessert die kommerzielle Logik der Wette
- 9 **GPU-Restwert-Annahmen:** Als Collateral für Fremdkapital