

PK ASSETS

SRT-Repacks

Eine kurze Analyse

Mechanik, Preisbildung und Risiken einer wachsenden Fixed-Income-Nischenstruktur



August 2026



Mechanik: So funktioniert ein SRT-Repack

- Investor XY besitzt eine SRT-Mezzanine-Tranche
- Ein SPV wird errichtet
- Das SPV kauft eine SRT-Tranche (Mezzanine) vom Investor XY
- Das SPV emittiert darauf neue Notes, tranchiert in z. B. eine „senior mezz“ und eine „junior“/Equity-Tranche
- Eine Versicherung deckt Zins- und Tilgungszahlungen der Senior-Mezzanine-Tranche vollständig, unfunded
- Das Produkt ist von der Versicherung „gewrapt“: Die Note soll das Rating des Versicherers erhalten: Ein hohes Investment Grade Rating
- Die Senior-Mezz des Repacks wird verkauft an Dritte, fully funded
- Investor XY behält die Junior: Er ist gehebelt: Er haftet nur noch für das Junior-Risiko
- Sein Excess Spread: Der Cashflow der urspr. SRT-Mezzanine ./.. Der Cashflow der Repack-Mezz ./.. Versicherungsprämie; der verbleibende Cashflow setzt man nun ins Verhältnis zum Nominal des Juniors im Repack

Preisbildung: Was die Versicherungsprämie treibt

- Was die Prämie treibt: Die Versicherungsprämie hängt primär vom **Kreditrisiko des Underlyings** ab – Ausfallwahrscheinlichkeit, Attachment Point der Tranche, Portfolioqualität. Das ist der Hauptfaktor
- Die Bonität des Versicherers bestimmt die Prämie nicht, theoretisch
- Praktisch: Je besser die Bonität des Versicherers, desto tiefer seine Kapitalkosten. Desto „billiger“ kann er bieten
- Das Rating der Note ist **nach oben durch das Rating des Versicherers gedeckelt** (Weak-Link-Prinzip) – selbst ein exzellentes Underlying-Portfolio hilft nichts, wenn der Versicherer im Claim-Fall selbst ausfällt



Was der Wrap nicht abdeckt

Der Wrap deckt zwar Zins- und Tilgungszahlungen der Senior-Mezz ab, aber nicht das Risiko, dass der Käufer trotzdem Verluste erleidet oder die Note vorzeitig an Wert verliert – aus folgenden Gründen:

1. **Doppelausfallrisiko:** Gegenparteirisiko Versicherung
 2. **Timing-/Liquiditätsrisiko:** Der Versicherer zahlt erst nach Prüfung, das kann dauern
 3. **Basisrisiko:** Die Verträge des SPV haben vielleicht andere Definitionen als die Verträge mit der Versicherung. Vielerlei Basisrisiken sind denkbar
 4. **Mark-to-Market-Risiko:** Verschlechtert sich die Bonität des Versicherers, oder wird er gar runter gerated, dann hat das einen Impact auf den Preis der von ihm versicherten Tranche
- Manche Policen erlauben dem Versicherer die Kündigung (z. B. bei Vertragsbruch oder Non-Payment der Prämie) – die Note verliert ihren Schutz komplett, ohne dass der Kreditnehmer selbst ausgefallen ist



Der Repack aus der Sicht des Käufers

- Er kauft im Wesentlichen ein **IG-geratetes Kreditrisiko auf den Versicherer** (mit Schutzschicht durch die Subordination der Junior-Tranche)
- Er kauft **nicht** ein Kreditrisiko auf das Underlying-Portfolio
- Zu einem Spread, der trotz IG-Rating oft attraktiver ist als vergleichbare Corporate-IG-Bonds. Er bekommt eine Prämie für Komplexität, Illiquidität, Bespoke-Charakter
- **Fully funded**: Der Käufer zahlt das Kapital bei Emission
- Die Note kann nie besser sein als der Versicherer – er kauft de facto Versicherer-Risiko, nicht (nur) Portfolio-Risiko
- **Korrelationsrisiko I**: Fällt der Versicherer in einem systemischen Stressszenario aus, korreliert das oft genau mit einer Verschlechterung des Kreditzyklus, die auch das Underlying-Portfolio trifft
- **Korrelationsrisiko II**: Exposure auf einen einzelnen Versicherernamen – relevant, wenn der Investor (z. B. eine andere Versicherung) bereits Exposure zu ähnlichen Namen hat



Nützlich zu wissen

- Die SPVS sind in aller Regel nicht in Amerika domiziliert, sondern **Cayman Islands** als der Standard-Standort, mit Irland, Luxemburg und Jersey als Alternativen.
- Dabei geht es primär darum, dass sie von der Bilanz des Originators ferngehalten werden, nicht darum, Steuerpflicht zu verschieben – die materiellen Steuerpflichten bleiben bei den eigentlichen Parteien. Wenn ein Treuhänder in Cayman Eigentümer ist, ist das Konstrukt **default-remote**. Das SPV ist „verwaist“ (orphan) – gehört niemandem, der ein eigenes Insolvenzrisiko hätte. Es muss nicht in der Bilanz der Bank konsolidiert werden
- Die Strukturen sind dermassen aufwendig aufzubauen, dass Serienemissionen praktisch sind: Die Master-Dokumente werden einmal verhandelt und dann mit nötigen Anpassungen auf jede neue Serie angewandt
- Neben der funded Version sind auch **unfunded-Lösungen via CDS** denkbar
- Was mit SRT gemacht werden kann, kann theoretisch mit jedem hochrentierenden Asset gemacht werden. Der Loan muss genug Ertrag generieren, um Arranger-Fee, SPV-Reibungskosten, die Versicherungsprämie und schliesslich die Investorenrendite zu decken – das begrenzt das Universum auf besonders renditestarke, versicherbare Loans.
- Investoren sind primär institutionelle Fixed-Income-Käufer: **Versicherer/Rückversicherer, Pensionskassen, Credit Funds, Asset Manager** (die dominante Investorengruppe im SRT-Markt generell); Bank-eigene Treasury-/Investment-Einheiten einer anderen Bank als der Originator-Bank



Vergleich SRT-Repack-Mezz vs. Obligation des Versicherers

- Die Risikoprämien sind unterschiedlich, mit gutem Grund
- Ein Insurer-Bond referenziert das allgemeine, unbesicherte Emittentenrisiko der gesamten Versicherungsgesellschaft – Lebensversicherungsgeschäft, Sachversicherung, Kapitalanlagerisiken, alles zusammen. Das hat mit dem spezifischen SRT-Exposure, das der Investor eigentlich sucht, nichts zu tun.
- Der Investor will genau das Kreditrisiko-Profil des zugrunde liegenden Loan-Portfolios – mit einem Sicherheitsnetz gegen Tail-Risk
- Der Insurer-Bond gibt ihm ein komplett anderes, unbesichertes Konzernrisiko, das mit dem gewünschten Exposure nichts gemein hat.
- Also: **Gleiche Gegenpartei, komplett anderes Risikoprofil**
- Übrigens: Solvency gibt der SRT-Repack-Variante **höhere Kapitalunterlegung** vor, es ist also keine „lohnende“ Arbitrage punkto Eigenkapitalunterlage
- Der Spread dürfte hingegen gegenüber dem simplen Versicherungs-Bond überlegen sein