

Hintergrund

Oktober 2007

Credit Default Swaps –
Waffen und Pflugscharen?

©2007. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen?

- ◆ Seit ihrer Einführung in den 1990er Jahren haben Kreditderivate, zu denen auch Credit Default Swaps zählen, ein nie da gewesenes Wachstum und enorme Beliebtheit erfahren. Ihre große Bedeutung hat sich im Sommer 2007 erwiesen. In einem Umfeld sich deutlich weitender Spreads boten sie den Marktteilnehmern die einzige Möglichkeit, sich rasch und kosteneffizient gegen den negativen Markttrend abzusichern.
- ◆ Gemäß Analystenmeinungen zeichnet sich, unterstützt durch die jüngeren Marktbewegungen, ein weiterer Wachstumstrend von Credit Default Swaps im Finanzmarkt ab. Durch diese Entwicklung ist der gleichzeitig immer größer werdende Einfluss von Kreditderivaten auf die Finanzmärkte erkennbar geworden.
- ◆ Kreditderivate bieten Investoren eine Vielzahl von Möglichkeiten, dazu gehören die Diversifizierung von Kreditrisiken, die Absicherung von Zahlungsausfällen oder der profitable Handel mit Kreditderivaten.
- ◆ Das Thema Kreditderivate wird die Finanzmärkte noch weiter beschäftigen. Warnende Aussagen geben Anlass, diese neuen Instrumente stärker aus dem Risikoblickwinkel zu betrachten. Mit zunehmend innovativen Produkten und einer steigenden Basis von Marktteilnehmern bleiben Themen wie fehlende Transparenz oder Regulierungen weitere Kernpunkte für Diskussion und Analysen.
- ◆ Die extremen Volatilitäten im Sommer 2007 haben gezeigt, dass die Liquiditätslage im CDS-Bereich deutlich robuster war als in anderen Kreditsegmenten (z.B. ABS-Anleihen, Unternehmensanleihen). Zeitweise war ein normaler Kredithandel nur noch im CDS-Bereich möglich.

Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen?

Einleitung

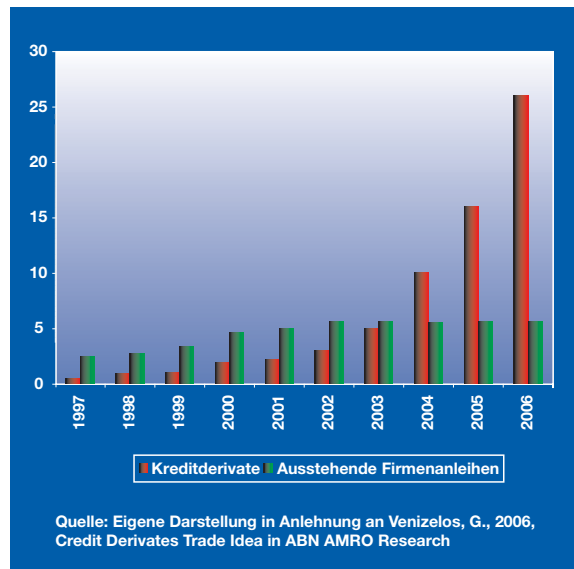
„Kreditderivate sind Massenvernichtungswaffen für die Wirtschaft und die direkten Handelsteilnehmer“. Diese warnende Aussage von Starinvestor Warren Buffet konnte dem rasanten Wachstum dieser neuen Finanzinstrumente bisher nichts anhaben. Allen Aussagen zum Trotz haben Kreditderivate seit ihrer Einführung in den 1990er Jahren ein nie da gewesenes Wachstum und enorme Beliebtheit erfahren.

Ihre große Bedeutung hat sich im Sommer 2007 gezeigt. In einem Umfeld sich deutlich weitender Spreads boten sie den Marktteilnehmern die einzige Möglichkeit, sich rasch und kosteneffizient gegen den negativen Markttrend abzusichern. Allen voran steht dabei aus der Familie der Kreditderivate die Entwicklung des Credit Default Swaps (CDS).

Laut der British Bankers Association hat das weltweite Nominalvolumen von CDS Ende 2006 bereits das 5-fache des ausstehenden Betrages von klassischen Anleihen erreicht. Gemäß Analystenmeinungen zeichnet sich, unterstützt durch die jüngeren Marktbewegungen, ein weiterer Wachstumstrend von CDS im Finanzmarkt ab.

Durch diese Entwicklung ist der immer größer werdende Einfluss von Kreditderivaten auf die Finanzmärkte erkennbar geworden. Dabei partizipieren Marktteilnehmer wie Banken, Hedgefonds, Broker, Versicherungen, Fondsmanager oder Regierungsstellen an den vielfältigen Einsatzmöglichkeiten dieser Instrumente. Abbildung 1 stellt in diesem Zusammenhang das Wachstum des Kreditderivatemarktes dar.

Abbildung 1: Wachstum des Kreditderivatemarktes in Billionen US-Dollar



Im Portfoliokontext betrachtet bilden CDS ein wichtiges Instrument zur Risiko- und Ertragssteuerung. Durch den Einsatz ergeben sich eine Vielzahl neuer Investitionsmöglichkeiten. Der einfache und leicht handhabbare Einsatz von CDS ist dabei ein entscheidender Faktor, sei es für die Diversifizierung von Kreditrisiken, die Absicherung von Zahlungsausfällen oder den profitablen Handel mit Kreditderivaten. Der Vielzahl an Einsatzmöglichkeiten von CDS stehen aber auch Risiken gegenüber. Losgelöst aus der Portfoliobetrachtung teilen sich diese in Kredit-, Liquiditäts- und operative Risiken auf.

Kreditderivate

Bei Kreditderivaten handelt es sich um Finanzkontrakte, die es den Vertragspartnern ermöglichen, Kreditrisiken isoliert von einem Basisinstrument (gewöhnlich ein Darlehen oder eine Anleihe) handelbar zu machen.¹ Die Vertragsgestaltung erfolgt individuell zwischen den beteiligten Parteien. Jeder Vertragspartner hat die Möglichkeit, unerwünschtes Kreditrisiko auf den anderen Vertragspartner zu übertragen. Dieser ist aus Spekulations- oder Diversifizierungsgründen zur Aufnahme des Risikos bereit.

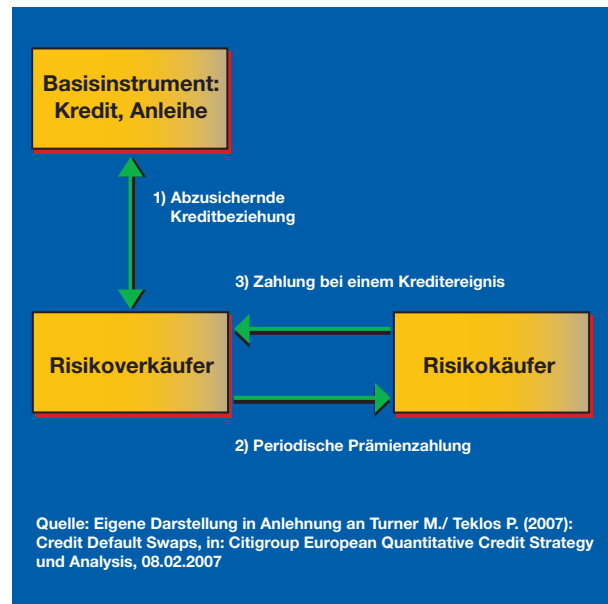
Viele Marktteilnehmer in der Wirtschaft haben ein grundlegendes Interesse zur Aufnahme, Reduktion oder Verwaltung von Kreditrisiko. Durch Kreditderivate können Kreditrisiken transferiert, abgesichert oder aufsichtsrechtlich Bilanzkennzahlen gemanagt werden. Die am Markt derzeit verbreitetsten Kreditderivate sind CDS, Credit Linked Notes und Total Return Swaps.²

Funktionsweise eines Credit Default Swap

Der CDS ist das bekannteste und am meisten gehandelte Kreditderivat.³ Ein CDS transferiert das Ausfallrisiko einer Kreditposition an einen Vertragspartner, welcher für die Risikoübernahme mit einer Prämie entschädigt wird. Die Prämie wird in Basispunkten angegeben und über die Laufzeit des Vertrages periodisch abgerechnet. Durch den Erwerb eines CDS sichert sich der Käufer gegen eine Zahlungsunfähigkeit der Referenzgesellschaft (z.B. Emittent einer Anleihe) ab. Die Prämie richtet sich nach der Höhe des potenziellen Schadens und nach der Schadenseintrittswahrscheinlichkeit (z.B. Bonität des Emittenten).

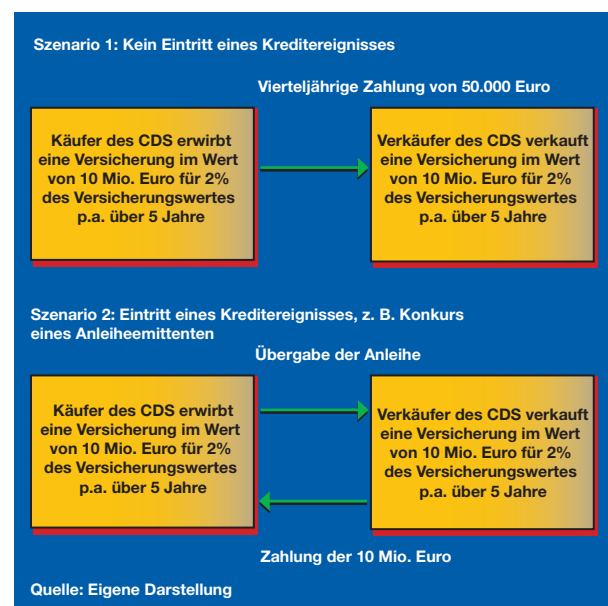
Der Verkäufer der Versicherung erhält die Prämie und wird verpflichtet, im Falle eines Kreditereignisses (z.B. Konkurs des Emittenten) den wirtschaftlichen Verlust des Käufers auszugleichen. Als Risikoverkäufer wird in der Fachsprache der Käufer eines CDS bezeichnet, da er einen potenziellen Ausfall des Basisinstruments transferiert. Der CDS-Verkäufer gilt durch die Aufnahme des Ausfallrisikos als Risikokäufer. Abbildung 2 stellt die Funktionsweise eines CDS dar.

Abbildung 2: Funktionsweise eines CDS



Kommt es während der Laufzeit des CDS-Kontraktes zu einem Kreditereignis, so wird beim Risikokäufer eine Zahlungsverpflichtung ausgelöst. Ereignisse, die zu einer Zahlungsverpflichtung führen, sind fest definiert und orientieren sich an den Standards der International Swaps and Derivatives Association (ISDA).⁴ Tritt während der Laufzeit kein Kreditereignis ein, endet der Vertrag für beide Parteien nach der vereinbarten Laufzeit. Somit existieren grundsätzlich zwei verschiedene Szenarien während der Laufzeit eines CDS. Folgende Geldflüsse finden dabei statt (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Verlaufsszenarien eines CDS



Kreditereignisse

Der Eintritt eines Kreditereignisses beendet den CDS-Kontrakt und stößt gleichzeitig den Transfer der Ausgleichszahlung vom Verkäufer des CDS zum Käufer an. Seit der ersten Publikation der ursprünglichen ISDA-Dokumentation im Jahr 1999 gibt es fünf allgemeine Kategorien von Kreditereignissen, bei deren Eintritt der Sicherungsverkäufer eine Zahlung an den Sicherungskäufer zu leisten hat: Konkurs, Zahlungsausfall, Zahlungsverweigerung/Moratorium, Vorfälligkeit, Umschuldung.⁵

Der Konkurs bezieht sich auf das Unternehmen, welches der Referenzanleihe zugrunde liegt und den Bankrott angemeldet hat. Ein Zahlungsausfall kommt zustande, wenn Zahlungen des Basisinstruments ausbleiben.⁶ Um versehentliche Zahlungsausfälle nicht vorzeitig auszulösen, werden sogenannte Heilungsfristen berücksichtigt. Erst nach deren Ablauf kommt es zu einem Zahlungsausfall.

Das Kriterium einer Zahlungsverweigerung/Moratorium kann an Stelle von Zahlungsausfällen oder Umstrukturierungen herangezogen werden, wenn es sich um Staatsanleihen handelt.⁷

Die Vorfälligkeit wird ausgelöst, falls eine Vertragsverletzung bzw. ein im Vertrag festgehaltener Kündigungsgrund zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber auftritt. Hat der Kreditgeber das Recht, den Kredit vorzeitig zurückzufordern, kommt der CDS-Verkäufer für die Ausgleichszahlung auf, falls der Kreditnehmer den Kredit nicht zahlen kann. Dies betrifft nicht den Fall eines Zahlungsausfalles.

Unter Umschuldung ist eine Verschlechterung der Kreditqualität des Basisinstruments zu verstehen. Dabei wirkt sich die Veränderung zu Lasten der Gläubiger aus. Folgen einer Umschuldung können eine verringerte Zinszahlung, ein Zahlungsaufschub, eine Veränderung in der Zahlungsreihenfolge oder eine Reduzierung des Rückzahlungsbetrages sein.⁸

Abwicklung

Kommt es zu einem der im vorangegangenen Abschnitt aufgeführten Ereignisse, muss der Risikoverkäufer dem Risikokäufer über den Eintritt des Kreditereignisses informieren. Findet ein Kreditereignis statt, gibt es zwei Wege für die Abwicklung der Zahlung:

Der Risikoverkäufer hat die Wahl zwischen einer Ausgleichszahlung, einer sogenannten Barabwicklung, oder der Übergabe des Basisinstruments und der Zahlung des Nominalbetrages.

1. Bei der Barabwicklung wird ein fixer Betrag beim Abschluss des Vertrages festgelegt, der bei einem Kreditereignis gezahlt werden muss. Dieser Betrag entspricht dabei meist dem Nominalwert des CDS-Kontraktes. Alternativ kann der zu zahlende Betrag auch als Differenz zwischen dem Nominalwert und dem Marktwert des Basisinstruments oder dessen Wiedergewinnungsrate gerechnet werden.⁹ Die Rückgewinnungsrate gibt an, welcher Anteil der Forderung im Falle eines Kreditereignisses noch zu erwarten ist. Standardgemäß beträgt die Wiedergewinnungsrate in CDS-Kontrakten 40%.

2. Wurde eine physische Abwicklung vereinbart, muss der Risikoverkäufer, nachdem er das Kreditereignis avisiert hat, festlegen, welches Basisinstrument er im Austausch liefert und diese Information in einem so genannten „Notice of Intended Physical Settlement“ an seinen Vertragspartner weiterleiten.¹⁰ Die Verpflichtung kann auch mit einer Zusammenstellung verschiedener Titel erfüllt werden, wenn beim Vertragsabschluss das Basisinstrument auf den Emittenten Bezug nimmt. Dies gibt dem Risikoverkäufer die Möglichkeit, den am Markt günstigsten Titel zu kaufen und dem Risikokäufer zu übertragen. Der Risikokäufer zahlt den Nennwert des gelieferten Titels.

Die Anwendungsformen für CDS im Markt

Risikomanagement/Absicherung

Ein CDS ist durch die Trennung von Ausfall- und Zinsrisiko ein wichtiges Instrument zur Ertrags- und Risikosteuerung eines Portfolios. Liegt ein reiner Absicherungsgedanke hinter dem Erwerb eines CDS, so sichert der Risikoverkäufer das Basisinstrument gegen ein Kreditereignis ab.

Spekulation

Durch den Einsatz von CDS eröffnen sich für die Marktteilnehmer neue Investitionsmöglichkeiten. Geht ein Investor davon aus, dass z.B. die Prämie für eine Anleihe überbewertet ist, kann es für ihn lukrativ sein, als Risikokäufer aufzutreten, ohne die Anleihe selbst kaufen zu müssen. Auf der anderen Seite können Risikoverkäufer günstige Absicherungen gegen Ausfallsrisiken erwerben, falls sie der Meinung sind, dass Risiken unterbewertet sind. Für den Risikokäufer bilden die Einnahmen aus dem Verkauf von CDS neben dem Kreditportfoliomanagementaspekt einen der wesentlichsten Gründe für den Handel mit Kreditderivaten. Prämienzahlungen werden ohne Kapitaleinsatz eingenommen. Investoren nehmen dabei Positionen ein, bei denen sie von dem zukünftigen Verlauf der Spreads profitieren wollen. Basierend auf Modellen wird versucht, zukünftige Entwicklungen vorzusagen und gewinnversprechende Positionen einzunehmen.¹¹

Arbitrage

Mit Hilfe von CDS lassen sich auch Arbitragemöglichkeiten gegenüber dem Anleihenmarkt ausnutzen, da eine risikobehaftete Anleihe im Prinzip durch eine risikolose Anlage und einen CDS-Kontrakt auf den entsprechenden Referenzschuldner nachgebildet werden kann.¹² Allerdings beschränkt sich der Arbitragehandel mit CDS in der Regel auf liquide Kreditpositionen, so dass ein Engagement auf dem CDS-Markt nur für eine begrenzte Anzahl von Titeln möglich ist.

Die Flexibilität, die CDS mit sich bringen, gilt dabei als Revolution im Derivatemarkt.¹³ Investoren können Long- und Short-Positionen zu jeder Laufzeit und in jeder Währung eingehen, unabhän-

gig vom Basisinstrument und dessen Emissionsgröße. Trotz des außerbörslichen Handels, auch over-the-counter (OTC) genannt, wird der CDS-Markt durch die Dokumentation der ISDA als standardisiert betrachtet. Hinzu kommt, dass die wachsende Anzahl von Konkursen und die Häufung besonders großer Unternehmensinsolvenzen in den Jahren 2001 bis 2003 die Sensitivität der Marktteilnehmer für Kreditrisiken erhöht hatten.¹⁴

Ein weiterer Punkt für die Verbreitung von CDS am Derivatemarkt ist die bereits bestehende Infrastruktur und Expertise durch die Einführung anderer Derivate, wie zum Beispiel Interest Rate Swaps (IRS). CDS als absolut neues Finanzinstrument zu bezeichnen, ist also nicht richtig. Viele Unternehmen, die in den 90er Jahren angefangen haben, mit CDS zu handeln, hatten bereits in Handelssysteme, Risikomanagement und Rechnungswesen für z.B. IRS investiert. Eine Reinvestition bei Einführung von CDS im operativen Geschäft war deswegen für viele Marktteilnehmer nicht mehr notwendig.¹⁵

Abbildung 4:

Die Derivatemärkte im Größenvergleich

	Nominalwert		
	Dezember 2004	Dezember 2006	Wachstum
	in Mrd. USD		in Prozent
Devisen	29.289	40.179	37%
Zinssätze	190.502	291.987	53%
Beteiligungen	4.385	7.485	71%
Rohstoffe	1.443	6.938	381%
Kreditderivate	6.396	28.838	351%
Andere	25.879	25.879	54%

Quelle: Bank für den Internationalen Zahlungsausgleich

Neben den Faktoren Liquidität und Flexibilität ist als weiterer Punkt für das Wachstum vor allem die Integration von Kreditderivaten bei der Implementierung von neuen Handelsstrategien und Produkten zu nennen. CDS bieten Marktteilnehmern die Möglichkeit, spezielle Positionen auf Einzeltitel oder ganze Portfolien einzugehen, ohne einem Zinsrisiko ausgesetzt zu sein.

Einen großen Anteil am Wachstum hat auch die Einführung von CDS-Indizes wie des iTraxx für Europa oder des CDX für die USA mit sich gebracht. Investoren können mit nur einem Geschäft das Risiko auf ein gesamtes Portfolio aus 125 diversifizierten Titeln im iTraxx Main aufnehmen bzw. absichern.¹⁶ Die Liquidität der Indizes ermöglicht, Risikopositionen einzeln zu strukturieren. Dadurch können verschiedene Risikopositionen, auf unterschiedliche risikobewertete Tranchen im Index eingegangen werden. Hieraus ergeben sich neue Investitionsmöglichkeiten mit einem besser kalkulierbaren Risiko/Ertrag-Verhältnis.¹⁷ Durch CDS-Indizes entstehen für Investoren auf Käufer- als auch auf Verkäuferseite ein großes Spektrum zur Deckung ihrer individuellen Kreditbedürfnisse.

Die Funktionsweise von CDS ist einfacher erklärt, als es von vielen Investoren am Anfang angenommen wird, wodurch die Hemmschwelle vor dem Handel mit CDS deutlich sinkt. Die Grundlagen sind ähnlich wie beim Handel mit Anleihen oder Zins-Swaps: Renditekurven, Duration und Abzinsung von Cash-Flows entsprechen gängigen in der Finanzwelt angewendeten Regeln.

CDS-Handel

Durch den OTC-Handel kann zum Nachteil einer geringeren Liquidität auf spezifischere, nicht standardisierte Bedürfnisse beider Parteien eingegangen werden.¹⁸ Die Struktur der CDS-Verträge wird durch die ISDA reguliert.¹⁹ Die Regulierung hat trotz OTC-Handel den Vorteil eines effizienteren und strukturierteren Handelprozesses und somit auch eine höhere Attraktivität für Investoren.

Kupondaten

Wie bei periodischen Zahlungen, die ein Käufer einer Anleihe erhält, spricht man bei CDS-Prämien von Kupons, die an den Risikokäufer gezahlt werden. Kuponzahlungen finden standardgemäß vierteljährlich statt und sind abhängig vom Fälligkeitsdatum des CDS-Kontraktes. Verfällt der CDS-Vertrag z.B. an einem 20. Dezember 2009, finden die Kuponzahlungen jeweils am 20. März, 20. Juni, 20. September und 20. Dezember statt. Als marktübliche Fälligkeitsdaten bzw. Kupondaten hat sich

jeweils der Zwanzigste der Monate Dezember, März, Juni und September etabliert. Wird ein CDS an einem Tag abgeschlossen, der weniger als einen Monat vor dem nächsten Kupontermin liegt, so wird die dafür zu zahlende bzw. zu erhaltende anteilige Prämie zu der Folgeperiode hinzugerechnet.²⁰ Kommt es zu einem Kreditereignis, das eine Zahlungsverpflichtung beim Risikokäufer auslöst, verringert sich die Ausgleichszahlung um den ausstehenden Prämienbetrag der letzten Periode bis zum Tag des Kreditereignisses. Abweichend von den oben aufgeführten Daten können auch andere Zahlungstermine und Fälligkeiten vereinbart werden.

Kreditderivate und ihre Risiken

Im Wesentlichen gibt es drei Risikogruppen, die mit Standardkreditderivaten, wie z.B. dem CDS einhergehen. Hier ist das Kreditrisiko, das Liquiditätsrisiko und das operative Risiko zu nennen.

Beim Kreditrisiko wird in zwei Risikoarten unterschieden: das Ausfall- und das Spreadrisiko. Vom Ausfallrisiko spricht man, wenn ein Marktteilnehmer einem anderen Sicherung gegen den Ausfall eines Kredits verkauft. Der Verkäufer von Sicherung hat damit ein vergleichbares Risikoprofil wie der Käufer einer Unternehmensanleihe. Er ist im Konkursfall verpflichtet, den Differenzbetrag zwischen der Konkursquote und dem Rückzahlungsbetrag auszugleichen, der in der Regel bei 100 % vom Nominalbetrag liegt.

Neben dem Ausfallrisiko, das in erster Linie nur für den Verkäufer von Sicherung ein signifikantes Risiko darstellt (der Käufer verliert maximal seine gezahlte Prämie), ist das Spread- oder Marktrisiko sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer von Sicherung gleichermaßen relevant.

Ein Spreadrisiko besteht dann, wenn ein Käufer von Sicherung mit dem Verkäufer vereinbart, Ausfallschutz gegen eine Prämienzahlung von z.B. 20 Bp. (Basispunkte) zu gewähren, die im Markt gehandelte Prämie sich aber in der Folgezeit auf 15 Bp. reduziert. Das Risiko bzw. der Verlust besteht in diesem Fall darin, dass der Käufer der Sicherung mittlerweile 5 Bp. weniger an Prämie als zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bezahlen müsste.

Bewertet man jetzt die Position des Sicherungskäufers mit der aktuellen Marktpremie (15 Bp.) würde sich auf ein Nominal von EUR 1.000.000 bei einem 5 Jahres Credit Default Swap mit einer Duration von 4,6 Jahren ein negativer Marktwert von EUR 2.300 (Duration des Credit Default Swap x Spreadveränderung x Nominalbetrag = Gewinn/Verlust des Credit Default Swap) ergeben. Hierbei handelt es sich um einen unrealisierten Verlust auf Basis einer „Mark to Market“-Bewertung (Bewertung zu Marktpreisen) ohne Berücksichtigung des Stückzinseffekts, der erst bei Liquidierung der Position realisiert würde.

Abbildung 5: Entwicklung der Spreads des iTraxx Crossover vom 21.03.07-24.09.07



Quelle: Bloomberg

Liquiditätsrisiken bestehen für die Käufer und Verkäufer von Kreditderivaten insofern, da letztere in einem sogenannten „OTC“-Markt gehandelt werden. Im „OTC“-Handel erfolgen Handelsaktivitäten über das Telefon. Für keinen Handelspartner besteht eine Verpflichtung, Kurse zu stellen, oder sich an eine vorgeschriebene Geld/Brief-Spanne zu halten. In extremen Marktphasen kann es für den Käufer oder Verkäufer von Sicherung schwierig sein, in illiquiden Kreditderivaten die Gegenseite für ein Handelsgeschäft zu finden oder nur mit erheblichen Preisauf- oder Preisabschlägen. Der Sommer 2007, der eine solch extreme Marktphase darstellte, hat jedoch gezeigt, dass die Liquiditätslage im CDS-Bereich deutlich robuster war, als in

anderen Kreditsegmenten (z.B. ABS-Anleihen, Unternehmensanleihen). Zeitweise war ein normaler Kredithandel nur noch im CDS-Bereich möglich.

Im Rahmen der operativen Risiken wird zwischen dem Kontrahenten-Risiko und dem „Succession-Risiko“ unterschieden. Das Kontrahenten-Risiko besteht darin, dass einer der Vertragspartner, Käufer oder Verkäufer von Sicherung, seinen vertraglich vereinbarten Verpflichtungen nicht nachkommt. Je „wertvoller“ der CDS ist, das heißt, je größer sein Marktwert ist, desto umfangreicher wird auch das Kontrahenten-Risiko.

Beim „Succession-Risiko“ geht es um den Fall, dass ein Kreditnehmer, bedingt durch eine Fusion, aufhört zu existieren, oder er alle seine Verbindlichkeiten begleicht und anschließend keine lieferbaren Anleihen mehr ausstehen hat. In beiden Fällen wird der Verkäufer von Sicherung verlangen, die vereinbarten Prämienzahlungen weiter zu erhalten, obwohl das besicherte Kreditrisiko nicht mehr besteht.

Für die meisten Risiken, die mit Kreditderivaten einhergehen, bestehen Möglichkeiten, diese durch Limitsysteme und Richtlinien zu beschränken. Beispielsweise lassen sich Ausfallrisiken durch Ratingbeschränkungen und Spreadrisiken durch „Stopp Loss“-Grenzen limitieren.

Die Risiken sollten bei Positionierungen in Kreditderivaten, wie bereits erwähnt, immer im Zusammenhang mit dem Gesamtportfolio betrachtet werden. So können z.B. dem „Mark to Market“-Verlust aus dem oben beschriebenen Geschäft von EUR 2.300 auch Gewinne mit den Anleihen desselben Emittenten gegenüber stehen. Letzteres wäre beispielsweise der Fall, wenn ein Portfoliomanager eine „Long“-Position in einer Unternehmensanleihe durch eine „Short“-Position in Kreditderivaten abgesichert hätte.

CDS-Varianten

Seit der Einführung von CDS im Finanzmarkt ist der Handel mit dieser Derivateform stark expandiert. Die Etablierung des CDS führte schließlich dazu, dass sich am Markt weitere CDS-Produkte gebildet haben. Es werden im folgenden Abschnitt CDS-Produkte vorgestellt, die besonders häufig in der Praxis Anwendung finden.

Single-name-CDS

Die einfachste und am häufigsten gehandelte Form von CDS ist der Single-name-CDS.²¹ Ein CDS wird als Single-name-CDS bezeichnet, wenn ihm nur ein Basisinstrument zugrunde liegt. Ein Single-name-CDS stellt einen bilateralen Finanzkontrakt dar, bei dem der Verkäufer eine Ausgleichszahlung leistet, falls vor Ende einer festen vereinbarten Laufzeit des Vertrages ein Kreditereignis auftritt. Im Gegenzug leistet der Käufer periodische Prämienzahlungen an den Verkäufer, bis es zu einem Kreditereignis kommt, oder bis zur Fälligkeit des Vertrages.²² Diese werden marktüblich vierteljährlich gezahlt. Im Falle eines Kreditausfalls stoppt der CDS-Käufer die Prämienzahlung und erhält vom CDS-Verkäufer eine Einmalzahlung als Kompensation.

Single-name-CDS können unabhängig vom zugrunde liegenden Instrument gehandelt werden. Das bedeutet, dass ein CDS-Käufer nicht unbedingt das Basisinstrument bei Vertragsabschluss in Besitz halten muss. Dies hat vor allem Konsequenzen bei der physischen Abwicklung im Falle eines Kreditereignisses. Ist der Vertrag auf keinen speziellen Titel abgeschlossen, kann der CDS-Käufer die am Markt günstigste Referenzanleihe erstehen und erhält dennoch den Nennwert ausgezahlt. Umgekehrt könnte der CDS-Verkäufer darauf spekulieren, dass sich der Wert der Referenzanleihe nach einem Ausfall stabilisiert.

Index Credit Default Swaps

Ein Index Credit Default Swap ist ein CDS, der aus einzelnen Single-name-CDS mit standardisierten Konditionen und ausgewählten Referenzschuldern zusammengesetzt wird. CDS-Indizes wurden ent-

wickelt, um eine bessere Liquidität, Transparenz und Diversifikation im CDS-Markt zu erreichen. Der in Europa führende CDS-Index iTraxx Main basiert auf den 125 liquidesten Referenzschuldern für CDS. Der Index wird zweimal jährlich neu zusammengestellt und jeweils mit Laufzeiten von drei, fünf, sieben und zehn Jahren aufgelegt. Einer der größten Vorteile beim Handel mit Index-CDS ist die günstige Geld/Brief-Spanne. Es fallen beim Handel geringe Transaktionskosten an und die Marktteilnehmer können gleichzeitig in ein breit diversifiziertes Kreditportfolio investieren. Es gibt ferner noch die Indizes iTraxx HiVol und iTraxx Crossover. Der HiVol ist ein Sub-Index vom iTraxx Main und beinhaltet die Unternehmen mit dem höchsten Spread. Der iTraxx Crossover besteht aus 50 Unternehmen zusammengesetzt aus Sub-Investment-Grade-Titeln. Um eine Begriffskonfusion zu vermeiden, sei erwähnt, dass ein Index-CDS auch als Multi-name-CDS bezeichnet wird, da mehr als nur ein Single-name-CDS involviert ist.

Zusammenfassung

Mit der Einführung von Kreditderivaten ist ein Markt entstanden, welcher gemessen an anderen Produkten ein beträchtliches Wachstum erfahren und dabei sein Wachstumspotential noch lange nicht ausgeschöpft hat. Hauptantreiber dieses Anstieges sind neben Single-name-CDS die Index-CDS. Insbesondere während der ABS-Krise im Sommer 2007 boten sie den Investoren eine kostengünstige Alternative, Kreditportfolien gegen steigende Spreads abzusichern.

Das Wachstum ist bei Betrachtung dieser Entwicklung nicht ganz unbegründet. Es ist ein flexibles Instrument zur Ertrags- und Risikostreuung entstanden, welches für eine breite Anzahl von Interessenten zugänglich ist. Dabei bieten Kreditderivate jedem Marktteilnehmer die genau auf dessen Wünsche zugeschnittenen Funktionalitäten. Neben dem Absicherungsgedanken spielt auch der profitable Handel eine zunehmend wachsende Rolle. Laut einer aktuellen Umfrage von Fitch Ratings geht der Trend verstärkt dahin, Kreditderivate vermehrt für Handelsgeschäfte zu nutzen.

Gegenüber der Beliebtheit und Euphorie bezüglich Kreditderivaten bleibt dennoch eine nicht ganz unbegründete Skepsis bestehen. Der Trend Spekulation statt Sicherung macht Kreditderivate zu einem begehrten Objekt. Tiefstände von Kreditereignissen sorgen für einen vermehrten Verkauf von Sicherung. Kommt es verstärkt zu Ausfällen, stehen Forderungen gegenüber nicht einkalkulierten Verbindlichkeiten gegenüber. Tritt dies in einem ungünstigen Marktumfeld ein, wäre ein Kettenreaktionsszenario denkbar, das wiederum zu weiteren Ausfällen führen könnte ähnlich der New Economy-Krise zur Jahrtausendwende in den USA. Die Korrektur im Sommer 2007 an den Kreditmärkten hat jedoch gezeigt, dass die meisten Marktteilnehmer Kreditderivate vertrauenswürdig einsetzen. Darüber dürfen auch wenige negative Beispiele, wie z.B. der Zusammenbruch der Bear Stearn Hedge Fonds, nicht hinweg täuschen. Das Thema Kreditderivate wird die Finanzmärkte noch weiter beschäftigen. Warnende Aussagen geben Anlass, diese neuen Instrumente stärker aus dem Risikoblickwinkel zu betrachten. Mit zunehmend innovativen Produkten und einer steigenden Basis von Marktteilnehmern bleiben Themen wie fehlende Transparenz oder Regulierungen weitere Kernpunkte für Diskussion und Analysen.

Verfasser: Cem Cayci
Tel.: 069 / 50606 - 236
Holger Mertens
Tel.: 069 / 50606 - 233
Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 141

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

¹Vgl. Horat R. (2003): Kreditderivate, in: Der Schweizer Treuhändler, 11/03, S. 696

²Vgl. Kothari V. (o. J.): Vinad Korhari's credit derivatives website, <http://www.credit-deriv.com/creprime.htm>, 25.02.2007

³Vgl. Jonsson J. / Gallo A. (2006): S. 5

⁴Vgl. Choudhry M. (2006): The Credit Default Swaps Basis, New York, S. 2; Die ISDA ist eine Handelsorganisation der Teilnehmer am Markt für OTC-Derivate, dessen Ziel die Gewährleistung eines effizienten und reibungslosen Handels von Derivaten zwischen Marktteilnehmern ist.

⁵Vgl. Packer, F./Zhu, H. (2005): Vertragsbedingungen u. Preisfindung bei Credit Default Swaps, in: BIZ-Quartalsbericht, 03/2005, S. 99 ff.

⁶Vgl. Moore, P. (2003): The Credit Guide to Credit Default Swaps, West Sussex, 2003, S. 15

⁷Vgl. Goulden, J. / Muench, D. / Doctor, S. (2006): Credit Derivatives Handbook, in: JPMorgan Credit Derivatives Research, 12/2006, S. 9

⁸Vgl. o. V. (2003): Credit Derivatives, in: Dresdner Kleinwort Wasserstein Research, 03/2003, S. 5

⁹Vgl. Peterson, M. (2006): Credit derivative and structured credit – Essentials, in: Creditflux, London, 06/2006, S. 20

¹⁰Vgl. Francis, C. (2003): CDS Physical Settlement, in: Merrill Lynch Global Securities Research, London, 12/2003, S. 3

¹¹Vgl. o. V. (o. J.): Measuring and Managing Credit Risk – Understanding the EDF Credit Measure for Public Firms, <http://www.moodyskmv.com/research/files/EDFprimer.ppt>, 13.03.2007

¹²Vgl. o. V. (2004), Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt, in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht Dezember 2004, 12/2004, S. 48

¹³Vgl. Turner, M./Teklos, P (2007): Credit Default Swaps – The invisible hand: Citigroups Credit Derivatives Research, 02/2007, S. 3

¹⁴Vgl. o. V. (2004), Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt, in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht Dezember 2004, (o. O.), 12/2004, S. 47

¹⁵Vgl. Goulden, J. / Muench, D. / Doctor, S. (2006): S. 4

¹⁶Die iTraxx-Indizes werden von der International Index Company (IIC) verwaltet. Letztere wurde 2001 von führenden Banken wie UBS, HSBC etc. gegründet, welche auch entsprechend Anteile an IIC halten.

¹⁷Vgl. O'Kane, D. / Naidi, M./ Ganapati, S. (2003): The Lehman Brothers Guide to Exotic Credit Derivatives, in: Lehmann Brother Derivatives Guide., S. 19

¹⁸Vgl. o.V. (2004): Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 01.12.04, S. 44

¹⁹Vgl. Factor S.(o. J.): Credit Default Swaps and Trade: a Useful Tool for Distributing Risk, http://www.jpmmorgan.com/cm/ContentServer?c=TS_Content&pagename=jpmorgan%2Fts%2Fts_Content%2FGeneral&cid=1136555202065, 02.03.2007

²⁰Vgl. Choudhry, M. (2006): S. 10 ff.

²¹Vgl. o. V. (2004): Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt, in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht Dezember 2004, (o. O.), 12/2004, S. 44

²²Vgl. o. V. (2006), Bewertung von Basket Default Swaps, http://www.itwm.fraunhofer.de/index.php?abt=fm/projects/Basket_Default_Swaps&inc=basket_default

www.itwm.fraunhofer.de/index.php?abt=fm/projects/Basket_Default_Swaps&inc=basket_default

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund August 2006

„Rentenindizes – Das unbekannte Wesen“

Investment Perspektive II/2006

„Kunst als Asset Klasse – Sweet Dreams Are Made of This“

Investment Perspektive III/2006

„Hybridantrieb – viel Hype um nichts?“

Hintergrund November 2006

„Durationmanagement im Rahmen von Absolute Return-Konzepten – das Lazard Durationsmodell“

Investment Perspektive IV/2006

„CO₂-Handel- vom Umweltsch(m)utz profitieren“

Hintergrund Januar 2007

„Der Zusammenhang zwischen Konjunkturzyklen und Assetklassen“

Investment Perspektive I/2007

„Mikrokredite und Mikrofinanz-The Future is Now“

Investment Perspektive II/2007

„Islamic Banking und Sharia-Investments“

Standpunkt April 2007

„Der Charme von Dividendenstrategien in schwierigen Aktienmärkten - Lazard World Dividend Equity Strategy“

Hintergrund Juni 2007

„Die Portable Alpha-Revolution – Wer trägt was warum wohin?“

Investment Perspektive Juli 2007

„Hochhäuser und Konjunkturzyklen – Up, Up to the Sky!!“

Investment Perspektive IV/2007

„Wasserinvestments- die wahren Blue Chips“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29