



Ihre Werte. Unser Antrieb.



ampegaGerling

# Credit Default Swaps – Aktuelle Entwicklungen und Einsatzmöglichkeiten im Investmentfondsmanagement

Köln, 8. Juni 2009

Ein Unternehmen der Talanx



## Credit Default Swaps

### Zitate

**„Credit Default Swaps, die  
Massenvernichtungswaffe der Finanzindustrie.“**

***Warren Buffet, 2007***

## Credit Default Swaps

### Zitate

**„Eine der bedeutenden neueren Erfindungen auf dem Finanzmarkt war der Credit Default Swap.“**

***Alan Greenspan, 2007***

## Gliederung

1. Definitionen und Begriffsklärungen
  - 1.1 Definition Kreditrisiko und Creditspread
  - 1.2 Definition Kreditderivate
  - 1.3 Definition Credit Default Swap
  - 1.4 Funktion Credit Default Swap
  - 1.5 Definition Kreditereignis
  - 1.6 Konstruktion
  - 1.7 Zahlungsstruktur
  - 1.8 Bewertung
  - 1.9 Transaktionsrisiken
  - 1.10 Marktentwicklung

## Gliederung

- 2. Einsatzmöglichkeiten in Investmentfonds
  - 2.1 Hedging von Einzeltitelrisiken
  - 2.2 Hedging von Creditportfolios via iTraxx
  - 2.2 Negative (Positive) Basistrades
  - 2.3 Relative Value Trades
  - 2.4 Credit Curve Trades



## Gliederung

### 3. Aktuelle Entwicklungen

3.1 Die Finanzmarktkrise 2008 und ihre Folgen

3.2 Lösungsansätze

3.2 „Big Bang Protocol 2009“

3.4 Zusammenfassung und Ausblick

Ihre Werte. Unser Antrieb.



ampegaGerling

## Definitionen und Begriffsklärungen

Ein Unternehmen der Talanx

## 1. Definitionen und Begriffsklärungen

1.1 Definition Kreditrisiko und Creditspread

1.2 Definition Kreditderivate

1.3 Definition Credit Default Swap

1.4 Funktion Credit Default Swap

1.5 Definition Kreditereignis

1.6 Konstruktion

1.7 Zahlungsstruktur

1.8 Bewertung

1.9 Transaktionsrisiken

1.10 Marktentwicklung



## 1.1 Definition Kreditrisiko

Das Kreditrisiko ergibt sich aus der Möglichkeit, dass die Gegenpartei einer Transaktion unfähig oder nicht willens ist, ihre Verpflichtungen zu erfüllen und ein finanzieller Schaden entsteht.

Das Bonitätsrisiko umfasst die Zahlungsfähigkeit und -willigkeit eines Gläubigers und unterscheidet das Ausfallrisiko und das Bonitätsänderungsrisiko. Ein Verlust kann durch ein Kreditereignis (Credit Event, Default) oder eine realisierte bzw. von dem Kapitalmarkt zu erwartende Bonitätsverschlechterung des Kreditnehmers entstehen.

Eine gesunkene Kreditwürdigkeit resultiert aus der Erwartung einer höheren Ausfallwahrscheinlichkeit und/oder einer gestiegenen Ausfallhöhe im Falle eines Defaults. Die negative Veränderung der Bonität führt zu einer Erhöhung des Risikozuschlags. Die Ausweitung der Zinsdifferenz zwischen einer risikobehafteten und risikofreien Position wird Spreadrisiko genannt.

## 1.1 Definition Creditspread

Der Creditspread (synonym: *Renditeaufschlag*, *-differenz* oder *Risikoprämie*) bezeichnet denjenigen Aufschlag, der für ein risikobehaftetes Papier gegenüber einer laufzeitengleichen, risikolosen Referenzanleihe bezahlt werden muss.

Je nach Betrachtungsweise werden Staatsanleihen oder Swapsätze als risikolos angesehen, daher muss das Referenzpapier bei der Bezeichnung des Spreads grundsätzlich mit genannt werden.

Beispielsweise fordert der Anleger für das Ausfallrisiko einer Unternehmensanleihe eine zusätzliche Verzinsung in Form des Spreads. Der Zusammenhang zwischen der Kreditqualität (also der Bonität) des emittierenden Unternehmens und dem Credit Spread ist i.d.R. unmittelbar miteinander verknüpft: Je schlechter die Kreditqualität (also bei schlechter Bonität und hoher Ausfallwahrscheinlichkeit) desto höher wird die Risikoprämie sein, die der Anleger fordert.

Desweiteren unterscheidet sich der Spread in Abhängigkeit der Laufzeit, Liquidität, vertraglichen Ausgestaltung des Papiers.

## 1.2 Definition Kreditderivate

Die Zahlungscharakteristik derivativer Kreditinstrumente ist von der Wertentwicklung einer risikobehafteten Kreditposition („Referenzaktivum“ oder „Underlying“) abhängig.

Kreditderivate basieren auf einem bilateralen standardisierten oder individuellen Finanzkontrakt, der es erlaubt, das Kreditrisiko zu separieren und von einer Partei zu einer anderen Partei zu transferieren. Sie lösen Kreditrisiken von dem ursprünglichen Finanzierungsvorgang ab und übertragen dieses Risiko auf andere Marktteilnehmer.

Kreditderivate umfassen Instrumente wie Credit Default Swaps (CDS), Index-basierte Produkte (z.B. iTraxx), Basket Produkte, Credit Linked Notes (CLN), Credit Spread Optionen, sowie Indexprodukte und synthetische Collateralized Debt Obligation (CDO).

Der CDS hat sich dabei als dominierendes Produkt auf dem Markt für Kreditderivate etabliert.

## 1.3 Definition Credit Default Swap I

Ein CDS ist ein zeitlich begrenzter, bilateraler Vertrag zwischen zwei Parteien, der die Übertragung eines definierten Kreditrisikos vom Sicherungsgeber (Protection Seller) auf den Sicherungsnehmer (Protection Buyer) festlegt.

Der Sicherungsnehmer (Käufer des Schutzes) zahlt eine Prämie (Fixed Payment, Fee Leg, Spread) für die Absicherung gegen das Risiko eines Zahlungsausfalls bzgl. eines vereinbarten Referenzschuldners (Reference-Entity).

Der Sicherungsgeber (Verkäufer des Schutzes) übernimmt das Risiko für den Referenzschuldner. Im Falle eines Kreditereignisses (Credit Event oder Default) zahlt der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer einen Ausgleichsbetrag (Floating Payment, Contingent Leg).

Die Höhe der Ausgleichzahlung und weitere Anforderungen des Ausgleichs richten sich nach der vereinbarten Ausgleichsmethode.

## 1.3 Definition Credit Default Swap II

Bei Kauf einer Unternehmensanleihe oder Vergabe eines Kredits geht der Investor bzw. Kreditgeber ein Kreditrisiko ein (Long Credit Position).

Eine Long Position in der Sprache der Kreditderivate bedeutet Sicherungsnehmer zu sein. Umgekehrt entspricht die Short Position bei einer Unternehmensanleihe der Long Position eines CDS.

- Long CDS = Protection Buyer = Short Corporate Bond = Sicherungsnehmer
- Short CDS = Protection Seller = Long Corporate Bond = Sicherungsgeber

## 1.4 Funktion Credit Default Swap

Der CDS transferiert das Kreditrisiko von einem auf einen anderen Kontraktpartner. Ein wesentlicher Vorteil besteht in der Entkopplung der Kreditvergabe durch den Kreditgeber und der Übernahme des Kreditrisikos. Der CDS separiert den Preis für das Kreditrisiko von anderen Einflussfaktoren, d.h. Kredit- und Marktpreisrisiken werden getrennt. Der Wert des CDS reflektiert ausschließlich die Kreditqualität des Referenzunternehmens. Der Preis der Unternehmensanleihe wird dagegen u. a. von dem Zinsänderungs- und Kreditrisiko beeinflusst.

Der CDS-Handel ist unabhängig von dem Eigentum des Basisinstruments; d.h. der Risikoverkäufer muss die Referenzverbindlichkeit nicht besitzen, um sie zu verkaufen. Zudem ist die Höhe der Ausgleichzahlung unabhängig von dem tatsächlichen Schaden, den ein Sicherungsnehmer erleidet.

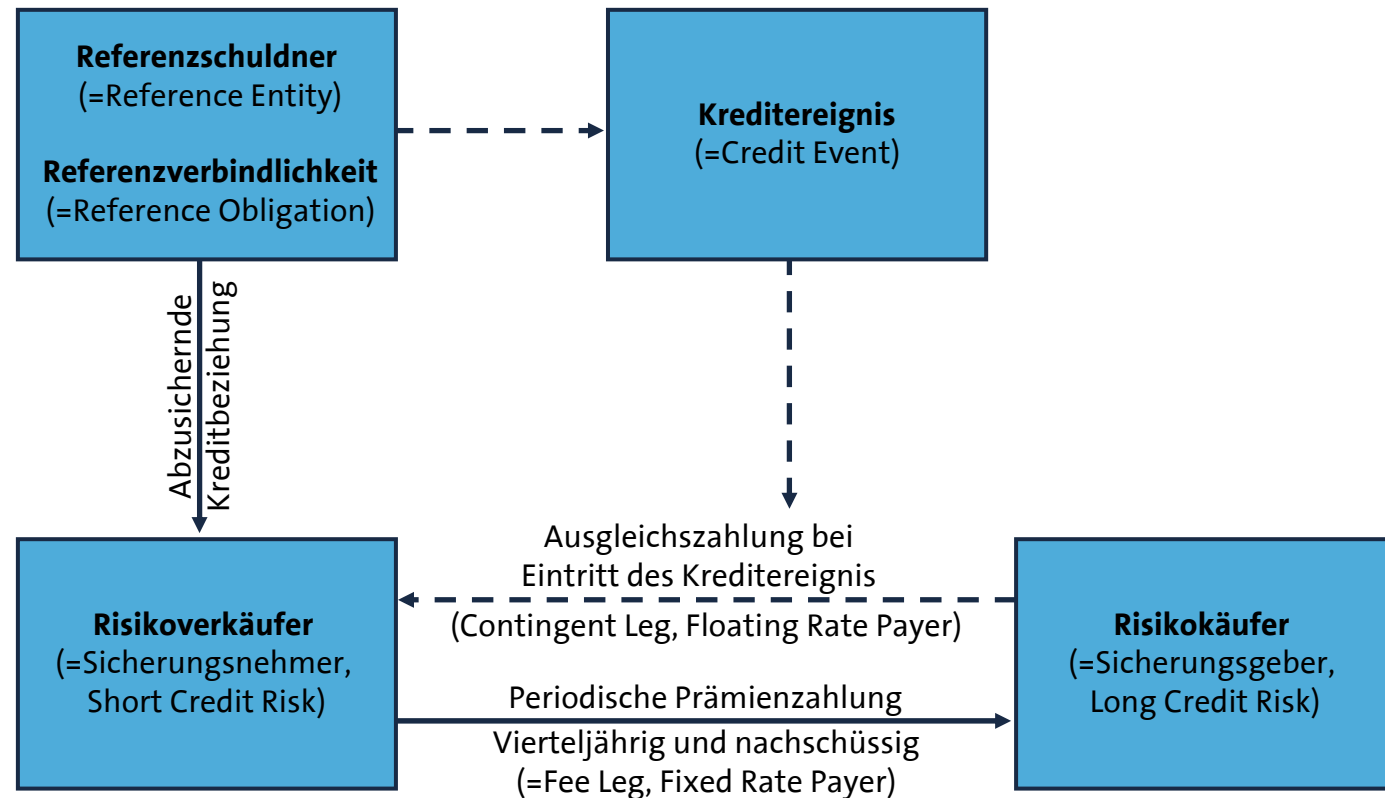
Das starke Wachstum des CDS-Handelsvolumens in den letzten Jahren hat zu einer höheren Liquidität geführt. Der Handel und die Bewertung der Kreditrisiken von einer Vielzahl von Marktteilnehmern haben die Transparenz und die Qualität der Preisbildung deutlich verbessert. Aufgrund der effizienten Preisfeststellung haben CDS die Preisführerschaft im Vergleich zu Unternehmensanleihen eingenommen (vgl. Bundfuture im Zinsmarkt).

Ein Unternehmen der Talanx

## 1.5 Definition Kreditereignis (ISDA 2003)

1. Bankruptcy – Insolvenz
2. Obligation Acceleration – Drittverzugs Klausel
3. Failure to Pay – Nichtzahlung
4. Repudiation/Moratorium – Nichtanerkennung/Zahlungseinstellung
5. Obligation Default – Verbindlichkeitsverzug
6. Restructuring – Restrukturierung

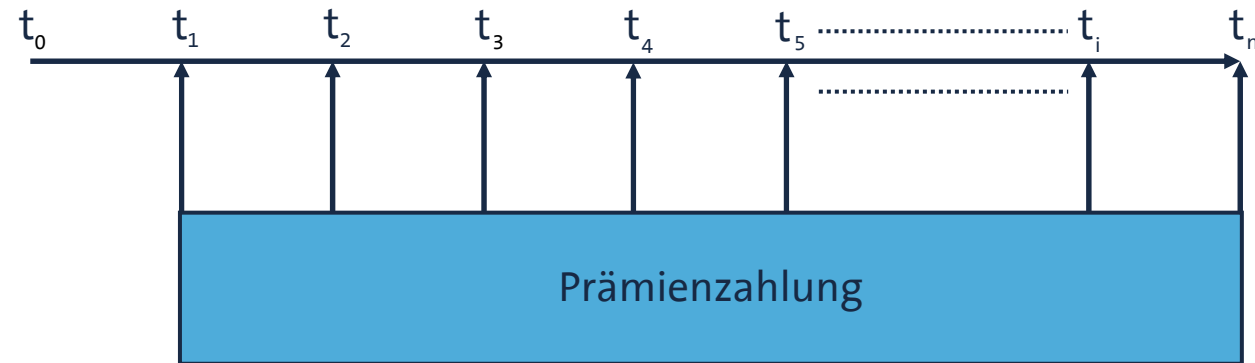
## 1.6 Konstruktion



Ein Unternehmen der Talanx

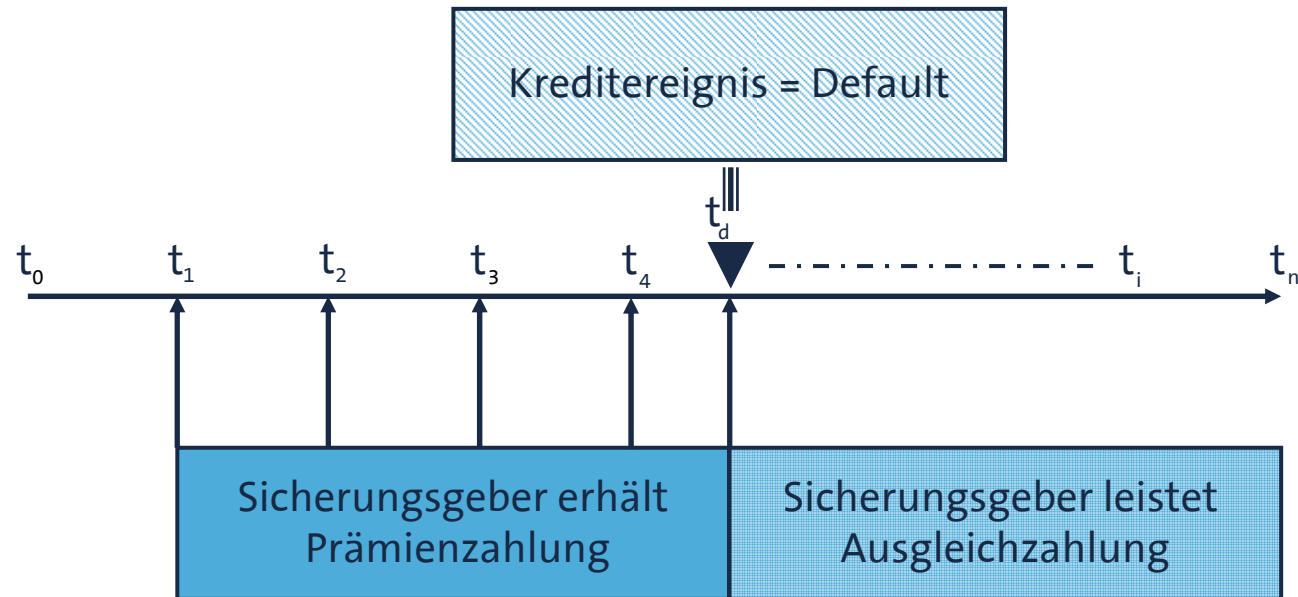


## 1.7 Zahlungsstruktur (ohne Credit Event)



Cash Flow des Sicherungsnehmers (Fee Leg) ohne Kreditereignis

## 1.7 Zahlungsstruktur (mit Credit Event)



Cash Flow des Sicherungsnehmers (Fee Leg) mit Kreditereignis

## 1.7 Zahlungsstruktur

### Ausgleichszahlung bei Credit Event/ Procedere gemäß ISDA 2003

1. Kreditereignismitteilung (credit event notice)
2. Notiz über öffentliche Informationen (notice of publicly available information)
3. Erklärung der Inanspruchnahme (notice of physical settlement)
4. Physische Lieferung (physical settlement) oder Barausgleichszahlung (cash settlement)

## 1.7 Zahlungsstruktur

### Glattstellung vor Ende der Laufzeit

#### 1. Vorzeitige Auflösung mit dem ursprünglichen Kontrahenten

Die vorzeitige Auflösung (Termination) der Transaktion ist die eleganteste Form, erfordert aber die Zustimmung des Kontrahenten. Der Investor erhält (*zahlt*) den aktuellen Mark-To-Market Wert als Termination Fee von dem (*an den*) Vertragspartner des bestehenden CDS, indem zukünftige Prämienzahlungsunterschiede diskontiert und mit der Ausfallwahrscheinlichkeit und dem Nominalvolumen multipliziert werden.

#### 2. Übertragung auf einen dritten Kontrahenten

Die Übertragung bedarf der Zustimmung des ursprünglichen Kontrahenten und weist für den Investor vergleichbare Vorteile wie die vorzeitige Auflösung auf.

#### 3. Aufbau einer ausgleichenden Position

Eine Alternative ist der Aufbau einer ausgleichenden Long oder Short Position (Offsetting Position) zu der bestehenden Positionierung. Die verbleibende Position wird Seasoned Default Swap genannt.

Ein Unternehmen der Talanx

## 1.8 Bewertung I

Ein CDS setzt sich mathematisch betrachtet aus zwei Zahlungsströmen zusammen.

Der Sicherungsnehmer zahlt eine periodische Prämie (Fee Leg) bis zur vertraglich definierten Endfälligkeit oder bis zum Eintritt eines Kreditereignisses.

$$PV_1 = \sum_{i=1}^n N * S_{CDS} * \Delta i * DF_i * p_{surv}(i) = N * S_{CDS} * \sum_{i=1}^n \Delta i * DF_i * p_{surv}(i)$$

$$PV_2 = N * S_{CDS} * \sum_{i=1}^n \frac{\Delta i}{2} * DF_{\left[\frac{t_{i-1}+t_i}{2}\right]} * ((p_{surv}(i-1)) - p_{surv}(i))$$

Im Falle eines Credit Events leistet der Sicherungsgeber eine Ausgleichzahlung (Contingent Leg).

$$PV_{cont} = N * (1 - R) * \sum_{i=1}^n DF_{\left[\frac{t_{i-1}+t_i}{2}\right]} * (p_{surv}(i-1) - p_{surv}(i))$$

## 1.8 Bewertung II

### Fair Value

Ein CDS wird als „fair“ für die entsprechende Laufzeit definiert, wenn der Wert gleich Null ist.

$$PV_{fee} - PV_{cont} = 0$$

Bei Abschluss eines CDS wird die Prämie üblicherweise in der Höhe festgelegt, dass das Geschäft „fair“ ist.

Der „faire“ Spread ergibt sich demnach zu

$$S_{CDS}^{fair} = \frac{(1-R) * \sum_{i=1}^n DF_{\left[\frac{t_{i-1}+t_i}{2}\right]} * ((p_{surv}(i-1)) - p_{surv}(i))}{\sum_{i=1}^n \Delta i * DF_i * p_{surv}(i) + \sum_{i=1}^n \frac{\Delta i}{2} * DF_{\left[\frac{t_{i-1}+t_i}{2}\right]} * ((p_{surv}(i-1)) - p_{surv}(i))}$$

Er wird i. d. R. ausgedrückt in Basispunkten über Swapsätzen.



## 1.8 Bewertung III

### Bewertungsmodelle

Das „richtige“ und von allen Marktteilnehmern verwendete Standardbewertungsmodell für CDS gibt es nicht, da verschiedene individuell modifizierte Modelle verwendet werden, die vielfach auf einem Arbitrage-Ansatz basieren.

Die Preisstellung wird darüber hinaus von der jeweils aktuellen Marktliquidität und von dem Kundentyp sowie der Kundenbeziehung beeinflusst. Endinvestoren und Händler erhalten jeweils unterschiedliche Quotierungen.

Zudem wird die Preisstellung nicht zuletzt von der gegebenen und gewünschten Positionierung des quotierenden Händlers sowie von den Möglichkeiten der Absicherung der spezifischen Position beeinflusst. Vorgaben des Risikomanagements hinsichtlich Risikotragfähigkeit und unternehmensintern gewünschter Positionierung sind weitere Einflussfaktoren der Preisstellung.

## 1.8 Bewertung III

### Beispiele

Screen Printed

Source	CDX/ITRX	Name	ITRX EUR.10	CDS Contributor	CBIN	CDS/Equity Monitor			
1) Save Default Settings		2) Export To Excel		Abs	Equity	Real-Time Pct			
Reference Name	↓	Dbt	Ccy	5Yr CDS	Abs Chg	Ccy	RT Price	Pct Chg	Div
3) AXA SA		SNR	EUR	125.0	-2.06	EUR	14.77	+2.96%	No
4) Accor SA		SNR	EUR	129.5	+2.18	EUR	30.51	-0.46%	No
5) Aegon NV		SNR	EUR	245.0	-3.59	EUR	4.88	+3.86%	No
6) Akzo Nobel NV		SNR	EUR	84.2	-4.07	EUR	33.21	+0.45%	No
7) Allianz SE		SNR	EUR	80.0	-3.64	EUR	71.11	+0.06%	No
8) ArcelorMittal Finance SCA		SNR	EUR	511.7	-11.18	EUR	25.03	+4.38%	No
9) Assicurazioni Generali SpA		SNR	EUR	82.3	-0.35	EUR	16.00	+1.39%	No
10) Aviva PLC		SNR	EUR	200.0	-0.67	GBP	352.00	+1.51%	No
11) BASF SE		SNR	EUR	79.0	-3.09	EUR	31.91	+1.40%	No
12) BNP Paribas		SNR	EUR	64.7	+2.10	EUR	48.10	+1.15%	Yes
13) BP PLC		SNR	EUR	42.6	+1.86	GBP	522.75	-0.14%	No
14) Banca Monte dei Paschi di Siena SpA		SNR	EUR	80.2	+2.25	EUR	1.19	+0.42%	Yes
15) Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA		SNR	EUR	87.9	-0.58	EUR	8.57	+1.06%	No
16) Banco Espirito Santo SA		SNR	EUR	128.3	+1.11	EUR	3.84	-0.70%	No
17) Banco Santander SA		SNR	EUR	85.3	-0.11	EUR	7.75	+2.38%	No
18) Bank of Scotland PLC		SNR	EUR	159.0	+1.00	GBP	67.60	+0.75%	Yes
19) Barclays Bank PLC		SNR	EUR	141.0	+0.69	GBP	278.75	+4.79%	Yes
20) Bayer AG		SNR	EUR	59.9	-1.33	EUR	41.36	-1.52%	Yes
21) Bayerische Motoren Werke AG		SNR	EUR	149.2	-2.17	EUR	27.99	+3.25%	No
22) Bertelsmann AG		SNR	EUR	248.3	+0.55	EUR	N.A.		No
23) British American Tobacco PLC		SNR	EUR	78.1	-1.16	GBP	1695.00	+0.41%	Yes

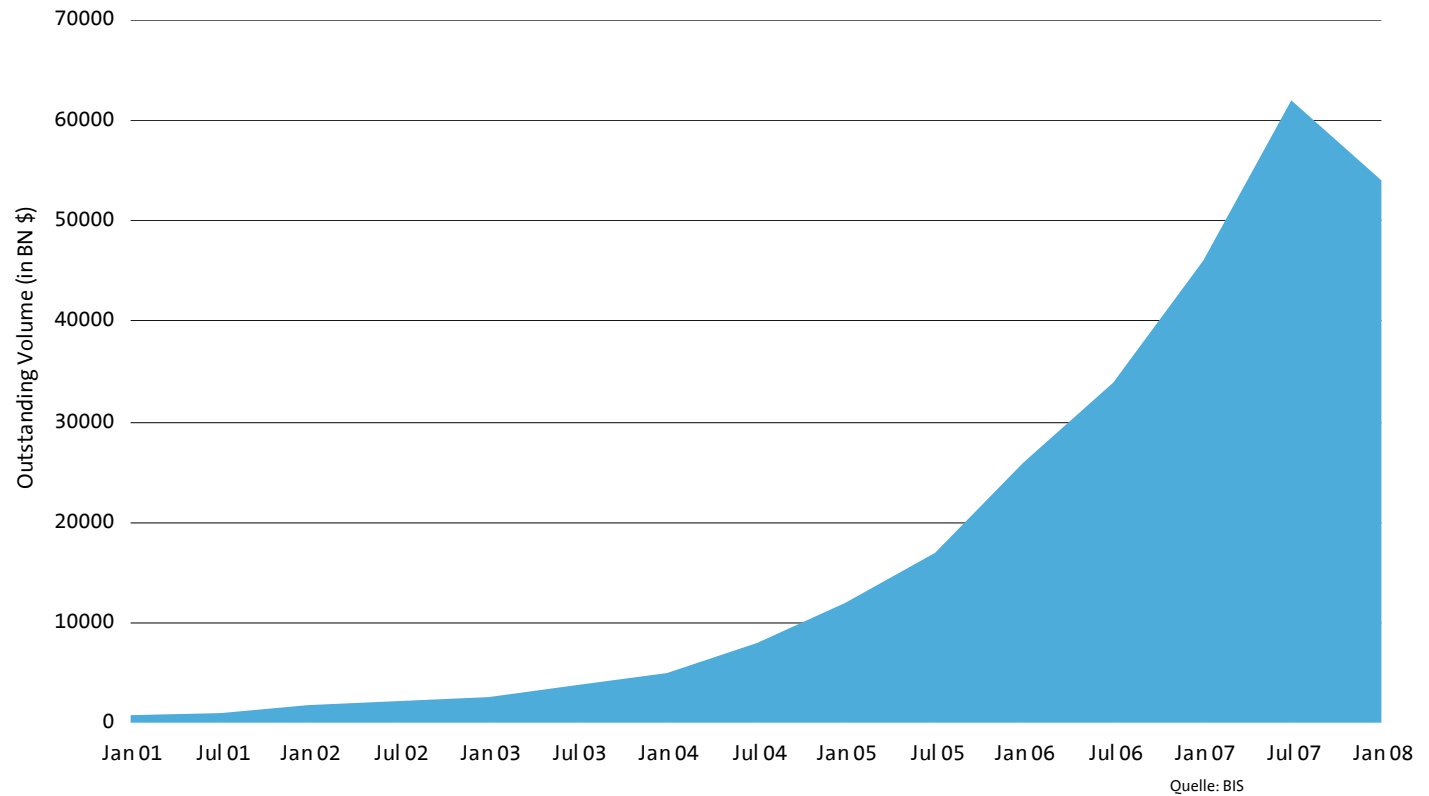
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P.  
 SN 174512 6421-912-9 05-Jun-2009 16:04:17



## 1.9 Transaktionsrisiken

1. Operationelle Risiken
2. Kontrahentenrisiko
3. Risiko asymmetrischer Informationsverteilung
4. Basisrisiko
5. Rechtsrisiko
6. Systematisches Risiko

## 1.10 Marktentwicklung Volumen Credit Default Swaps



Ein Unternehmen der Talanx

## 1.10 Marktentwicklung

### Marktteilnehmer

	Sicherungsnehmer				Sicherungsgeber			
	2000	2002	2004	2006	2000	2002	2004	2006
Banken	81%	73%	67%	59%	63%	55%	54%	44%
Hedgefonds	3%	12%	16%	28%	5%	5%	15%	32%
Pensionfonds	1%	1%	3%	2%	3%	2%	4%	4%
Unternehmen	6%	4%	3%	2%	3%	2%	2%	1%
Monoliner	7%	3%	2%	2%	23%	21%	10%	8%
Rückversicherungen			3%	2%			7%	4%
Versicherungen		3%	2%	2%		12%	3%	5%
Publikumsfonds	1%	2%	3%	2%	2%	3%	4%	3%
Verschiedene	1%	2%	1%	1%	1%	0%	1%	1%

Quelle: DZ Bank

Ein Unternehmen der Talanx

Ihre Werte. Unser Antrieb.



ampegaGerling

## Einsatzmöglichkeiten in Investmentfonds

Ein Unternehmen der Talanx



## 2. Einsatzmöglichkeiten in Investmentfonds

2.1 Hedging

2.2 Erweiterung des Anlagespektrums

2.3 Negative (Positive) Basistrades

2.4 Relative Value Trades

2.5 Credit Curve Trades

## 2.1 Hedging

Eine wesentliche Nutzung von CDS besteht in der Absicherung von Einzelrisiken. Ursache dieser Absicherung kann eine erwartete Verschlechterung der Kreditqualität oder der gewünschte Abbau von Risikokonzentration eines Kreditnehmers sein.

Zudem können Fonds bei dem simultanen Verkauf von Kreditrisiko mittels CDS und Zeichnung von zusätzlichem Neugeschäft das Bestandsvolumen mit einem Emittenten ausweiten, ohne festgelegte Risikolimits zu überschreiten. Die Ausschöpfung von Emittentenlimits in Bezug auf die Höhe der Kreditposition und deren zeitliche Befristung kann präzise gesteuert werden.

Im Gegensatz zu Kassageschäften, bei denen der Aufbau einer Short Position kaum möglich ist, erlauben CDS den effizienten und liquiden Aufbau der gewünschten Long oder Short Position, ohne die zugrunde liegenden Assets zu besitzen.

## 2.2 Erweiterung des Anlagespektrums

Mit CDS können Emittenten gehandelt werden, die nicht mit ausreichender Liquidität oder Vielfalt Anleihen ausstehen haben, um effizient gehandelt zu werden oder um die Kreditkurve eines Emittenten abzubilden. Das Investmentuniversum wird unabhängig vom Refinanzierungsbedarf der Unternehmen.

Die Einführung von CDS hat die Liquidität und Flexibilität in der Ausgestaltung von ausfallgefährdeten Investitionsmöglichkeiten deutlich gesteigert. Alternativen bei Emittenten, die keine oder nur illiquide Anleihen emittiert haben, können mittels CDS gehandelt werden. Die Kreditkurve einzelner Emittenten mit den Stützpunkten 3, 5, 7 und 10 Jahren erlaubt es, eine explizite Meinung hinsichtlich der Kurvenpositionierung umzusetzen.

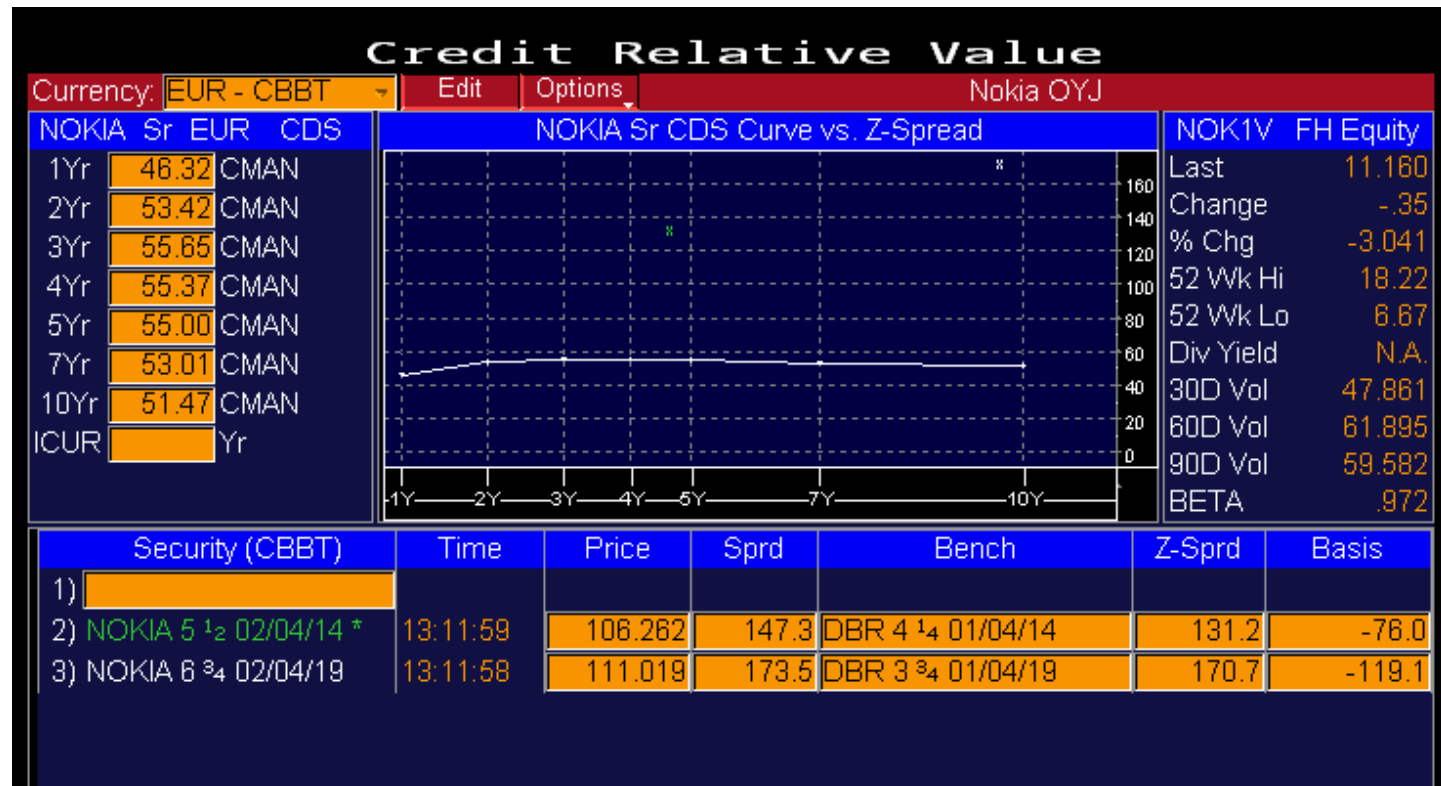
### **Beispiele:**

- keine ausstehenden Bonds: Adidas, Boots, Sainsbury
- illiquide Bonds: Nokia, Microsoft, Bosch



## 2.2 Erweiterung des Anlagespektrums

### Beispiel: Nokia





## 2.3 Negative (Positive) Basistrades

CDS gelten als zuverlässiger Vorlaufindikator für die Entwicklung der Risikoprämien im Markt für Unternehmensanleihen. Die Beziehung zwischen dem synthetischen und dem Kassa-Kreditmarkt wird über die Basis hergestellt.

Theoretisch müssen die Risikoprämien für unternehmensspezifische Ausfallrisiken bei Unternehmensanleihen und die CDS Prämien aufgrund der no Arbitrage-Beziehung der Kassamärkte und der synthetischen Kreditmärkte miteinander verknüpft und auf einem einheitlichen Niveau sein. In der Praxis weichen die Prämien für CDS und idiosynkratisches Risiko bei Unternehmensanleihen aus verschiedenen fundamentalen und marktbasieren Gründen voneinander ab.

Basis = Null:	CDS-Prämie = Bond-Prämie
Positive Basis:	CDS-Prämie > Bond-Prämie
Negative Basis:	CDS-Prämie < Prämie

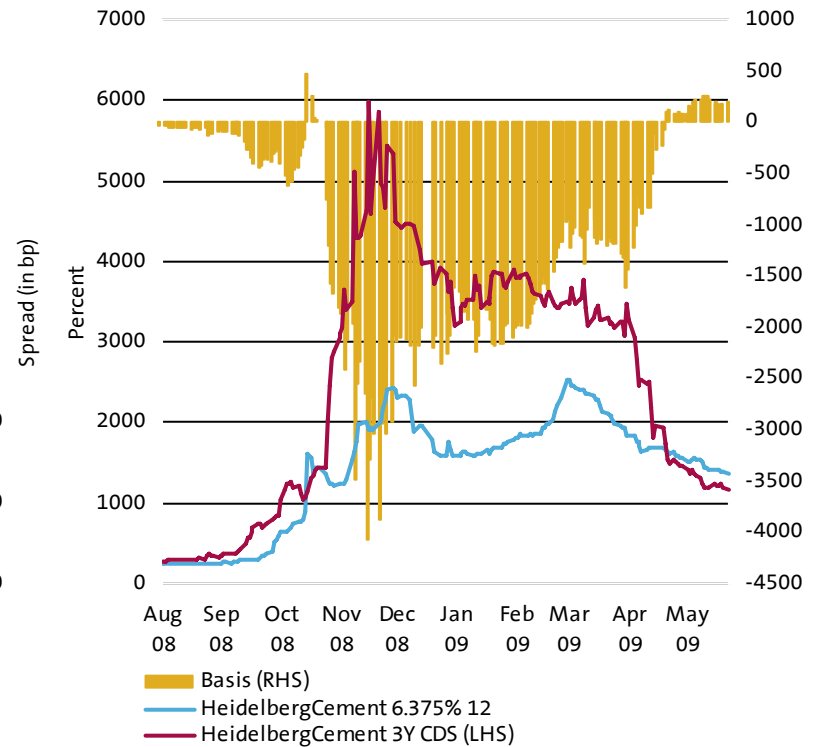
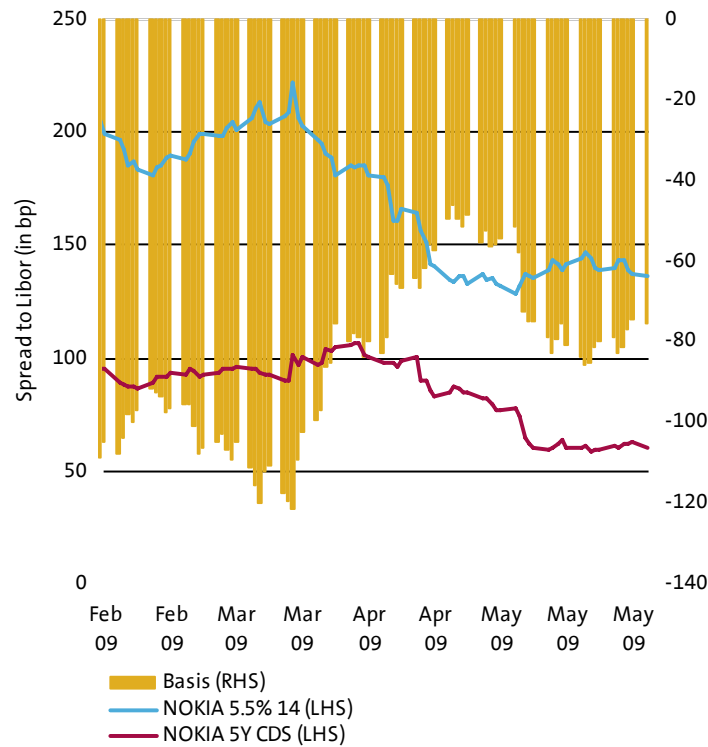
## 2.3 Negative Basistrades

### Funktion

Die Grundlage für einen Negative Basis Trade besteht in einem höheren Anleihe- als CDS Spread. Simultan wird der Kauf einer Unternehmensanleihe (Long Corporate Bond) und die Absicherung mittels CDS (Long CDS) abgeschlossen. Das Ausfallrisiko dieser Handelsstrategie wird nahezu ausgeschlossen.

Bei einem Positive Basis Trade ist der CDS Spread höher als der Anleihe-Spread. Die Strategie beinhaltet den gleichzeitigen Leerverkauf einer Anleihe, kombiniert mit dem Verkauf der Absicherung (Short CDS). Die Realisierung stellt im Vergleich zu dem Negative Basis Trade höhere Anforderungen. Die Leerverkaufsmöglichkeiten von Unternehmensanleihen sind in der Realität aufgrund der geringen Liquidität des Repo-Marktes nur eingeschränkt möglich. Zudem beinhaltet die Short CDS Position eine Optionalität hinsichtlich der Lieferung einer Anleihe im Falle eines Defaults.

## 2.3 Negative Basistrades Beispiel Nokia, HeidelbergCement



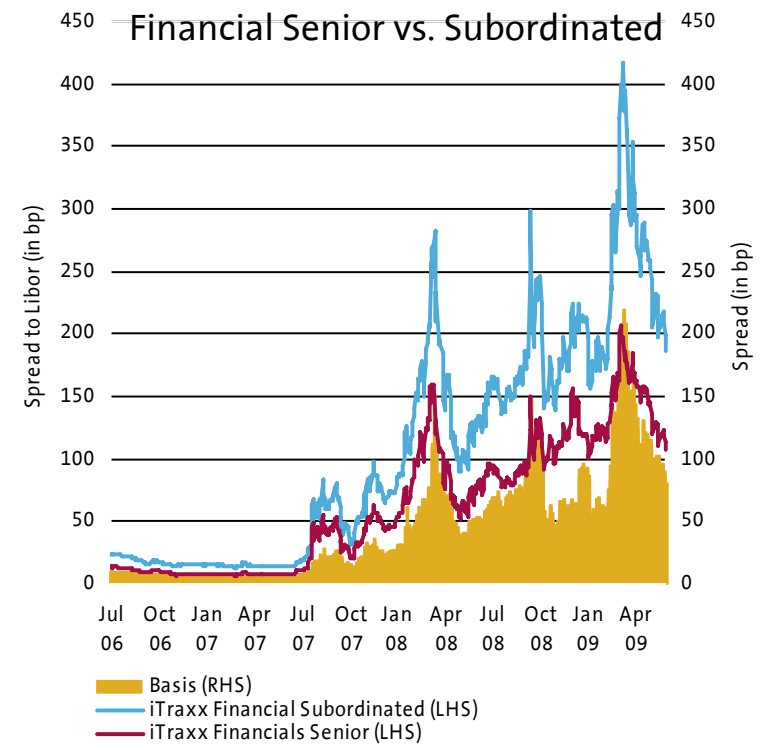
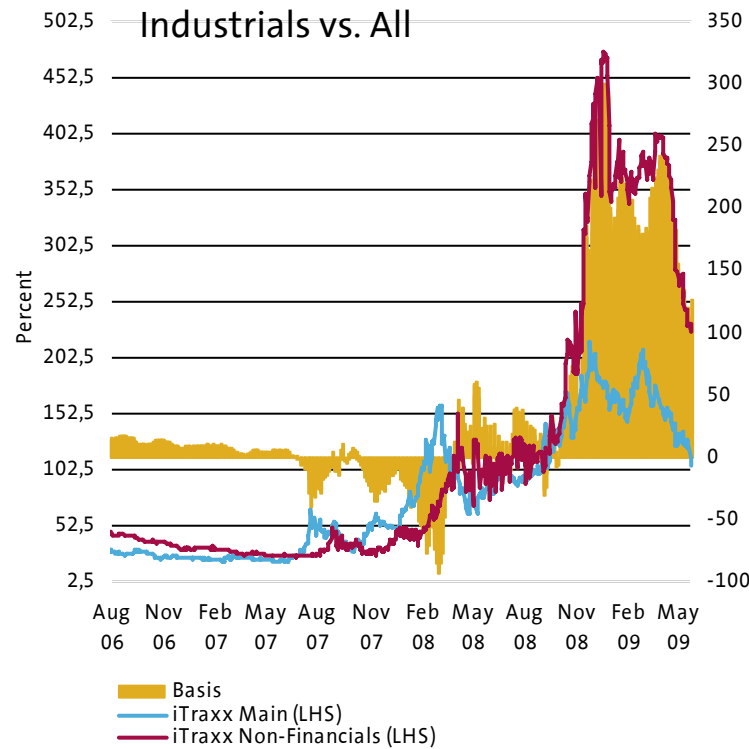
## 2.4 Relative Value Trades

Grundlegende Idee:

Implementierung einer fundamentalen Meinung bzgl. der zukünftigen relativen Spread-Performance zweier Namen, Sektoren oder Marktsegmente

- Einzeltitel vs. Einzeltitel (CDS oder Anleihen)
- Einzeltitel vs. Sektor (iTraxx Europe-Subindizes)
- Einzeltitel vs. Marktsegment (iTraxx Europe Benchmark, HiVol, Crossover)
- Sektor vs. Sektor (z.B. Financials vs. Non-Financials)
- Sektor vs. Marktsegment
- Marktsegment vs. Marktsegment

## 2.4 Relative Value Trades Beispiele



## 2.5 Credit Curve Trades

### Steepeners

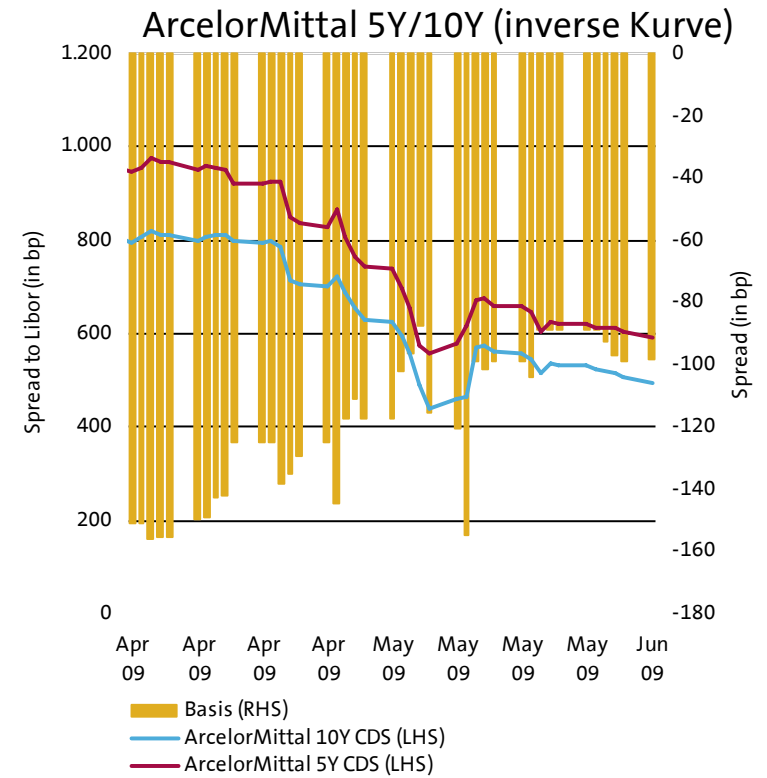
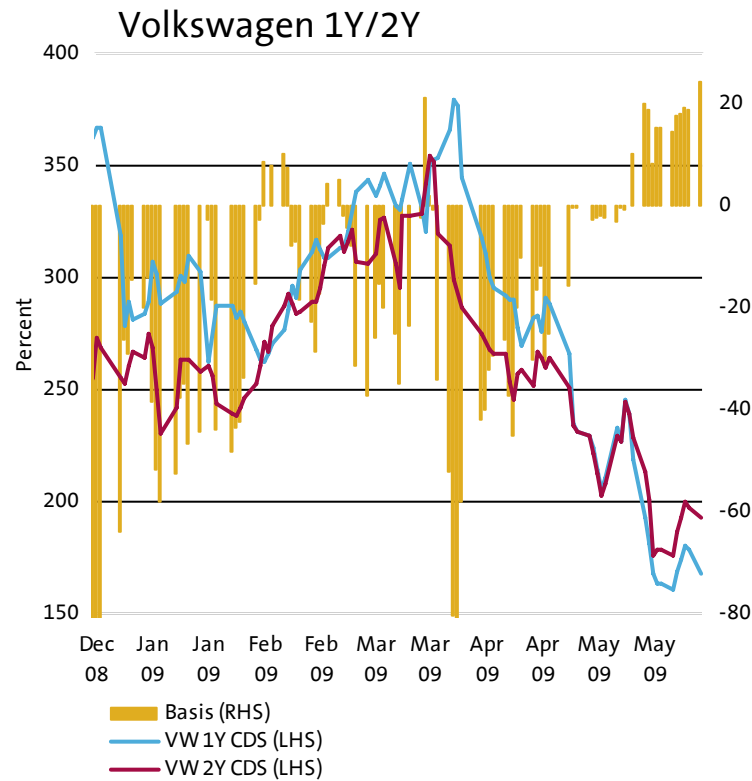
- Investor erwartet eine Versteilerung der Spreadkurve, d. h. eine Outperformance des kurzen Endes gegenüber dem langen Ende der Spreadkurve
- Geht häufig Hand in Hand mit einem zur Schwäche tendierenden Marktumfeld; zeigt häufig den Beginn einer allgemeinen Spreadausweitung an
- Kaufe Protection mit langer Laufzeit + Verkaufe Protection mit kurzer Laufzeit
- Typen: Bear Steepener (kurzes Ende engt sich ein), Bull Steepener (langes Ende weitet sich)
- Handelsstrategie profitiert üblicherweise von einem positiven Roll Down-Effekt (spricht für einen längeren Anlagehorizont)

## 2.5 Credit Curve Trades

### Flatteners

- Investor antizipiert eine Verflachung der Spreadkurve, d. h. eine Outperformance des langen Endes gegenüber dem kurzen Ende der Spreadkurve
- Oft begründet durch eine zu optimistische Marktmeinung
- Kaufe Protection mit kurzer Laufzeit + Verkaufe Protection mit langer Laufzeit
- Position leidet typischerweise unter einem negativen Roll Down-Effekt (kurzer Zeithorizont!)

## 2.5 Credit Curve Trades





Ihre Werte. Unser Antrieb.



ampegaGerling

## Aktuelle Entwicklungen und Ausblick

Ein Unternehmen der Talanx



## 3. Aktuelle Entwicklungen und Ausblick

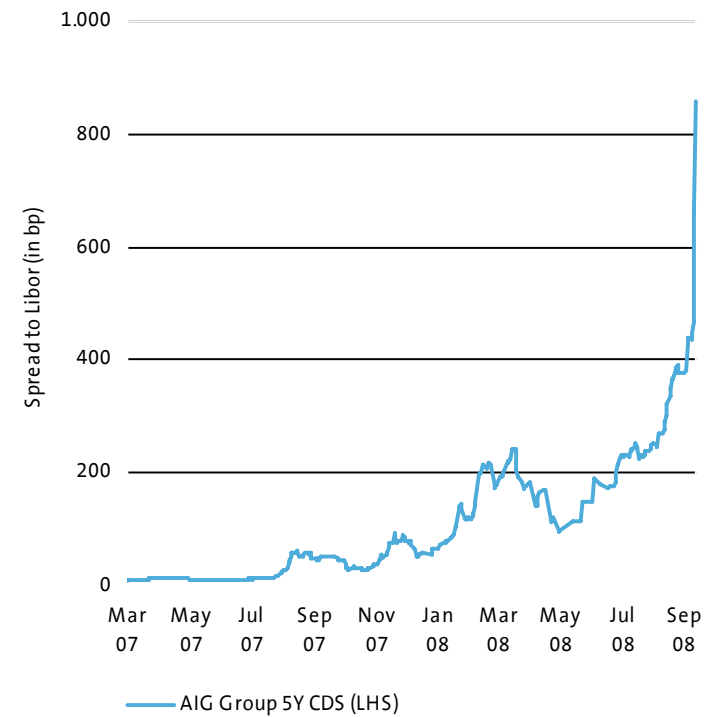
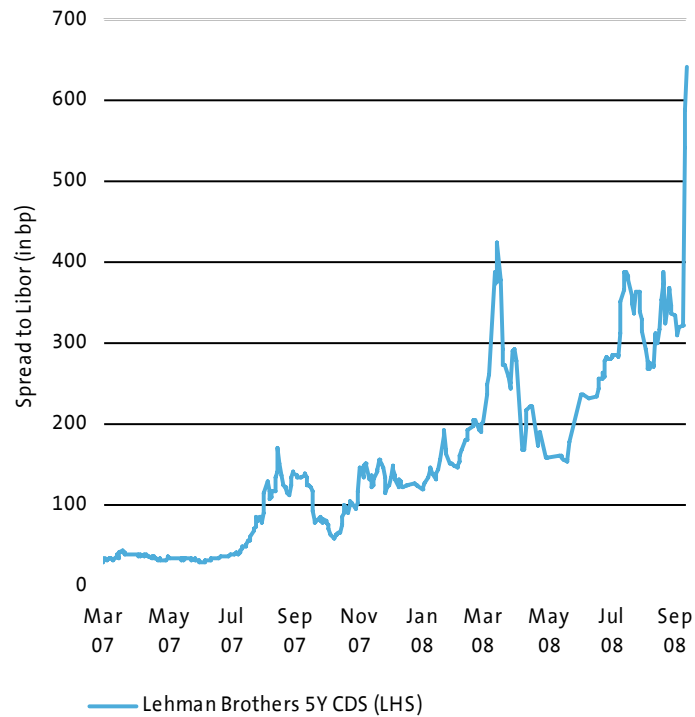
3.1 Die Finanzmarktkrise 2008 und ihre Folgen

3.2 Lösungsansätze

3.2 „Big Bang Protocol 2009“

3.4 Zusammenfassung und Ausblick

### 3.1 Die Finanzmarktkrise 2008 und ihre Folgen Ausweitungen der Risikoprämien, Beispiel: Lehman Bros. und AIG



## 3.1 Die Finanzmarktkrise und ihre Folgen

### Konsequenzen

Sehr häufig wird in letzter Zeit im Zusammenhang mit Credit Default Swaps der Terminus „Wette“ verwendet, im Sinne eines Glücksspiels, bei dem auf den Ausfall eines Unternehmens spekuliert wird.

Gleichzeitig wurde die relative Intransparenz des Marktes moniert, die sich aus der individuellen Produktausgestaltung und damit erschwerter marktweiter Datenerhebungen und Bewertungen ergibt.

Trotzdem wurden jüngst ungedeckte CDS Protection-Käufe in einem Atemzug mit den temporär untersagten Aktien-Short-Selling-Aktivitäten genannt. Aus unserer Sicht haben sich während der Krise in sehr vielen Fällen explosionsartig ausweitende CDS-Spreads als guter Frühindikator für anstehende Probleme erwiesen, die sich in der Folge tatsächlich herauskristallisierten.

## 3.2 Lösungsansätze

Will man durch gestreute Gerüchte unterfütterte, häufig von Hedge Funds initiierte „Self Fulfilling Prophecies“ verhindern, sollten diese Bemühungen bei den Initiatoren ansetzen, nicht jedoch am eingesetzten Instrument.

Im Raum standen unter anderem die Einführung einer oder mehrerer zentraler Gegenparteien bzw. sogar die Zwangs-Migration des CDS-Handels auf eine Börsenplattform sowie eine gesetzliche Zwangsregulierung des gesamten Marktes bis hin zum Verbot bestimmter Handelspositionen (ungedekte Protection-Käufe, analog zum temporären Short-Selling Verbot von Aktien).

Unter diesem Druck haben sich einige große Marktteilnehmer, gemeinsam mit ISDA und Mark-It im Zuge einer recht umfassenden „Selbstregulierung“ entschieden, das Produkt CDS stärker zu standardisieren um es so vor allem für das Clearing über zentrale Gegenparteien vorzubereiten.

### 3.3 „Big Bang Protocol 2009“

- Standardisierung der CDS-Kontrakte
- ISDA Determination Committee trifft bindende Entscheidungen
- „Hardwiring“ des Auktions-Mechanismus
- „Effective Date“ wird für alle ausstehenden CDS vereinheitlicht
- Fixkupons mit Upfront-Zahlungen
- „Restructuring“ entfällt als Credit Event
- „Senior Trades“ ohne Angabe einer Referenzobligation
- Geplante Einführung eines Central Clearinghouses

## 3.4 Zusammenfassung und Ausblick

Während die Vereinheitlichung der Kupons auf die Standardgrößen 100 und 500 Basispunkte zu einer Vereinfachung führt, kann die größere Vielfalt der CDS-Varianten zu einem erhöhten Kommunikationsbedarf und einem größeren operationalen Risiko führen.

Demgegenüber stehen jedoch die deutlichen Vorteile von CDS mit fixem Kupon und zusätzlicher Upfront-Zahlung aufgrund der einfacheren Handhabung beim Schließen bestehender CDS-Positionen als auch beim Einsatz als Absicherungsinstrument („Offsetting“ / „Hedging“).

Diese Standardisierungsbestrebungen in Verbindung mit der Reduzierung des Kontrahentenrisikos durch die Schaffung einer zentralen Clearingstelle können die Attraktivität des Produkts in Zukunft weiter erhöhen.

Ihre Werte. Unser Antrieb.



ampegaGerling

# Q & A

Oliver Kroll  
Senior Portfoliomanager  
email: [oliver.kroll@ampegagerling.de](mailto:oliver.kroll@ampegagerling.de)  
Tel: 49 221 790799 264

Ein Unternehmen der Talanx



## Quellen

### Textmaterial:

Frisch, Christophe. Credit Default Swap, 2009.  
DZ Bank. Cerveny, Frank. CDS 2.0 Prelude, 2009.  
LBBW. Einführung in Kreditderivate, 2006.

### Daten:

Bloomberg.  
Deutsche Bank.  
Mark-It.

## Haftungserklärung

Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der AmpegaGerling. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. AmpegaGerling hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. AmpegaGerling übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch ein Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind, sind nicht für jeden Anleger passend. Anleger müssen eine eigenständige Anlageentscheidung anhand ihres Risikoprofils, Erfahrungen, Renditeerwartungen etc. treffen und sich gegebenenfalls diesbezüglich beraten lassen. Dieses Dokument ersetzt keine Anlageberatung.

Die Preise und die Verfügbarkeit von Finanzinstrumenten können sich ebenfalls jederzeit ändern. Sofern Finanzinstrumente in fremden Währungen angegeben sind, ist das Kursrisiko zu beachten; Wechselkurse können den Preis oder Wert eines Finanzinstruments beeinflussen.

Das Dokument wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der AmpegaGerling; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch AmpegaGerling.