

M. Gehde-Trapp • Y. Gündüz • J. Nasev

**The liquidity premium in CDS transaction prices:
do frictions matter?**

CFR working paper 12-12

Die Nutzung von Credit Default Swap (CDS)-Prämien als marktbasierter Indikator für Kreditrisiken ist in Forschung und Praxis weit verbreitet. Diese Gleichsetzung der CDS-Prämie mit der Kreditrisikoprämie wird häufig damit begründet, dass Derivatmärkte weniger anfällig für Friktionen sind als beispielsweise der Markt für Unternehmensanleihen. Neue Forschungsansätze in der Marktstruktur zeigen jedoch, dass auch die Preise von Derivaten stark von den fundamental gerechtfertigten Preisen abweichen können, wenn reale Friktionen (Inventarrisiken oder Marktmacht) oder Informationsfriktionen (asymmetrische Informationsverteilungen) vorherrschen.

In dieser Arbeit zeigen wir anhand eines einzigartigen Datensatzes der Depository Trust & Clearing Corporation, dass CDS-Prämien aufgrund von Friktionen in erheblichem Umfang von ihrem fundamental gerechtfertigten Wert abweichen. CDS-Händler interpretieren die Richtung des von ihnen beobachteten Order Flow als Indikator bezüglich des Kreditrisikos des zugrunde liegenden Referenzunternehmens und erhöhen (senken) Prämien für eine Transaktion als Sicherungsgeber (Sicherungsnehmer) um 18%. Die Übernahme von Inventarrisiken lassen sich CDS-Händler durch Prämienaufschläge von 120% vergüten. Diese Aufschläge können CDS-Händler aufgrund von Marktmacht besonders bei Transaktionen mit Buyside-Investoren durchsetzen.

Unsere Ergebnisse zeigen deutlich, dass CDS-Prämien zu einem großen Teil nicht das Kreditrisiko des zugrunde liegenden Referenzunternehmens, sondern viel mehr Marktfriktionen widerspiegeln. Während Preisaufläge aufgrund asymmetrischer Informationen und Inventarrisiken als Risikokompensation für CDS-Händler interpretiert werden können, führt die aus fehlendem Wettbewerb entstehende Marktmacht der CDS-Händler zu einer Preisdiskriminierung zwischen unterschiedlichen Investorengruppen. Darüber hinaus lässt der Einfluss der Richtung des Order Flow nicht ausschließen, dass CDS-Prämien durch große Orders strategisch beeinflusst werden können. Insgesamt legen unsere Resultate den Schluss nahe, dass die Übertragung des CDS-Handels auf eine zentrale Handelsplattform die Preiseffizienz im CDS-Markt deutlich steigern könnte.