

Big Bang und Co.

Zusammenfassung und Würdigung der gegenwärtigen Reformanstrengungen auf dem CDS-Markt

Linda Schöche

Bei der Bekämpfung der Finanzkrise kam und kommt der Versorgung der Märkte mit Liquidität eine Schlüsselrolle zu. Die trotz der expansiven Interventionen der Notenbanken anhaltenden Spannungen auf den Interbankenmärkten machten jedoch schnell deutlich, dass die gelockerten geldpolitischen Zügel allein nicht zur Öffnung der Märkte führen würden. Die Ad-Hoc-Maßnahmen müssen durch langfristige, infrastrukturelle Veränderungen der Finanzsysteme begleitet werden, um mit der einhergehenden Transparenz und Stabilität das Vertrauen der Marktteilnehmer zurückkehren zu lassen.

Big Bang - unter diesem Schlagwort werden derzeit die seit April 2009¹ geltenden Änderungen im CDS-Markt diskutiert. Inwiefern die im Big Bang-Protokoll festgehaltenen Reformen der durch ihren Titel implizierten Erwartung² einer tiefgreifenden Veränderung des Marktes gerecht werden, wird im Folgenden beleuchtet.

Im ersten Schritt wird eine systematisierte Übersicht über die Neuregelungen mit deren Zuordnung zum relevanten Wirkungskreis geboten. Hieran anknüpfend werden diese erläutert und bewertet.

Inhalt

≡ Überblick über die Neuerungen	2
≡ Big Bang-Protokoll	2
≡ Handelskonventionen für nordamerikanische Underlyings.....	4
≡ Handelskonventionen für europäische Marktteilnehmer.....	6
≡ Fazit	8
≡ Quellen und Verweise.....	8

¹ Für Altverträge existieren mitunter Übergangsfristen bis zum 20. Juni 2009.

² Bislang stand dieser klangvolle englische Terminus für die Urknalltheorie und damit die Entstehung des Universums.



☰ Überblick über die Neuerungen

Wirkungskreis	Global, ISDA-Mitglieder	CDS mit nordamerikanischem Underlying	Europäische Marktteilnehmer
Charakter	ISDA – Vertragsänderung, rückwirkend	Verpflichtende Änderung der Handelsusancen	Verpflichtende Änderung der Handelsusancen
Inhalt	<ul style="list-style-type: none"> - Einführung Determination Committee (DC) - Verpflichtendes Auktionsverfahren - Rollierendes Effective Date 	<ul style="list-style-type: none"> - Ablösung der Par Spreads durch fixe Prämien und Upfrontzahlungen - Full Coupon als erste Prämie - Restrukturierung entfällt als Credit Event 	<ul style="list-style-type: none"> - Einführung einer zentralen Clearingpartei (CCP)



☰ Big Bang-Protokoll

Wie aus obiger Darstellung ersichtlich wird, sieht das Big Bang-Protokoll marktweite Veränderungen vor, die unabhängig von der Lokation des Underlyings und der Kontrahenten greifen.

• *Determination Committee*

DCs sind Entscheidungsgremien zur Erhöhung der Rechtssicherheit und Abwicklungsgeschwindigkeit. In den fünf Regionen Amerika, Asien (ohne Japan), Australien/Neuseeland, EMEA³ und Japan werden jeweils eigene Gremien installiert, die aus insgesamt 15 Entscheidungsträgern und Beratern bestehen. Jeder Marktteilnehmer, der Mitglied der ISDA ist, kann einen Antrag stellen, mit dessen Hilfe u.a. das Vorliegen eines Kredit- oder Nachfolgeereignisses⁴, Fragen der Vertragsabwicklung oder

³ EMEA bezeichnet den Wirtschaftsraum, der Europa, den Nahen Osten und Afrika umfasst.

⁴ Nachfolgeereignisse werden auch als Succession Events bezeichnet und liegen vor, wenn aufgrund von Aufspaltungen, Fusionen oder Übernahmen CDS auf einen neuen Referenzschuldner übertragen werden.

die Auktionsbedingungen geklärt werden sollen.⁵ Die Beschlüsse des DCs sind für die Kontrahenten bindend.

Trotz der Standardisierung durch die ISDA-Rahmenverträge kam es immer wieder zu juristischen Auseinandersetzungen bezüglich der Auslegung vertraglicher Vereinbarungen.⁶ Wenngleich derartige Unsicherheiten nicht als Grund oder wesentliche Triebfeder der aktuellen Marktturbulenzen anzusehen sind, könnte das Gremium mit zeitnahen Entscheidungen künftig langwierige und kostenintensive Gerichtsgänge vermeiden.

• *Auktionsverfahren zur Feststellung der Recovery Rate*

In den vergangenen Jahren erfuhr der Anteil, der über Ausgleichszahlungen abgewickelten CDS ein deutliches Wachstum.⁷ Im Gegensatz zur physischen Lieferung, bei der eine Referenzobligation in Höhe des Nominalvolumens vom Sicherungsnehmer an den Sicherungsgeber übertragen wird, muss beim Cash Settlement der Restwert der versicherten Forderung festgestellt werden. Da die Bestimmung der Recovery Rate anhand von Marktdaten nicht selten Probleme aufwarf, entschieden sich die Marktteilnehmer bereits vor in Kraft treten des Big Bang-Protokolls zur Durchführung von Auktionen.⁸

Die Verbesserung, die nun durch die Festschreibung dieses Weges der Ermittlung der Recovery Rate erzielt wird, ist zum einen operativer Natur. Vor der Ergänzung des ISDA-Rahmenwerks mussten die Kontrahenten durch Unterzeichnung gesonderter Protokolle den Auktionen explizit beitreten. Durch die zentrale und allgemeinverbindliche Restwertermittlung hingegen, wird das Cash Settlement und damit die Flexibilität des CDS-Marktes gestärkt.

Weiterhin wird das Risiko eliminiert, dass die Gegenpartei den Beitritt zum Auktionsprotokoll ablehnt und eine anderweitige, eventuell zeitintensive Lösung verlangt.

⁵ Für eine detaillierte Beschreibung des Aufbaus und der Aufgaben des Determination Committees siehe bspw. Markit, S. 10ff.

⁶ Beispielhaft genannt seien hier die Streitigkeiten zwischen Aon und Société Générale sowie die Unklarheiten in Folge der Verstaatlichung von Fannie Mae und Freddie Mac.

⁷ Vgl. British Bankers' Association, S. 7

⁸ Prominente Beispiele hierfür waren die Fälle Lehman, Fannie Mae, Freddie Mac und Washington Mutual. Zum genauen Ablauf der Auktionen vgl. Markit, S. 12f. Bei zu geringen Volumina der ausstehenden CDS kann auf eine Auktion verzichtet werden. Die Feststellung der Recovery Rate erfolgt hier wieder durch Händlerbefragungen.

• *Rollierendes Effective Date*

Der tatsächliche Risikoübergang vom Sicherungsnehmer auf den Sicherungsgeber tritt mit der Erweiterung des ISDA-Vertragswerkes nicht mehr wie bisher einen Tag nach dem Handelstag ein. Fortan gilt die Risikoübertragung für Credit Events 60 Tage und für Nachfolgeereignisse 90 Tage vor dem aktuellen Tagesdatum als erfolgt.

Das rollierende Effective Date versetzt alle existierenden CDS mit demselben Underlying im Hinblick auf möglicherweise eingetretene Events in denselben Status. Damit wird neben dem Netting vor allem das Hedging vereinfacht, da übergangsweise offene Risikopositionen durch abweichende Effective Dates bei Gegengeschäften vermieden werden.

☰ **Handelskonventionen für nordamerikanische Underlyings**

Unabhängig von den Ergänzungen der ISDA-Regelungen im Rahmen des Big Bang-Protokolls sind Veränderungen der Handelskonventionen für CDS mit nordamerikanischen Underlyings vorgesehen.

• *Full Coupon als erste Prämie*

Unabhängig von der Dauer der ersten Absicherungsperiode fällt für diesen Zeitraum am ersten Zahltag die volle Prämienzahlung an. Eventuelle Überzahlungen hat der Sicherungsgeber zeitanteilig, analog dem Stückzinsprinzip, zu erstatten.

Die Vereinheitlichung der Kuponzahlungen ersetzt die Usancen des Long oder Short First Coupon und erleichtert aufgrund der prozentual konstanten Prämienhöhe Abwicklung, Hedging und Netting der Positionen.

• *Fixer Kupon mit Upfrontzahlung*

Bislang wurde bei CDS der Par Spread, also der Spread, der bei Vertragsabschluss für beide Kontrahenten zu einem Barwert von Null führte, als Prämie festgesetzt. Schwankende und kontrahentenspezifische Risikoauf- bzw. -abschläge konnten damit abweichende Prämienhöhen bei CDS mit demselben Referenzwert nach sich ziehen. Dieser Umstand erschwerte das Saldieren und Hedgen von Geschäften erheblich. Künftig soll mit CDS-Prämien von 100 Basispunkten für Investmentgrade-Adressen und 500 Basispunkten für High Yields gehandelt werden, wo-

• *Restructuring entfällt als Credit Event*

Die Bedeutung des Kreditereignisses “Restrukturierung“ ist in der Praxis unter dem Aspekt der Absicherung von Darlehensportfolios weitgehend zu vernachlässigen. Gleichwohl gestalten sich die Identifizierung des Credit Events selbst und die Abwicklung des Vertrages nach dessen Eintritt vergleichsweise komplex.

In Nordamerika hat sich der Handel von CDS, die Restrukturierungsrisiken nicht abdecken, im High Yield-Segment seit einiger Zeit durchgesetzt. Im Gegensatz dazu verhindern bis dato aufsichtsrechtliche Vorgaben zur regulatorischen Eigenkapitalkalkulation eine solche Entwicklung in Europa.⁹ Es ist daher zunächst nicht mit einem per se konsistenten Umfang an abgesicherten Credit Events diesseits und jenseits des Atlantiks zu rechnen. Erfahrungswerte der Vergangenheit lassen jedoch vermuten, dass Spreadunterschiede aufgrund der geringen Bedeutung der Restrukturierung niedrig sein dürften.

≡ Handelskonventionen für europäische Marktteilnehmer

Neben den amerikanischen Bestrebungen, Transparenz und Stabilität im CDS-Markt zu erhöhen, wurden auch in Europa entsprechende Anstrengungen unternommen.

• *Zentrales Clearing*

Auf Drängen der EU-Kommission verpflichteten sich neun stark im CDS-Handel engagierte europäische Banken, ab Ende Juli 2009 ihre Geschäfte über eine zentrale Gegenpartei abzuwickeln. Aller Voraussicht nach wird dabei das am Markt zunehmend etablierte Marginsystem¹⁰ zum allgemein verpflichtenden Standard erklärt und die Bonität des Clearinghauses von einem durch die Mitglieder umlagefinanzierten Sicherungsfonds gestützt.

Mit der Einrichtung einer CCP wird mehreren zentralen Problemen begegnet, die sich im Krisenverlauf offenbarten. Der offensichtlichste Effekt aus der Errichtung einer Clearingstelle ist die Reduzierung des Kont-

⁹ Eine Sicherungsnehmerposition auf ein im Bestand befindliches Underlying wird bei der Eigenkapitalunterlegung nur dann voll anerkannt, wenn das Credit Event “Restructuring“ abgedeckt ist. Fehlt dieses in der Vertragsausgestaltung, wird der CDS aktuell nur zu 60% eigenkapitalentlastend angerechnet.

¹⁰ Vgl. ISDA: ISDA Margin Survey 2009

☰ Fazit

Die vorangegangenen Betrachtungen zeigen, dass die im Big Bang-Protokoll festgelegten ISDA-Vertragsergänzungen Erleichterungen und Standardisierungen mit sich bringen, die den Einsatz von CDS im Portfoliomanagement attraktiver gestalten. Wesentliche Impulse zur Kontraktvereinheitlichung und damit zur Risikoreduzierung gehen hingegen auch von den originär regionalen Neuerungen in den USA und Europa aus.

Um systemweite Risiken aus dem Einsatz von CDS zu minimieren, genügen umfassende Marktreformen jedoch nicht. Vielmehr ist auch auf institutsindividueller und aufsichtsrechtlicher Ebene die risikoadäquate Handhabung sicher zu stellen. Hierbei müssen Richtlinien und Praktiken der Risikosteuerung und des Aufsichtsrechts eingehender Analysen unterzogen werden. Bedenkenswert sind beispielsweise Überlegungen, die risikogewichtete Kapitalunterlegung um eine grundsätzliche Beschränkung der Hebelwirkung aus jedweden Finanzgeschäften zu ergänzen.¹¹ Sinnvoll ist es auch, der Nutzung umfänglicher und aussagekräftiger Liquiditätsrisikosteuerungssysteme stärkere Priorität zukommen zu lassen. Neben diesen prinzipiellen Überlegungen dürfen auch operative Aspekte wie die Verwaltung kreditderivativer Kontrakte in den Instituten nicht vernachlässigt werden, da eine qualitativ hochwertige Datenbasis das Fundament eines jeden effektiven Risikomanagements darstellt.

☰ Quellen und Verweise

British Bankers' Association: BBA Credit Derivatives Report 2006

Carney, Mark (Governor of the Bank of Canada): What are banks really for?, März 2009

ISDA: ISDA Margin Survey 2009

Markit: The CDS Big Bang: Understanding the changes to the global CDS contract and North American conventions, März 2009

V K Sharma, Shri (Executive Director of the Reserve Bank of India): Genesis, diagnosis and prognosis of the current global financial crisis, November 2008

WestLB: Änderungen bei Credit Default Swaps, April 2009

¹¹ Vgl. dazu bspw. V K Sharma