Dr. Jochen Felsenheimer
Telefon: +49 89 589275-120
jochen.felsenheimer@xaia.com

Änderungen der 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions

Die ISDA hat auf ihrer Homepage (http://www2.isda.org/) die vom ISDA Credit Steering Committee erarbeiteten Vorschläge zur Änderung der Credit Derivatives Definitions veröffentlicht. Auch wenn dies noch nicht als finale Änderung betrachtet werden kann, da die ISDA immer auch den Austausch mit den Marktteilnehmern sucht, bevor finale Änderungen vorgenommen werden, darf man davon ausgehen, dass die Vorschläge weitestgehend in dieser Form in den Credit Derivatives Definitions implementiert werden. Aktuell antizipiert die ISDA eine Umsetzung dieser Regeländerungen im März 2014. Hierbei ist zu bemerken, dass Teile dieser Änderungsvorschläge auch in die Dokumentation bereits bestehender bilateraler Kontrakte aufgenommen werden können – offensichtlich aber nur solche, die einen geringen ökonomischen Effekt auf die Transaktion ausüben, da beide Parteien zustimmen müssen.

Die spezifischen Vorschläge umfassen im Einzelnen folgende Bereiche:

- **Bail-In für Banken** (anwendbar nur auf neue Transaktionen): Hier soll ein neues Credit Event eingeführt werden, das durch einen Bail-In von Seiten des Staates ausgelöst wird. Das kann bspw. im Rahmen der in Europa eingeführten SLO (Subordinated Liability Order) passieren und führt meist dazu, dass die Anleihen etc. teilweise oder ganz abgeschrieben werden müssen oder dass diese in andere Instrumente konvertiert werden. Jüngere Beispiele hierfür finden sich in Europa bei der niederländischen SNS Bank, der spanischen Bankia und auch der Irish Banking Resolution Corp (ehemals Anglo Irish Bank). Ein Problem bei der Abwicklung dieser Events im alten Format besteht darin, dass zwar ein Credit Event festgestellt wird, es auch zu einer Auktion kommt, in der allerdings nichts eingeliefert werden kann, da die lieferbaren Anleihen restrukturiert (IBRC) oder liquidiert (SNS) wurden. Der Vorschlag sieht nun vor, dass in diesem Fall restrukturierte, lieferbare Obligationen in der Höhe ihres ursprünglichen Nominals eingeliefert werden können bzw. im Liquidations-Fall können nicht mehr existierende Anleihen zu einem Betrag von 100 % im Sinne des Sicherungskäufers cash gesettled werden. Außerdem wird hier auf die sogenannte „Cross Default Klausel“ verzichtet, das heißt, ein auf Subordinated Level ausgelöstes Event führt nicht zu einem ebensolchen auf Senior Level!
- **Lieferbare Anleihen bei Staaten-Restrukturierungen** (anwendbar nur auf neue Transaktionen): Nur bei Transaktionen, die Länder betreffen, soll die Definition der lieferbaren Anleihen angepasst werden. Der Sinn der Übung liegt darin, dass Restrukturierungen von bestehenden Staatsanleihen in nicht-lieferbare Anleihen auf Kosten des Sicherungskäufers vermieden werden sollen. Im Fall Griechenlands hätte man also damals alle im Zuge des PSI restrukturierten Anleihen in die CDS-Auktion einliefern können, inkl. bspw. der GDP-Warrants.
- **Nachranganleihen im Versicherungsbereich** (wird noch diskutiert): Im Zuge der Einführung von Solvency II (die ISDA scheint hieran noch zu glauben) muss die geänderte Kapitalstruktur Berücksichtigung in der Senioritätsdefinition von Subordinated und Senior CDS-Kontrakten finden. Aktuell können in Subordinated CDS ausschließlich Lower Tier 2 Anleihen geliefert werden; Upper Tier 2 und Tier 1 können also effektiv nicht mit Subordinated CDS abgesichert werden. Die aktuelle Diskussion bezieht sich also darauf, ob in Zukunft alle Tier 2 Anleihen in den CDS eingeliefert werden können.
- **Anpassungen der Definition des Restructuring Credit Events** (muss teilweise noch diskutiert werden, soll aber auch bestehende Kontrakte umfassen): Der aus unserer Sicht relevante Punkt der Diskussion ist die Frage, in welchem Falle eine Redenominierung ausstehender Anleihen zu einem Restructuring Event führt. Vor dem Hintergrund eines potenziellen Austritts eines Landes aus dem Europäischen Währungsraum besitzt diese Regeländerung hohe Priorität. Aktuell ist nicht eindeutig geklärt, wie Redenominierungssituationen abgewickelt werden müssen. Daneben betreffen potenzielle Regeländerungen die technische Abwicklung im Restrukturierungsevent, inkl. der Frage nach dem operativen Vorgehen (Mod R / Mod Mod R Settlement).
- **Nachfolgeregelung** (anwendbar auf bestehende Transaktionen): Im Falle eines sogenannten Succession Events (die ursprüngliche Entität wird durch eine neue ersetzt, bspw. bei M&A

Transaktionen) soll in Zukunft das Konzept des „Universal Successor“ angewendet werden. Hierbei sollen Vereinfachungen bei der Identifikation des Nachfolgers sowie bei der Definition des Events selbst eingeführt werden, da bisher diese Nachfolgeregelungen relativ komplex sind. Jüngstes Beispiel hierfür ist der Übergang der RBS NV- (ehemals ABN Amro) in RBS PLC-Kontrakte.

- **Änderungen der Behandlung von Garantien** (muss teilweise noch diskutiert werden, soll aber auch bestehende Kontrakte umfassen): Hier geht es vor allem um technische Anpassungen der Definition und Umsetzung einer „Qualifying Guarantee“. Dies kann bspw. dann auftreten, wenn Garantien ausgeweitet werden oder wenn es zu Credit Events kommt, die die Garantie oder Änderungen bzgl. der Garantie selbst (Festlegung von Obergrenzen) betreffen. Dies kann unserer Ansicht nach auch eine Rolle bei der Betrachtung staatsgarantierter Anleihen und der exakten Ausgestaltung der Garantie (bspw. haben ICO-Anleihen eine limitierte Garantie des spanischen Staates) spielen.
- **Einführung einer Standard Reference Obligation** (anwendbar auf bestehende Transaktionen): Es wird für alle Referenzentitäten eine Referenzanleihe festgelegt, inkl. eines Modus, diese abzuändern bspw. im Falle das die ursprüngliche Referenzanleihe fällig gestellt wird. Diese Änderung muss im Zuge der weiter fortschreitenden Standardisierung von CDS-Kontrakten verstanden werden, wobei ihre ökonomische Auswirkung überschaubar bleiben sollte.

Des Weiteren werden noch einige kleinere Anpassungen vorgeschlagen, denen wir allerdings aktuell weniger Aufmerksamkeit schenken. Alles in allem darf man durchaus von einer Revolution sprechen, was die Bedeutung dieser Änderungen anbelangt. Nach einigen unerfreulichen Erfahrungen aus der jüngeren Vergangenheit hat die ISDA offenbar Handlungsbedarf gesehen, was einerseits die Credit Derivatives Definitions sehr viel klarer macht und andererseits die Position des Sicherungskäufers explizit stärkt. Es geht hier also darum, den Versicherungscharakter von CDS weiter zu stärken – wobei wir uns nicht wundern würden, falls die kürzlich von vielen Seiten geäußerte Kritik am CDS-Markt (inkl. Short-Selling Ban in Europa) hier eine durchaus tragende Rolle bei dem Willen zur Implementierung von Änderungen gespielt hat.

Das ISDA Rahmenwerk soll einerseits einheitliche Standards setzen, andererseits muss eben auf nationale, eigenstaatliche Besonderheiten Rücksicht genommen werden. Bspw. führen spezifische Insolvenzmechanismen in verschiedenen Ländern dazu, dass die ISDA keine an nationale Gesetze gekoppelten Regelungen einführen kann – sondern in gewissen Situationen eben auch dieser angemessen entscheiden muss. Vor diesem Hintergrund ist demzufolge eine ständige Anpassung des Regelwerks erforderlich, was wir in diesem Falle auch als sehr begrüßenswert erachten.