



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

## ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions: Der nächste Evolutionsschritt im CDS-Markt

Zum anstehenden CDS-Roll am 22. September 2014 finden die neuen ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions Anwendung. Hierbei werden einige Änderungen des Rahmenwerks für CDS eingeführt, die weitreichende Auswirkungen speziell auf einige Marktsegmente haben werden. Im Folgenden werden wir einen kurzen Abriss über die relevanten Änderungen geben und deren mögliche Auswirkungen auf den CDS-Markt behandeln. Für interessierte Leser finden sich alle relevanten Dokumente hier: <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/2014-isda-credit-derivatives-definitions/>.

### I. Kontinuierliche Anpassungen der Dokumentation von CDS

Seit der Entwicklung des CDS-Marktes Ende der 1990er Jahre sind weitreichende Modifikationen in dem zugrundeliegenden Rahmenwerk, den ISDA Credit Derivatives Definitions, vorgenommen worden. In den ISDA Definitions werden vor allem die detaillierten Kontraktsspezifikationen für alle CDS-Formate geregelt, wobei natürlich auch Änderungen der Rechtsprechung beziehungsweise neue regulatorische Vorschriften berücksichtigt werden müssen. Seit 2003 gelten die ISDA 2003 Credit Derivatives Definitions, während Modifikationen über sogenannte „Supplements“ eingeführt wurden. Die letzte „größere“ Änderung hat als Reaktion auf die Lehman-Pleite in 2009<sup>1</sup> stattgefunden, wobei die Standardisierung der CDS-Prämien sowie eine Straffung des Auktionsmechanismus die zentralen Änderungen waren. Die Entwicklungen der letzten Jahre – v.a. die Restrukturierung in Griechenland und die Restrukturierung/Abwicklung einiger europäischer Banken – hat nun dazu geführt, dass einige Schwachstellen in den 2003er Definitions auffällig wurden. Die Behebung dieser Schwachstellen wird nun mit der Einführung der 2014er Definitions vorgenommen. Hintergrund ist hier immer die Intention der ISDA als zentrales Organ im Derivate-Markt die Funktionsfähigkeit des Marktes zu optimieren. Bei CDS beinhaltet dies v.a. den Versicherungscharakter derselben in allen denkbaren Schadensfällen zu erhalten. Hierbei gibt es einen gewissen „trade off“ zwischen der Standardisierung der Kontrakte und der Spezifikation derselben. Europäische Staaten CDS finden bspw. bei mehr als 20 Staaten Anwendung, obwohl es hier völlig unterschiedliche nationale Regelungen gibt. Dasselbe gilt natürlich auch für standardisierte europäische Corporate und Financial CDS - trotz unterschiedlicher nationaler Insolvenzrechtsrahmen. Bisherige Schwächen des Versicherungscharakters von CDS werden natürlich vor allem in Krisensituationen offensichtlich – so gesehen kann man den Entwicklungen der letzten Jahre ja durchaus etwas Positives abgewinnen. Die bekanntesten Beispiele hierfür im Kurzformat:

- > **Griechenland:** Die Umsetzung des sogenannten Private Sector Involvements (PSI) in Griechenland im März 2012 hat zu einigen Fragen geführt, welche v.a. auf die Funktionsweise des CDS-Marktes fokussiert waren. Nachdem das griechische Parlament einen Beschluss gefasst hat, in Staatsanleihen nach griechischem Recht Collective Action Clauses<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Die sogenannten „Big Bang“ und „Small Bang“, in denen bspw. die Standardisierung der CDS-Kupons fixiert wurde.

<sup>2</sup> CAC ist eine Vertragsklausel in Anleihebedingungen, die eine Änderung einzelner Bestimmungen in Anleiheprospekten nach der Zustimmung einer Mehrheit der Gläubiger für sämtliche Gläubiger rechtlich bindend macht.



einzuführen, konnte das PSI auch faktisch umgesetzt werden. Die ISDA hat genau an diesem Punkt konsequenterweise ein „Credit Event“, also den Eintritt eines Schadensfalles, festgestellt. Anleihehalter wurden allerdings im PSI durch ein Paket von neuen Anleihen teilweise entschädigt, wobei dieses Paket eben auch Elemente enthalten hat, die nach bestehenden ISDA Regeln nicht in der folgenden Auktion (in der die Verwertungsquote festgelegt wird) eingeliefert werden konnten, da sie die dafür notwendigen Kriterien nicht erfüllt haben. Investoren, die ihre nach nationalem Recht begebenen griechischen Staatsanleihen mit CDS abgesichert haben, hatten also ein verbleibendes „Recovery Risk“, also das Risiko, dass ihr erlittener Schaden nicht vollständig kompensiert wird.

- > **Austritt aus Währungsunion:** Vor allem die Situation Griechenlands hat ein weiteres Thema auf die Agenda gebracht: Was passiert im Falle eines Austritts eines Landes aus der Währungsunion? Unstrittig ist, dass es hier zu einem Credit Event kommt, also natürlich der Versicherungsfall eintritt und Investoren in Staatsanleihen durch den CDS Entschädigung erhalten. Das Problem besteht allerdings darin, dass es in so einem Fall sehr wahrscheinlich ist, dass die Regierung des Austrittslandes alle ihre Schuldtitel in die neue Landeswährung redenominiert. Und diese sind eben nicht zwangsläufig in einer CDS-Auktion einlieferbar. Aber auch wenn sie als einlieferbare Obligationen definiert werden, bleibt ein Problem bestehen. Man stelle sich vor, Griechenland tritt aus, führt den Drachmen-Neu ein und redenominiert alle ihre Staatschulden nach inländischem Recht in die neue Landeswährung.<sup>3</sup> Natürlich führt der Austritt zu einer starken Währungsabwertung, aber das heißt nicht, dass die Anleihen nicht in der Nähe von Par handeln. Es kommt also zur Auktion, man kann seine Drachmen-Neu Anleihen einliefern, die Auktion findet allerdings einen Preis von angenommen 95 %. Das heißt, die Kompensation aus dem CDS beläuft sich auf nur 5 % des Nominals, wobei der erlittene Schaden (v.a. Währungsverlust) zum größten Teil vom Sicherungskäufer getragen werden muss.
- > **SNS Bank:** Im Februar 2012 gab das niederländische Finanzministerium die Verstaatlichung der SNS Gruppe bekannt. Im Zuge dieser Verstaatlichung fand ein Bail-In der nachrangigen Gläubiger statt, d.h. Aktionäre und Halter von LT2-, UT2- und Tier-1- Anleihen wurden enteignet. Senior-Bondholder sind explizit von einer Verlustbeteiligung ausgeschlossen. Nach der diskussionslosen Feststellung eines Credit Events mussten die lieferbaren Anleihen definiert werden. Das Spezielle in diesem SNS-Fall war nun, dass die Regierung ja alle Nachrangianleihehalter enteignet und die entsprechenden Anleihen einzog. Das heißt eben, dass zum Zeitpunkt der Auktion keine lieferbaren Nachrangianleihen vorhanden waren. Man konnte folglich nur Senior-Bonds einliefern, da vorrangige Instrumente immer in die „nachrangige“ Auktion geliefert werden können. Das hatte zur Folge, dass die Verwertungsquote der Sub CDS derjenigen der Senior CDS entspricht (@ 90,5 realisiert) und der Sub CDS aus Sicht des Versicherungskäufers eine sehr niedrige Versicherungszahlung geleistet hat, obwohl er einen Totalverlust auf seine Anleihen erlitten hat. Ähnliche Fälle traten außerdem bei der spanischen Bankia und bei der irischen IBRC (früher bekannt als Anglo Irish Bank) auf. Bei der Abwicklung von maroden Finanzinstituten offenbaren sich also Schwächen bei der Funktionsweise von CDS – v.a. von Financial-Nachrang-CDS.
- > **Banco Espírito Santo (BES):** Nach ernsthaften Liquiditätsproblemen innerhalb des Finanzkonglomerats um die BES, hat die portugiesische Regierung im Juli 2014 beschlossen, die Rettung der BES durch die Schaffung einer staatlichen Auffangbank Novo Banco umzusetzen (ähnlich der FMS in Deutschland, nach wie vor eine sehr beliebte Form des Bailouts in Europa), während die BES als Abwicklungsinstitut bestehen bleibt. In Ersterer wird der „gute“ Teil der Bilanz gebündelt, während die BES die „schlechten“ Risiken behält. Nun handelt es sich hier technisch betrachtet um ein „succession event“ (SE) im CDS, mit dem u. a. der rechtlichen Nachfolge bei einer Aufspaltung einer Referenzentität Rechnung getragen wird. Hier gilt die Regelung, dass bei einem Transfer von mindestens 75 % der relevanten Obligationen auf die neue Entität die CDS komplett auf diese referenzieren. Folglich referenzieren nach der Aufspaltung alle CDS (also Senior und Sub CDS) auf Novo

<sup>3</sup> Das ist völlig hypothetisch, da es keine Anleihen mehr nach griechischem Recht gibt – außer den „holdouts“ (also die vom PSI befreiten Anleihen, die vom „public sector“ gehalten wurden), die immer noch in den Händen der EZB und der EIB liegen.



Banco, während die Nachranganleihen bei der Espirito Santo verbleiben. Das führte dazu, dass sich die vor- und nachrangigen CDS-Spreads stark eingeeengt haben (da sie ja nun auf das bessere Risiko Novo Banco referenzieren), während die Nachranganleihen bei der BES verblieben sind und dort starke Verlusten erlitten haben. Da also der Sub CDS im SE der Mehrheit aller relevanten Anleihen folgt (und eben nicht den Nachranganleihen) kann es in diesem Fall zu einem plötzlichen „Mismatch“ zwischen der Referenzentität des CDS und der zugrundeliegenden Nachranganleihe kommen. Die Absicherungsfunktion des CDS ist also nicht mehr vorhanden.

Neben diesen Situationen gab es einige andere Fälle (z.B. Unitymedia, Northern Rock, u.a.), bei denen sich Schwachstellen im CDS-Mechanismus offenbart haben. In Kombination mit der Einführung neuer regulativer Maßnahmen v.a. im europäischen Finanzsektor (Bail-In usw.), der Einführung neuer Instrumente (CoCos) und damit einen direkten Eingriff in die Kapitalstruktur von Banken (Beteiligung von vorrangigen Anleihen im Abwicklungsfall einer europäischen Bank), finden obige Erfahrungen nun Eingang in die 2014er Definitions, deren wichtigste Modifikationen im Vergleich zu den 2003er Definitions im Folgenden dargestellt werden:

## **II. Die zentralen Änderungen gegenüber den 2003er Definitions**

Die folgenden Modifikationen werden wiederum durch ein Protokoll umgesetzt. D.h., es wird nicht bilateral zwischen den Vertragsparteien vereinbart, dass die 2014er Definitions auf bestehende Kontrakte angewendet werden, sondern durch die Unterschrift des Protokolls stimmt ein Kontrahent zu, dass alle Kontrakte modifiziert werden. Somit ist sichergestellt, dass die gehandelten Versicherungskontrakte unter identischen Vertragsbedingungen gehandelt werden, was unabdingbare Voraussetzung für die Aufrechterhaltung der Liquidität und Transparenz des Marktes darstellt, da ansonsten eine Vielzahl unterschiedlicher Kontrakte am Markt gehandelt werden würde.

Allerdings wird es hierzu Ausnahmen geben, da die 2014er Modifikationen teilweise einen sehr starken Einfluss auf die Ökonomie der Verträge ausüben.<sup>4</sup> Vor allem die Position des Versicherungskäufers wird teilweise stark verbessert, was folglich einen Einfluss auf die Höhe der Versicherungsprämie hat. Neben einigen Unternehmen und auch Staaten haben die Änderungen v.a. im Financial CDS starke Auswirkungen. Deshalb werden alle Financial-CDS (in Zukunft „Financial Corporates“), die ab dem 22.9.2014 gehandelt werden, automatisch im neuen 2014er Format abgeschlossen. Die ausstehenden (vor dem 22.9.2014) gehandelten Financial CDS bleiben im 2003er Format bestehen.

Das Protokoll betrifft konsequenterweise nicht nur die Einzelnamen-CDS, sondern eben auch alle Indexkontrakte (iTraxx, CDX) sowie darauf basierende Derivate (Tranches, Options). Indexderivate referenzieren in Zukunft dann eben auf die jeweiligen Einzelnamen-CDS, wobei hier auch die Ausnahmen vom Protokoll Gültigkeit haben. Dies bedeutet, dass bestehende Indices (also alle noch aktiven iTraxx- und CDX-Serien) zum großen Teil auf die 2014er Definitions referenzieren, aber eben auch teilweise auf das 2003er Format. Die neuen Serien wiederum unterliegen komplett dem neuen Protokoll. Im Folgenden die Änderungen klassifiziert nach ihren Anwendungssegmenten:

---

<sup>4</sup> Die Liste der Ausnahmen findet sich hier: <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/2014-isda-credit-derivatives-definitions/credit-derivatives-definitions-protocol-and-related-documents/> und hier: <http://www.mmsend10.com/link.cfm?r=1570593047&sid=49385005&m=5951252&u=ISDA&j=21106355&s=http://assets.isda.org/media/37e2f6f2/7ad99234.xlsx>



## 1. Globale Änderungen alle Kontrakte betreffend

- **Qualifying Guarantees:** Die Rolle von Garantien ist immer dann bedeutsam, wenn ein Kreditereignis ansteht. Laut den 2003er Definitionen sind nach der Feststellung eines Kreditereignisses in eine CDS-Aktion nicht nur die von dem Emittenten begebenen Anleihen lieferbar – sondern eben auch alle von ihm explizit (ohne Bedingung und unwiderruflich) garantierten Anleihen. Garantiert werden müssen hier alle potenziellen zukünftigen Verbindlichkeiten – u.a. alle Zins- und Tilgungszahlungen. Ein prominentes Beispiel hierfür stellt die Auktion der Griechenland-CDS dar, in die eben nicht nur griechische Staatsanleihen, sondern auch die explizit von Griechenland garantierten Anleihen der griechischen Staatsbahn und der U-Bahn von Athen einlieferbar waren. Da aber viele Garantien dieses harte Kriterium nicht erfüllen, kam es in der Vergangenheit teilweise zu Unklarheiten. Um zu vermeiden, dass eine Garantie aus technischen Gründen nicht akzeptiert wird, wird diese Definition nun dahingehend nachgebessert, dass garantierte Anleihen auch dann als „Qualifizierte Anleihen“ gehandelt werden, falls a) die Garantie begrenzt ist (bspw. nur auf Tilgung/Zins) oder b) die Garantie bspw. durch eine Restrukturierung des Emittenten an eine andere Entität (z.B. Finanzierungstochter) übergeht. Es erweitert sich in Zukunft also tendenziell das Universum an lieferbaren Anleihen, wobei berücksichtigt werden muss, dass bei einer begrenzten Garantie auch nur das von der Garantie abgedeckte Nominal in die Auktion geliefert werden kann.<sup>5</sup>
- **Standard Reference Obligation (SRO):** Hier wird von der ISDA nun eindeutiger geregelt, auf welche Anleihe sich der CDS-Kontrakt bezieht. Bisher wurde direkt vom Markt (über Markit) vorgeschlagen, welche Referenz-Obligation zugrunde liegt. Es war den Vertragsparteien aber jederzeit möglich, eine andere Anleihe bilateral zu vereinbaren. Man kann theoretisch auch eine Anleihe des Emittenten X einem CDS Kontrakt, der auf den Emittenten Y referenziert, zugrunde legen. Das Konzept der SRO führt also zu einer weiteren Standardisierung der CDS-Kontrakte, erhöht die Liquidität und die Konvertierbarkeit derselben. Somit wird u.a. auch ausgeschlossen, dass bereits fällig gewordene Anleihen als Referenzanleihen in einem CDS-Kontrakt bestehen bleiben. Außerdem wird das Risiko von „orphaned CDS“ (also das Risiko, dass ein CDS durch die Fälligkeit einer Anleihe auf eine leere Hülle referenziert und somit sein Wert als Versicherungskontrakt gegen Null geht) reduziert. In Zukunft werden die Marktteilnehmer SROs vorschlagen, die dann durch die ISDA entschieden und in einer offiziellen Liste veröffentlicht werden. SROs werden dabei laufend aktualisiert.
- **Succession Events (für alle Non-Government CDS-Kontrakte):** Bei Nachfolgeereignissen wurde in den bisherigen 2003er Definitionen durch eine Erweiterung von 2009 das sogenannte „Successor Backstop Date“ eingeführt, mit dessen ein Nachfolgeereignis spätestens 90 Tage nach dem Eintritt desselben bei der ISDA angemeldet werden musste. Falls das nicht geschehen ist, wurde der Nachfolger im CDS nicht eingetragen, womit der CDS-Kontrakt auf eine nicht-existente Entität referenziert hat und damit wertlos geworden ist.<sup>6</sup> Durch die Einführung eines „Universal Successors“ in die 2014er Definitionen wird nun ein einheitliches „Backstop Date“ zum 1.1.2014 eingeführt – alle SEs nach diesem Datum können also geltend gemacht werden. Hiervon werden in Zukunft auch stufenweise Übertragungen von Anleihen innerhalb von Unternehmenskonglomeraten durch Aggregation derselben mit eingeschlossen sein (in den 2003er nur Übertragungen von mindesten 25 %), wobei bspw. auch die Übertragung von Garantien (s.o.) als ein Nachfolgeevent definiert werden können. Dieses Problem kann in den 2003er Definitionen bei typischen Unternehmensstrukturen in den USA (Holding Company und Operating Company) auftreten und wird in Zukunft einfacher zu handhaben sein.
- **Restructuring:** In der Mehrzahl der CDS-Kontrakte stellt „Restructuring“ nach wie vor ein Kreditereignis dar (Ausnahme: US Unternehmens-CDS). In den 2014er Definitionen löst in

<sup>5</sup> Beispielsweise ist die Air France-KLM 6.625 2018 Anleihe zu 60 % von Societe Air France SA garantiert und könnte somit im Gegensatz zu den 2003er Definitionen zu diesem Cap in eine CDS-Aktion geliefert werden (also 167 % Nominal Anleihe für 100 % CDS Nominal) – genau deshalb wurden die ausstehenden CDS auf diesen Emittent vom Protokoll ausgenommen. Alle nach dem 22. September 2014 gehandelten CDS werden wiederum exakt diese Garantieklausel beinhalten.

<sup>6</sup> So geschehen mit Unitymedia in 2010.



Zukunft ein durch gesetzliche Änderungen verbindlich ausgelöster Anleiheausch ein Kreditereignis aus. Dies geschieht in solchen CDS-Kontrakten, in denen eine einheitliche Auktion für alle Laufzeiten (bis 30 Jahre) – sog. „Old Restructuring“ – festgeschrieben ist (z.B. in Staaten CDS), automatisch. In den Kontrakten, in denen die Auktion Laufzeiten berücksichtigt – sog. „Modified-Modified-Restructuring“ – bleibt die Notwendigkeit der Zusendung einer „Credit Event Notice“<sup>7</sup> hingegen bestehen.

## 2. Änderungen, die spezifisch Corporate Financials Kontrakte betreffen

- > **Governmental Intervention (GI):** Angesichts der in den letzten Jahren entwickelten Bankenrestrukturierungsgesetze auf europäischer Ebene (Bail-In) beinhalten die 2014er Definitions für Financial Corporates (ehemals Financials) Staatseingriffe als Credit Event. Alle für die Anleiheinvestoren verpflichtende Eingriffe des Staates, welche die Stellung derselben negativ beeinflussen. Darunter fallen ein Aufschub der Zinszahlungen, reduzierte Tilgung oder ein geringerer Rückzahlungsbetrag, wie auch eine Verschlechterung der Stellung der Gläubiger – faktisch muss also ein ökonomischer Schaden eingetreten sein. Ein klassischer „Bail-In“ stellt nach dieser Definition eben ein hartes Kreditereignis dar. In diesem Fall kommt es zu einer Auktion, in der die Verwertungsquote laufzeitenunabhängig festgestellt wird („no bucketing of deliverables“). Im oben genannten SNS-Fall hätte die Einführung des GI-Credit Events keine Auswirkung gehabt, da ja bereits ein Restructuring Credit Event festgestellt wurde.
- > **Asset Package Delivery (APD) & Prior Deliverable Obligation (PDO):** Um das Problem der Nicht-Existenz lieferbarer Anleihen als Folge eines Staatseingriffs oder einer Restrukturierung zu lösen, werden die Konzepte des APD und PDO in die 2014er Definitions eingeführt. APD bedeutet, dass in Zukunft bei diesen beiden Credit Events im Falle eines Anleiheumtauschs die neu erhaltenen Vermögenswerte eingeliefert werden können (auch wenn es sich um im Standardfall nicht lieferbare Vermögenswerte handelt). Werden beispielsweise Anleihen in Aktien getauscht, können diese in die Auktion als Paket eingeliefert werden. Vermögenswerte sind hierbei bewusst breit definiert, um alle möglichen Restrukturierungsfälle abzudecken – darunter fallen beispielsweise auch nicht an den Märkten gehandelte Vermögenswerte (z.B. rechtliche Vermögensansprüche). Eine wichtige Bedeutung fällt in diesem Zusammenhang dem PDO zu – also die Anpassung der Definition dahingehend, dass das Universum lieferbarer Anleihen auf die Zeit vor dem Eintritt des Ereignisses festgestellt wird. Damit wird das Risiko abgedeckt, dass ein Kreditereignis dazu führt, dass es keine lieferbaren Anleihen zum Zeitpunkt der Auktion mehr gibt (siehe SNS-Fall).
- > **No-Cross-Default-Trigger:** In den bisherigen 2003er Definitions gab es die Konvention des Cross-Defaults. Unabhängig davon, auf welcher Ebene der Kapitalstruktur (Subordinated oder Senior Anleihen) ein Credit Event stattgefunden hat, es wurden alle CDS – also Sub und Senior – „getriggert“ und auktioniert. Meistens triggerten natürlich die Subordinated-CDS, da Nachranganleihen als erste von etwaigen Restrukturierungen betroffen waren. Oftmals sind dagegen bei den Senior-Anleihen gar keine Verluste aufgetreten, das Credit Event auf dieser Ebene war also mit keinem Verlust verbunden. Trotzdem mussten dann eben auch die Senior-CDS abgewickelt werden und der Versicherungskontrakt ar damit abgelaufen. In den neuen Definitions wird es keinen Cross-Default mehr geben – falls ein Credit Event auf Nachrangebene stattfindet, wird das zukünftig eben auch nur Nachrang-CDS betreffen, während Senior-CDS unberührt bleiben. Das gilt logischerweise nur in den beiden Credit Events „Restructuring“ und „Governmental Intervention“, da eine „Bankruptcy“ oder „Failure-to-pay“ Credit Event die gesamte Kapitalstruktur des Finanzinstitutes betrifft.
- > **Successor Provisions:** Um die oben beschriebene Problematik bei Nachfolgeereignissen (Banco Espirito Santo) zu lösen, wird von der bisherigen Praxis (Subordinated und Senior CDS folgen der Mehrheit der qualifizierten Anleihen im Falle eines Succession Events) Abstand

---

<sup>7</sup> Eine formale Mitteilung an die ISDA.





genommen und das Prinzip „Senior follows Senior – Sub follows Sub“ implementiert. Anhand des BES-Falls würde sich das dahingehend materialisieren, dass die Senior CDS auf die Novo Banco referenzieren (wie das jetzt auch der Fall ist), während die Sub CDS weiter auf die Banco Espírito Santo referenzieren, da hier ja auch die Nachranganleihen zur Abwicklung verbleiben. Somit behält der Sub CDS seinen Versicherungswert.

- > **Coco Supplement:** Von der ursprünglichen Idee, CDS auch auf der Ebene von Contingent Convertibles einzuführen, wurde angesichts der extremen Heterogenität dieses Segments abgesehen. Allerdings soll noch in 2014 eine Erweiterung zur CoCos (Coco Supplement) veröffentlicht werden, in der CoCo-CDS auf die Schweizer Banken UBS und Credit Suisse eingeführt werden. Der Hintergrund hierfür ist darin zu sehen, dass der Schweizer Regulator die Emission von CoCos vorschreibt, wobei klassisches T2-Kapital nicht als regulatorisches Kapital Anerkennung findet. Es bleiben also nur CoCos als Referenz für Nachrang-CDS. CoCos könnten dann im Zuge des Asset Package Delivery (s.o.) eingeliefert werden.

### 3. Änderungen, die spezifisch Government Kontrakte betreffen

- > **Asset Package Delivery (APD) und Package Observable Bonds (POBs):** Um die Dinge nicht zu einfach werden zu lassen, unterscheidet sich das APB bei Staaten-CDS stark von dem oben beschriebenen APB bei Financials. Bei Staaten wird das Konzept der POBs („Package Observable Bonds“) eingeführt, bei dem in einem ersten Schritt jeweils zwei Anleihen eines Landes (eine nach nationalem, eine nach internationalem Recht) für jeweils drei Fälligkeitszeiträume (1-3 Jahre, 3-12 Jahre, 12-30 Jahre) ausgesucht. Diese Anleihen müssen liquide gehandelt werden (mindestens fünf Market Maker) und ein Volumen von mindestens USD 1 Mrd. Nominal aufweisen. Falls also eine dieser Anleihen restrukturiert werden sollte, kann das daraus resultierende Paket als Ganzes geliefert werden. Alle anderen Anleihen bleiben hierbei auch in ihre Laufzeitbänder lieferbar. Hier erfolgt die Behandlung genauso wie bei Financials, d.h. auch hier bleibt das Nominal vor einer erfolgten Abschreibung lieferbar.

### III. Potenzielle Auswirkungen auf den CDS-Markt

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die neuen Regelungen dazu beitragen, einige der in den letzten Jahren auftretenden Probleme im CDS-Markt zu beheben. Letztlich wird der Versicherungscharakter von CDS weiter gestärkt, was prinzipiell natürlich zu begrüßen ist – allerdings vor dem Hintergrund der zunehmend strikteren Regulierungsanforderungen auch notwendig ist. Der Regulator kennt eben eine Absicherung nur an, wenn diese möglichst alle potenziellen Schadensfälle abdeckt und angesichts der vielen Änderungen der letzten Jahre (v.a. regulatorischer Natur) war diese Abdeckung nicht mehr in allen Fällen gewährleistet.

Im aktuellen Niedrigspreadumfeld bleiben die Auswirkungen der Einführung der 2014er Definitionen auf die Spreads eines Großteils des CDS-Universums stark begrenzt. Das gilt vor allem in den Segmenten, in denen „nur“ ein neues Protokoll übergestülpt wird – die Ausnahme bilden hier offensichtlich Corporate Financials. Hier haben die ISDA-Änderungen die stärksten Effekte auf die Ökonomie der Versicherungsverträge und deshalb sind hier natürlich auch die stärksten Spreadveränderungen (zwischen 2003er und 2014er CDS) zu erwarten. Einer Schätzung von J.P. Morgan zufolge<sup>8</sup>, beläuft sich die erwartete Spreadänderung im europäischen Senior Financial CDS Segment durchschnittlich auf weniger als 10 %. Völlig anders gestaltet sich das Ergebnis bei Subordinated Financial CDS. Dieselbe Studie kommt hier zu dem Ergebnis, dass mit einer durchschnittlichen Spreadausweitung (2014 vs. 2003) von knapp 50 % gerechnet werden muss. Das heißt also, dass ein Versicherungskäufer auf europäische Nachrang CDS mit einer um 50 % höheren Versicherungsprämie rechnen muss. Hierbei gibt es natürlich große Unterschiede zwischen einzelnen Emittenten – abhängig bspw. von dem Risiko von Staatseingriffen oder

<sup>8</sup> New Financial CDS Fair Value II, J.P. Morgan European Credit Research, 11 July 2014.



Restrukturierungsereignisse, deren Behandlung im neuen CDS-Format dem Versicherungskäufer eine weitaus bessere Position verschafft. Spezifische Effekte bei einzelnen Emittenten sind hier trotzdem äußerst schwer zu prognostizieren, da die faire Spreadspreizung zwischen alten und neuen CDS Kontrakten stark von der Kapitalstruktur des jeweiligen Finanzinstituts abhängt. Wir erwarten deshalb im Anschluss an den September-Roll eine hohe Aktivität v.a. im Financial-CDS Segment, da einerseits Investoren ihre Absicherung „pimpfen“, andererseits sehr viele Relative Value Trader diese Spread-Differenz handeln werden.

Die Effekte auf die Basis zwischen Anleihen und CDS sind schwierig zu beantworten. Einerseits führt der verbesserte Versicherungscharakter des CDS dazu, dass sich CDS und Anleihen weiter annähern, was logischerweise eine Einengung der Basis zur Folge hat. Andererseits erweitert sich das Universum für Basis-Investoren stark aus, da die Einführung der Features „Qualifying Guarantees“ und „Asset Package Delivery“ neue Basis-Konstruktionen erlauben.

Die nächsten relevanten Änderungen im CDS-Markt betreffen v.a. EMIR, also die Übertragung aller OTC-CDS-Kontrakte auf ein Clearinghaus. Hierbei stellt sich u.a. die Frage nach der Höhe der Initial Margin, die eine immense wichtige Bedeutung für die Liquidität und Effizienz des CDS-Marktes einnimmt. Aktuell sind diese Verhandlungen nach wie vor im Gange, bei etwaigen Ergebnissen werden wir wie gewohnt informieren.