

Credit Default Swaps

Zusätzliche Ertragsquelle

Die PSD Bank Westfalen Lippe beschreitet bereits seit 13 Jahren erfolgreich einen alternativen Weg im Eigenanlagenmanagement, der neben dem Eingehen originärer Adressenausfallrisiken über den Kauf von Anleihen auch den derivativen Risikoaufbau über Credit Default Swaps (CDS) einschließt.

Dennis Antemann und Martin Giesecke

Sämtliche Bankengruppen sehen sich seit Jahren sinkenden Margen im Privatkunden-, aber auch zunehmend im Firmenkundengeschäft ausgesetzt. Auch wird es bei den Eigenanlagen schwieriger, auskömmliche Renditen zu erzielen. Im Fahrwasser der Ankaufprogramme der EZB und der aufsichtsrechtlich getriebenen Nachfrageerhöhung nach hoch liquiden Wertpapieren haben sich die in

den Anleihekursen implizierten Risikoprämien systematisch verringert. Aufgrund der Markteingriffe der EZB spiegeln die Risikoprämien die Risikounterschiede von Wertpapieren und sonstigen Finanzinstrumenten zudem nicht immer richtig wider.

CDS sind ein vielfältig einsetzbares derivatives Finanzinstrument, das flexibel zum Auf- und Abbau von Adressenausfallrisikopositionen eingesetzt werden kann. Hinter einem CDS steht eine vertragliche Vereinbarung, bei der sich der Vertragspartner dem anderen gegenüber zur Kompensation eines Verlusts aus dem Zahlungsausfall eines bestimmten Kreditnehmers oder Wertpapieremittenten (Referenzschuldners) innerhalb eines vorab festgelegten Zeitraums verpflichtet.

Der Aufbau von Adressenausfallrisiken erfolgt durch die Einnahme der Sicherungsgeberposition im Rahmen des CDS-Kontrakts. Für die Übernahme dieser Kreditausfallversicherung wird

quartalsweise eine Art Versicherungsprämie vereinnahmt.

Durch den Risikoaufbau über CDS wird die GuV der Bank vor möglichen stressfallinduzierten Bewertungsverlusten geschützt. Hintergrund ist, dass ein CDS im Direktbestand eines Kreditinstituts mit dokumentierter Durchhalteabsicht nicht bewertet werden muss, womit kurzfristige Spread-Ausweitungen und daraus resultierende Bewertungsverluste im Gegensatz zu Anleihen keine Wirkung auf die GuV haben. Rückstellungen sind nur bei konkret drohenden Ausfällen etwa ab einem Rating von CCC oder schlechter zu bilden.

Die Absicherung von Adressenausfallrisiken erfolgt über den Abschluss eines CDS in der Sicherungsnehmerposition. Der Sicherungsnehmer zahlt eine (Versicherungs-) Prämie an den Sicherungsgeber, um sich gegen einen möglichen Ausfall einer Risikoposition zu versichern. Der CDS-Handel ist unabhängig vom Eigentum des Basisinstruments, das heißt, der Sicherungs-



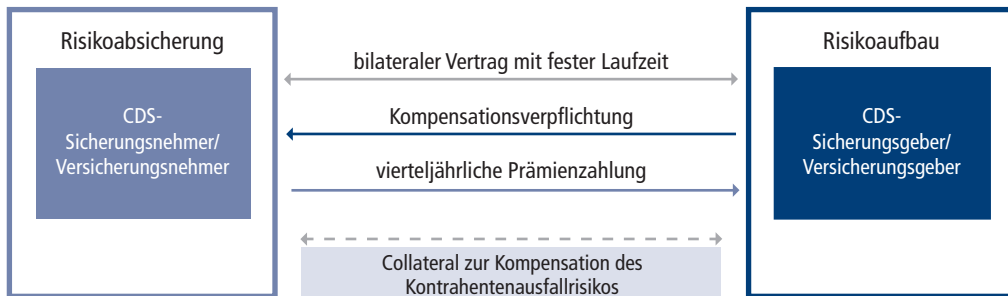
Dennis Antemann ist Mitarbeiter Unternehmenssteuerung und Fachverantwortlicher für den Bereich CDS und Treasury-Beratung bei der PSD Bank Westfalen-Lippe eG.

E-Mail: dennis.antemann@psd-wl.de



Martin Giesecke ist Bereichsleiter Unternehmenssteuerung und Prokurist bei der PSD Bank Westfalen-Lippe eG.

E-Mail: martin.giesecke@psd-wl.de

Abb. 1: vertragliche Konstruktion eines CDS

Quelle: pit-con

nehmer muss das dem CDS zugrundeliegende Referenzaktivum nicht besitzen und kann damit faktisch eine Leerabsicherung begründen (siehe Abbildung 1).

In der Praxis kommt es regelmäßig zu Differenzen zwischen den Spreads von Anleihen und CDS, deren Referenzschuldner identisch mit dem Anleiheemittenten ist. Diese Differenzen bezeichnet man als Basis. Ist der CDS-Spread höher als jener der Anleihe, spricht man von einer „positiven Basis“, bei höherem Anleihe-Spread von einer „negativen Basis“ (siehe Abbildung 2).

Die Grundüberlegung

Häufig sind auf Positionen im Investment-Grade-Bereich Spreadunterschiede von 20 Basispunkten (BP) oder mehr zu beobachten. Dazu folgendes Szenario: Eine Bank bietet 0,5 Prozent Guthabenzinsen für einen Sparbrief mit fünf Jahren Laufzeit. Eine Anleihe derselben Bank mit fünf Jahren Restlaufzeit notiert bei einer Rendite von 1 Prozent.

Beim vergleichbaren Risiko fällt die Entscheidung wohl auf die Anleihe mit der höheren Rendite. Was sich nach einer einfachen Entscheidung anhört, wird in der Praxis auch von professionellen Treasurern oftmals nicht gelebt, da nur selten ein Risikoprämienvergleich zwischen Anleihen und Kreditderivaten vorgenommen wird. Dabei kommt dem relativen Ver-

gleich von Risikoprämien für ein vergleichbares Risiko in Betracht des herausfordernden Marktumfelds eine immer größere Bedeutung zu.

Vor dem Hintergrund des allgemein niedrigen Renditeniveaus sind auch Differenzen von 20 BP heute viel gewichtiger als in früheren Zeiten. Beim Adressenausfallrisiko empfiehlt sich daher ein Blick auf CDS als eine ergänzende Alternative zu den etablierten Investitionen in Anleihen, da man beide Ausprägungen der Basis zur Erzielung höherer Risikoprämien ausnutzen kann und CDS ab einem Kontraktvolumen von 1 Million Euro grundsätzlich sehr liquide handelbar sind.

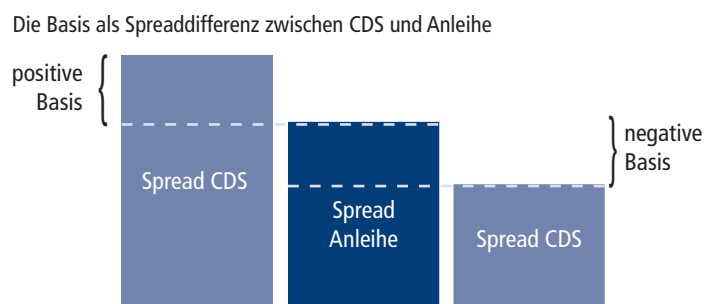
Aus den Charakteristiken von CDS ergeben sich verschiedene Einsatzmöglichkeiten. Zum einen kann das Anlagespektrum um CDS erweitert werden, um positive Ba-

sen auszunutzen oder Adressenausfallrisiken einzugehen, die sich über ein Direktinvestment in Anleihen mangels Marktliquidität oder wegen fehlender Anleiheemissionen nicht darstellen lassen.

Zum anderen ist es möglich, die Absicherungsfunktion von CDS zu nutzen und mithilfe von Mikro-Hedges Adressenausfallrisiken einzelner Emittenten zu reduzieren. In diesem Zusammenhang können auch so genannte Negative Basis Trades (NBT) begründet werden. Bei dieser Bewertungseinheitsform übersteigt der Spread-Vorteil der Anleihe den CDS-Spread über ein gewisses Niveau, sodass per Saldo ein risikoarmer Spread-Vorteil aus der Bewertungseinheit verbleibt. Diese Spread-Differenz wird über die Laufzeit des Geschäfts vereinbart.

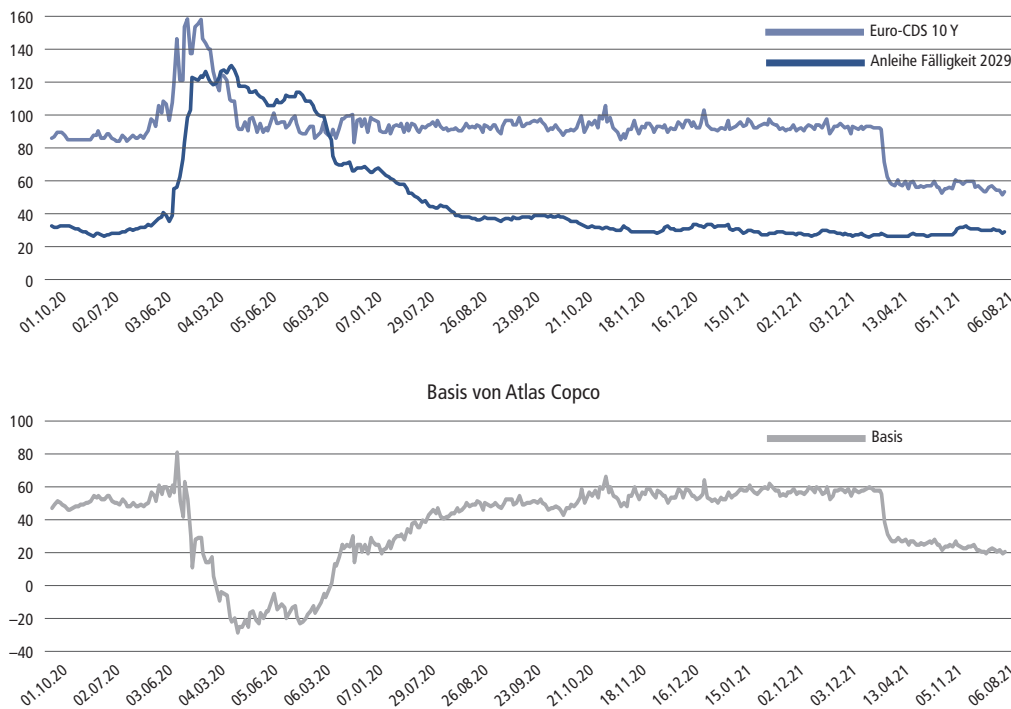
CDS im Eigenanlagenmanagement

In der Gesamtbankallokation der PSD Bank Westfalen-Lippe spielen Adressenausfallrisiken eine zentrale Rolle. Dabei kommen seit 13 Jahren regelmäßig CDS im Rahmen der zuvor beschriebenen Einsatzmöglichkeiten zum Einsatz. Vorrangig werden dabei positive und negative Basen systematisch ausgenutzt.

Abb. 2: schematische Darstellung der Basis als Spreaddifferenz

Quelle: pit-con

Abb. 3: Entwicklung der Basis von Atlas Copco (A+/A2)



Das Institut hat etwa 22 Prozent seines Adressrisikovolumentens über CDS aufgebaut, um hierdurch insbesondere die relativen Vorteile positiver Basen zu vereinnahmen. Der CDS-Bestand weist ein durchschnittliches Rating der Ratingagenturen Moody's, Fitch und S&P von mindestens A auf. Der Spreadbeitrag der CDS liegt bei rund 40 Prozent der mit dem Gesamtportfolio erzielten Spreads.

Durch die zehn in der ersten Jahreshälfte 2021 kontrahierten CDS mit einem Gesamtvolumen von 14 Millionen Euro und einer durchschnittlichen Laufzeit von 8,6 Jahren konnte gegenüber einer Investition in hinsichtlich des Risikoprofils vergleichbaren Anleihen ein Gesamtvorteil von 50.000 Euro p.a. und von 430.000 Euro auf die CDS-Laufzeit gerechnet erwirtschaftet werden. Die relativen Vorteile gegenüber dem Anleihenmarkt sind damit ein attraktiver Baustein zur Verbesserung des Risiko-Ertrag-Verhältnisses des Gesamtportfolios der Bank. Zudem lassen sich durch

den Einsatz von CDS Liquiditätskosten einsparen.

Eine dieser über ein internes Marktscreeing ermittelten Positionen war ein CDS mit zehnjähriger Laufzeit auf die Adresse Atlas Copco AB, die im Januar 2021 abgeschlossen wurde. Abbildung 3 zeigt, dass zu diesem Zeitpunkt eine positive Basis von 60 BP vorlag.

Somit konnte bereits mit einer Investition von 1 Million Euro ein Vorteil von 6.000 Euro p.a. und 60.000 Euro bezogen auf die Fälligkeit des CDS gegenüber der Anleihe erwirtschaftet werden. Anfang des Jahres 2020 lag die positive Basis sogar zeitweise bei 80 BP, bis sie sich mit Ausbruch der Coronakrise kurzfristig in eine negative Basis von etwa minus 20 BP umgekehrte.

Auch negative Basen nutzt die PSD Bank Westfalen-Lippe zur Erzielung risikoarmer Erträge aus. Der Vergleich zwischen Anleihe-Spread und CDS-Spread wird vor jedem Geschäftsabschluss vorgenommen. Bei einer negativen Ba-

sis erfolgt grundsätzlich der Kauf der Anleihe, da diese relativ zum CDS Ertragsvorteile mit sich bringt.

NBT machen mittlerweile 32 Prozent des Adressrisikovolumentens aus. Die Möglichkeit zum Abschluss von NBT ergab sich in den vergangenen Jahren bei Investment-Grade-Positionen in Euro unter anderem aufgrund der durch die Ankaufsprogramme der Zentralbanken ausgelösten Marktverzerrungen im Anleihemarkt seltener.

Dennoch gibt es immer wieder Marktphasen, die zusätzliche Ertragspotenziale bei vergleichbarem Risiko bieten. Dies war zuletzt im Jahr 2020 mit dem Beginn der Coronakrise der Fall. Die Verwerfungen des Markts ermöglichten der Bank den Abschluss von 19 NBT in Euro mit einer durchschnittlichen negativen Basis von 94 BP. Ein Beispiel dieser Positionen ist der Bertelsmann Verlag, bei dem – wie in Abbildung 4 zu sehen – im April 2020 nach Absicherung der Adressenausfallrisiken noch eine negative Basis von etwa 120 BP vorgelegen hat.

Bei einer Einengung der Basis vor Fälligkeit der Anleihe kann der Vorteil der negativen Basis oft bereits vorzeitig vereinnahmt werden. Mit der Markterholung im Jahr 2021 hat sich die durchschnittliche negative Basis der von der Bank im Jahr 2020 abgeschlossenen Geschäfte von 94 BP auf eine positive Basis von 13 BP umgekehrt.

Die Geschäfte konnten somit bereits nach einem Jahr mit hohem Bewertungsgewinn wieder aufgelöst werden. Eine Einengungsbewegung der negativen Basis von 120 BP sieht man auch bei Bertelsmann anhand der Abbildung 4. Bei einem Volumen von 1 Million Euro und der Auflösung des NBT nach der eingetretenen



WHAT'S NEXT?

EINLADUNG ZUR ORDENTLICHEN GENERALVERSAMMLUNG

Gestalten Sie die Zukunft mit und erleben Sie „next level DG VERLAG“.

Die Generalversammlung findet statt am **31.08.2021 um 9.30 Uhr im Schloss Biebrich, Rheingaustraße 140, 65203 Wiesbaden.**

TAGESORDNUNG

- ① Eröffnung und Begrüßung
- ② Bericht des Vorstandes über das Geschäftsjahr 2020, Vorlage des Jahresabschlusses zum 31. Dezember 2020 sowie Vorschlag zur Verwendung des Jahresüberschusses
- ③ Bericht des Aufsichtsrates über seine Tätigkeit
- ④ Bericht über die gesetzliche Prüfung und Erklärung des Aufsichtsrates hierzu
- ⑤ Beratung über den Prüfungsbericht gemäß § 59 Absatz 1 GenG und Beschlussfassung über den Umfang der Bekanntgabe des Prüfungsberichtes
- ⑥ Feststellung des Jahresabschlusses 2020 und Beschlussfassung über die Verwendung des Jahresüberschusses
- ⑦ Beschlussfassungen über die Entlastung des Vorstandes und des Aufsichtsrates
- ⑧ Beschlussfassung über die Änderung der Satzung
- ⑨ Wahlen zum Aufsichtsrat
- ⑩ Sonstiges

Wiesbaden, August 2021
Deutscher Genossenschafts-Verlag eG

Peter Erlebach
Vorsitzender des Vorstandes

Marco Rummer
Mitglied des Vorstandes



s.dgverlag.de/generalversammlung



Einengung konnte innerhalb von etwa neun Monaten ein risikoarmer Ertrag von 96.000 Euro generiert werden.

„Free Lunch“ am CDS-Markt?

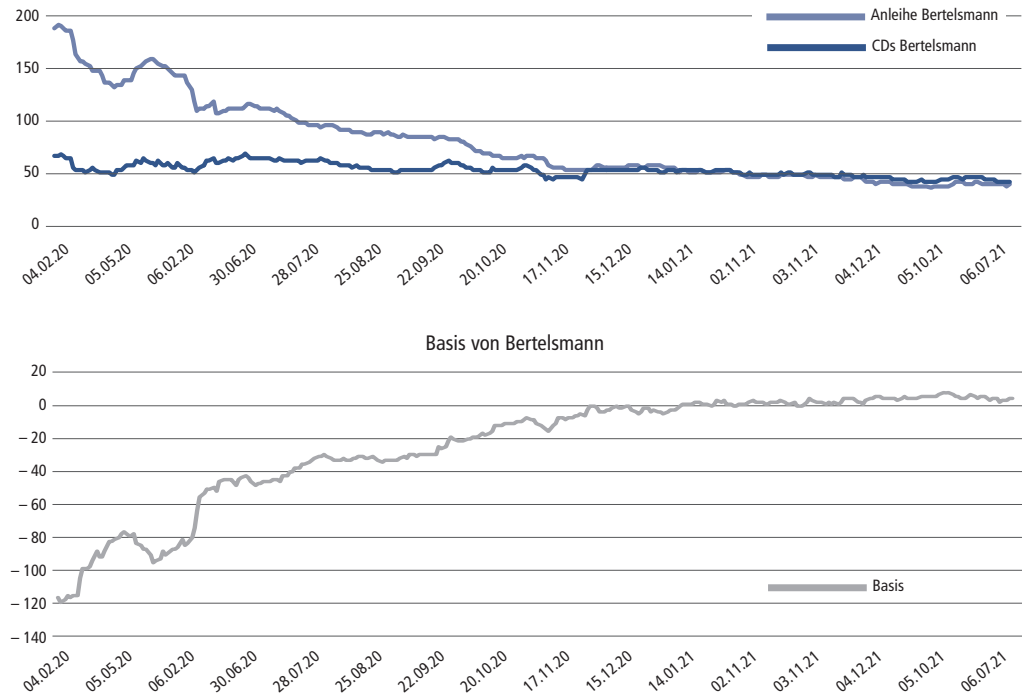
Auf informationseffizienten Finanzmärkten gibt es im Allgemeinen keinen „Free Lunch“. Daher mag es den einen oder anderen verwundern, dass bei ähnlichem Risiko zwischen Anleihen- und CDS-Märkten doch regelmäßig Spread-Differenzen (negative oder positive Basen) auftreten.

Die Differenzen sind unterschiedlichen Ursprungs. In ruhigeren Marktphasen – in den vergangenen Jahren zusätzlich verstärkt durch die Ankaufprogramme der EZB – sind an den Anleihen- und CDS-Märkten eher positive Basen zu beobachten. So war es auch vor Ausbruch der Coronapandemie. Diese Entwicklung ist auch Mitte 2021 wieder zu beobachten. Demzufolge führen insbesondere marktweite Stressphasen, aber auch unternehmensspezifische Risiken regelmäßig zu einem Anstieg der negativen Basen.

Ursächlich hierfür ist unter anderem die mit einem Anleihenerwerb verbundene Liquiditätsbindung. Liquiditäts-Spreads, die implizit Bestandteil der Preisbildung von Anleihen sind, spielen bei CDS keine direkte Rolle, da es sich um ein derivatives Instrument ohne nennenswerten Kapitaleinsatz handelt. Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass der Spread-Anstieg bei Anleihen in Krisenzeiten häufig stärker ausgeprägt ist als bei CDS.

Die Differenz der Credit-Spreads zwischen den Anleihen- und CDS-Märkten folgt also nachvollziehbaren Mustern und spiegelt vielfach den Stresspegel des Markts wider. Ein weiterer Erklärungsansatz auf Einzelpositionsebene kann beispielsweise eine Rating-

Abb. 4: Spreadentwicklung von Bertelsmann (BBB/Baa2)




Herabstufung sein. Sie kann kurzfristig zu einer negativen Basis führen, weil die Halter der Anleihen durch ihre Anlagerestriktionen aufgrund der Bonitätsabstufung zum Verkauf gezwungen werden, was den Credit-Spread der Anleihe überproportional ansteigen lässt.

Vielfältige Möglichkeiten

CDS bieten im Rahmen des Eigenanlagenmanagements und der Gesamtbankallokation vielfältige Möglichkeiten einer Ertragsoptimierung im Hinblick auf die Adressenrisiko- und die Liquiditätssteuerung. Über den vor dem erstmaligen Abschluss eines CDS nach den Vorgaben der MaRisk zu durchlaufenden Neue-Produkte-Prozess (NPP) ist sicherzustellen, dass die CDS-Geschäfte aufsichtsrechts- und handelsrechtskonform sowie steuerungsadäquat im Risikocontrolling, Meldewesen und Rechnungswesen der Bank abgebildet werden können.

Zudem müssen die CDS als Finanzinstrument in die Eigenanlagenstrategie aufgenommen werden. Dabei ist festzulegen, welche der bestehenden Einsatzmöglichkeiten im Rahmen des Eigenanlagenmanagements genutzt werden sollen. Die langjährigen Erfahrungen der PSD Bank Westfalen-Lippe zeigen, dass dies mit vertretbarem Aufwand prüfungssicher möglich ist.

Die Bonitätsprüfung des Referenzschuldners hat analog zum klassischen Anleiheinvestment zu erfolgen, was somit keinen Mehraufwand darstellt. Wenn dies beachtet wird, bietet der Einsatz von CDS sowohl im Eigenanlagenmanagement als auch in der Gesamtbankallokation zusätzliche Ertragspotenziale ohne die Notwendigkeit, das Gesamtbankrisiko hierfür ausweiten zu müssen. 

Automatisierter Posteingang mit Dokumentenerkennung.

DIGITALE POSTEINGANGSLÖSUNG



Schluss mit dem täglichen manuellen Sortieren und Verteilen von Briefen, Dokumenten und E-Mails! Unsere **digitale Posteingangslösung** automatisiert diese Prozesse, so sparen Sie Zeit und Kosten. Die **Rundum-sorglos-Lösung** umfasst die Dokumentenerkennung, eine intelligente Klassifizierung sowie die zuverlässige Weiterleitung in kürzester Zeit, auch filialübergreifend oder ins Homeoffice.

s.dgverlag.de/digitalisierung



Hier informieren!

DG VERLAG