

Inhalt

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Die Autoren | 11 |
| Vorwort | 13 |
| Einleitung | 15 |
| 1. Kapitel: Die Evolution des CDS-Marktes | 17 |
| 1.1 Credit Default Swaps (CDS) als Antwort auf die Savings & Loan-Krise in den USA | 17 |
| 1.2 Der CDS-Markt wird erwachsen: Die Etablierung der 2003er-Definitionen und die Entwicklung eines CDS-Indexuniversums | 20 |
| 1.2.1 Optionen | 22 |
| 1.2.2 First-to-Default (FtD)-Baskets | 24 |
| 1.2.3 Standardisierte Single-Tranche-CDOs | 26 |
| 1.3 Ausweitung der Produktwelt und CDS als »Binäre Option« des Kreditderivatemarktes | 30 |
| 1.3.1 Digital Default Swap (DDS) | 30 |
| 1.3.2 Recovery Default Swap (RDS) | 30 |
| 1.3.3 Constant Maturity CDS (CMCDS) | 31 |
| 1.3.4 Strukturierte Kreditderivate | 32 |
| 1.4 Die Rolle von Kreditderivaten während der Finanzkrise 2007/2008 | 34 |
| 1.5 Nach Lehman: der Beginn der Regulierung | 39 |
| 1.5.1 Clearing | 39 |
| 1.5.2 Small & Big Bang: die Supplements in 2009 | 40 |
| 1.6 Die europäische Staatsschuldenkrise und damit verbundene Phänomene am CDS-Markt | 42 |
| 1.6.1 Refinanzierungsdruck | 42 |
| 1.6.2 Quanto CDS | 44 |
| 1.7 Der Höhepunkt der Krise und die daraus resultierenden Implikationen für den CDS-Markt | 47 |
| 1.7.1 Eine griechische Tragödie | 47 |
| 1.7.2 Private Sector Involvement und CDS | 47 |
| 1.7.3 Der Short-Selling Ban auf europäische Staaten-CDS | 49 |
| 1.8 ISDA 2014 Credit Derivatives Definitions: Der nächste Evolutionsschritt im CDS-Markt | 52 |
| 1.8.1 Hintergrund | 52 |
| 1.8.2 Die Neuerungen in den 2014er-Definitionen | 54 |
| 1.9 Jüngere Entwicklungen im CDS-Markt | 59 |
| 1.9.1 Definitionen-Spreads und Index-Skew | 59 |
| 1.9.2 Index-Skew: Marktverwerfungen zwischen CDS-Indices und deren Einzelnamen-CDS | 60 |

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 1.9.3 Succession Events und Orphanic-Risiko: der Wegfall des Versicherungsgegenstands | 61 |
| 1.9.4 Regulierungszyklus | 63 |
| 1.9.4.1 Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) | 63 |
| 1.9.4.2 European Market Infrastructure Regulation (EMIR) | 66 |
| 1.9.4.3 MiFID II | 68 |
| 1.9.4.4 Basel III / Solvabilität II | 70 |
| 1.9.4.5 Die Kontroverse über die Einführung einer Finanztransaktionssteuer | 71 |
| 1.10 Die Zukunft des CDS-Marktes | 73 |
| 2. Kapitel: Funktionsweise von CDS | 81 |
| 2.1 Marktkonventionen und Marktstandards | 81 |
| 2.1.1 Referenzobligation/Referenzentität | 82 |
| 2.1.2 Wichtige Zeitpunkte/Quotierung am Markt | 83 |
| 2.1.3 Währung | 85 |
| 2.1.4 Coupon | 86 |
| 2.1.5 Spread/Upfront | 86 |
| 2.1.6 Auszahlungsprofil/Zahlungsströme | 87 |
| 2.1.7 Recovery Rate | 87 |
| 2.1.8 ISDA Credit Derivatives Definitions | 88 |
| 2.1.9 ISDA Transaction Type | 89 |
| 2.1.10 Handelbarkeit | 97 |
| 2.2 Credit und Succession Events | 99 |
| 2.2.1 Arten von Credit Events | 99 |
| 2.2.2 Asset Package Delivery | 106 |
| 2.2.2.1 Governmental Intervention für eine Financial Reference Entity | 106 |
| 2.2.2.2 Restructuring für die Reference Obligation einer Financial Reference Entity | 107 |
| 2.2.2.3 Restructuring auf einem Package Observable Bond (POB) für eine Sovereign Reference Entity | 108 |
| 2.2.3 Succession Event | 108 |
| 2.2.4 Determinations Committee | 111 |
| 2.2.4.1 Zusammensetzung der Determinations Committees | 111 |
| 2.2.4.2 Vorgehensweisen der Determinations Committees | 113 |
| 2.2.4.3 Vom Credit Event zur CDS-Auktion | 115 |
| 2.3 Der klassische Auktionsprozess | 119 |
| 2.3.1 Warum überhaupt eine CDS-Auktion? | 119 |
| 2.3.2 Ablauf der CDS-Auktion | 120 |
| 2.3.3 Cash und Physical Settlement in der Auktion | 125 |
| 2.3.4 Cheapest to Deliver | 126 |

| | | |
|-----------|-----------------------------------------------------------|------------|
| 2.4 | Settlement nach Credit Events bei anderen Kreditderivaten | 126 |
| 2.4.1 | CDS-Indices | 126 |
| 2.4.2 | Fixed Recovery CDS | 127 |
| 2.4.3 | Recovery Lock | 128 |
| 2.4.4 | Recovery Swap | 128 |
| 3. | Kapitel: Bewertung von CDS | 131 |
| 3.1 | Grundsätzliches Bewertungsprinzip | 131 |
| 3.2 | Generelle Annahmen und Bezeichnungen | 132 |
| 3.2.1 | Verwertungsquote | 132 |
| 3.2.2 | Collateral- und Counterparty-Ausfallrisiko | 134 |
| 3.2.3 | Bezeichnungen und mathematische Grundlagen | 135 |
| 3.3 | Herleitung der Bewertungsformel | 136 |
| 3.3.1 | Formel für Premium Leg | 137 |
| 3.3.2 | Formel für Default Leg | 139 |
| 3.3.3 | Bewertung eines CDS | 140 |
| 3.3.4 | Bewertung eines Index-CDS | 140 |
| 3.4 | Modellierung der Ausfallzeit | 142 |
| 3.4.1 | Exponentialverteilung | 142 |
| 3.4.2 | Stückweise konstante Ausfallintensität | 143 |
| 3.4.3 | Stochastische Ausfallintensität | 145 |
| 3.5 | Umrechnung von Par Spreads in Upfronts | 145 |
| 3.5.1 | Das Standard-ISDA-Modell | 146 |
| 3.5.2 | Das sogenannte Credit Triangle | 147 |
| 3.5.3 | Spread DVO1 | 148 |
| 3.5.4 | Praxis-Beispiel | 148 |
| 3.6 | Bewertung von Collateralized CDS | 150 |
| 3.7 | Berücksichtigung von Counterparty-Ausfallrisiko | 153 |
| 3.8 | CDS-(Index-)Optionen | 154 |
| 3.8.1 | Die Black-Formel | 155 |
| 3.8.2 | Vereinfachte Zahlungsströme in der Black-Formel | 157 |
| 3.8.2.1 | Upfront Settlement | 158 |
| 3.8.2.2 | Ausfall-Kompensation bei Index-Optionen | 159 |
| 3.9 | Bewertung von Collateralized Debt Obligations (CDOs) | 161 |
| 3.9.1 | Generelle Bewertungsmethodik | 161 |
| 3.9.2 | Ein-Faktor-Copula-Modelle für homogene Baskets | 163 |
| 3.9.2.1 | Das Gauß'sche Copula-Modell | 165 |
| 3.9.2.2 | Andere Ein-Faktor-Copula-Modelle | 167 |
| 3.9.3 | Modellkritik und komplexere Modelle | 171 |
| 3.9.4 | Praktische Anwendung von Ein-Faktor-Copula-Modellen | 172 |

| | |
|--------------------------------------------------------|------------|
| 4. Kapitel: Sonderfälle und Sondersituationen | 175 |
| 4.1 Quanto-CDS-Spread | 175 |
| 4.1.1 Hintergrund | 175 |
| 4.1.2 Bewertungsfaktoren und Interpretationen | 176 |
| 4.1.2.1 Ausfallzahlung | 176 |
| 4.1.2.2 Hedging-Kosten beziehungsweise positives Gamma | 177 |
| 4.1.3 Bewertungsmodelle | 179 |
| 4.1.4 Empirische Beobachtungsbeispiele | 179 |
| 4.2 Definitionen-Spread | 181 |
| 4.2.1 Hintergrund | 181 |
| 4.2.2 Unterschiede | 182 |
| 4.2.2.1 Trigger | 182 |
| 4.2.2.2 Einlieferbarkeit/Asset Package Delivery | 183 |
| 4.2.2.3 Succession Events | 185 |
| 4.2.3 Case Studies | 185 |
| 4.2.3.1 Novo Banco/Banco Espirito Santo | 185 |
| 4.2.3.2 Banca Monte dei Paschi di Siena | 187 |
| 4.2.3.3 Banco Popular Español | 188 |
| 4.3 Restrukturierungen | 189 |
| 4.3.1 Beispiel Norske Skog | 191 |
| 4.3.2 Beispiel Isolux | 192 |
| 4.3.3 Beispiel New Look | 192 |
| 4.3.4 Codere | 194 |
| 4.4 Orphanic CDS | 195 |
| 4.4.1 Hintergrund | 195 |
| 4.4.2 Handel | 195 |
| 4.4.3 Beispiele | 196 |
| 5. Kapitel: Handelsstrategien | 199 |
| 5.1 Bond-CDS-Basis | 199 |
| 5.1.1 Bewertungsdifferenzen zwischen Anleihen und CDS | 199 |
| 5.1.1.1 Definition und Konzept der Bond-CDS-Basis | 199 |
| 5.1.1.2 Haupttreiber, Ursachen und Existenzgründe | 200 |
| 5.1.1.3 Historische Entwicklung der Bond-CDS-Basis | 202 |
| 5.1.1.4 Messmethoden der Bond-CDS-Basis | 204 |
| 5.1.1.5 Eigenschaften der negativen Basis | 206 |
| 5.1.2 Trading von negativer Basis | 208 |
| 5.1.2.1 Handelsmotivation | 208 |
| 5.1.2.2 Technische Erwägungen | 210 |
| 5.1.2.3 Aktives Management | 213 |
| 5.1.2.4 Risikomanagement | 218 |

| | | |
|-----------|------------------------------------------------------|------------|
| 5.2 | Der CDS als Spekulationsinstrument | 222 |
| 5.2.1 | Zinsrisiko eines CDS im Vergleich zu einer Anleihe | 222 |
| 5.2.2 | Juristische Risiken | 223 |
| 5.2.3 | Aspekte der Liquidität und positive Basis | 225 |
| 5.3 | Kapitalstrukturstrategien | 226 |
| 5.3.1 | Grundmechanik | 226 |
| 5.3.2 | Aufbau | 229 |
| 5.3.3 | Ertragsprofil | 231 |
| 5.3.4 | Beispiel | 235 |
| 5.3.5 | Risiken | 237 |
| 5.3.5.1 | Kursverlustrisiken | 237 |
| 5.3.5.2 | Veränderungen der Kapitalstruktur | 238 |
| 5.3.5.3 | Recovery-Risiko | 238 |
| 5.3.5.4 | Prospekt-/Dokumentationsrisiken | 239 |
| 5.4 | Kurvenstrategien | 240 |
| 5.4.1 | Aufbau | 240 |
| 5.4.2 | Ertragsprofil | 243 |
| 5.4.2.1 | Rolldown-Ertrag | 243 |
| 5.4.2.2 | Kursgewinne und -verluste | 245 |
| 5.4.2.3 | Carry-Komponenten und Hedge-Ratios | 246 |
| 5.4.3 | Beispiel | 249 |
| 5.4.4 | Risiken | 252 |
| 5.4.4.1 | Mark-to-Market-Risiko | 252 |
| 5.4.4.2 | Ausfallrisiko | 253 |
| 5.4.4.3 | Rollrisiko | 254 |
| 5.4.4.4 | Risiken bei speziellen Kreditereignissen | 254 |
| 5.5 | Erweiterte CDS-Handelsstrategien | 255 |
| 5.5.1 | Index Skew Trades | 255 |
| 5.5.1.1 | CDS-Indizes | 255 |
| 5.5.1.2 | Abweichungen vom intrinsischen Wert | 257 |
| 5.5.1.3 | Umsetzung von Index-Skew-Positionen | 258 |
| 5.5.2 | Pair Trades | 260 |
| 5.5.2.1 | OLS-Modell | 260 |
| 5.5.2.2 | Handelsaspekte | 263 |
| 5.5.2.3 | Erweiterte Strategien | 265 |
| 6. | Kapitel: Die Regulierung des CDS-Marktes | 267 |
| 6.1 | Regulierungszyklus 2008 bis 2018 | 267 |
| 6.2 | Europäische Institutionen der Finanzmarktregulierung | 268 |
| 6.3 | Leerverkaufsverbot | 271 |
| 6.4 | Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) | 276 |



| | |
|-----------------------------------------------------------|------------|
| 6.5 European Market Infrastructure Regulation (EMIR) | 280 |
| 6.5.1 Bilaterale CDS-Transaktionen im ICE-Clearing | 281 |
| 6.5.2 ICE-Plattform-Transaktion | 281 |
| 6.6 Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II | 285 |
| Fazit | 293 |
| Referenzen | 295 |
| Abkürzungsverzeichnis | 301 |
| Stichwortverzeichnis | 305 |

