

„CDS im Zentrum der Finanzkrise“

Author : Redaktion

Smart Investor: Der Name des XAIA Credit Curve Carry ist für den Anleger nicht selbsterklärend. Können Sie den Investmentansatz des Fonds kurz beschreiben?

Vogt: Der Fonds transferiert eine bekannte Investmentstrategie aus dem Staatsanleiheuniversum in die Welt der Credit Default Swaps (CDS). Der Ertrag des Fonds wird generiert, indem er von der Laufzeitverkürzung von CDS-Positionen profitiert, ohne dabei das Risiko eines Kreditausfalls eingehen zu müssen. Hierzu wird in länger laufende CDS eines Emittenten investiert (Kreditausfallversicherung verkauft) und in gleicher Höhe mit kurzlaufenden CDS desselben Emittenten abgesichert (Kreditausfallversicherung gekauft). Der Fonds eröffnet somit die Möglichkeit, Risikoprämien am Kreditmarkt zu vereinnahmen, ohne hierbei Zinsrisiken und v.a. Ausfallrisiken (der zentrale Bestandteil des Kreditrisikos) eingehen zu müssen. Das Investmentuniversum umfasst dabei alle liquide handelbaren CDS aus den Segmenten Staaten-CDS, Unternehmens-CDS und Financial CDS. Das Spektrum umfasst etwa 2.000 Emittenten.

Smart Investor: Mit welcher Rendite bzw. welchem Risiko, gemessen am Maximum Drawdown, können bzw. müssen Anleger rechnen?

Vogt: Wir sehen für die CDS-Kurvenstrategie ein durchschnittliches mehrjähriges Ertragspotenzial in Höhe von 3-MonatsEuribor plus 5% und haben als maximalen Drawdown das Lehman-Szenario zugrunde gelegt. Hierbei lag der Drawdown im Jahre 2008 bei etwa 20% im CDS-Markt für Hochzinsanleihen. Die Investitionsquote des Fonds wird also so gesteuert, dass eine über Nacht auftretende Lehman-Situation einen Marktwertverlust von maximal 20 % bedingt. Eine unserer Ansicht nach extrem konservative Einschätzung, da sich damals auch die Lehman-Pleite gerade im CDS-Markt schon länger angekündigt hatte. Und zugleich eine konzeptionelle Idee, eine antizyklische Investitionsstrategie zu verankern: In Zeiten hoher Risikoprämien kann mehr investiert werden, in Zeiten niedriger Risikoprämien indes weniger.

Smart Investor: Wie ist die Korrelation der Strategie zu anderen Anleiheklassen? Gibt es eine Volumenbegrenzung für die Strategie?

Vogt: Die Marktbewegung des Fonds ist an die allgemeine Entwicklung an den Kreditmärkten gekoppelt. Eine Spreadausweitung führt zu Marktwertverlusten, eine Einengung der Risikoaufschläge zu einem Marktwertgewinn. Allerdings ist die zentrale Ertragsquelle, also der Ertrag, der durch die Laufzeitverkürzung erzielt wird, davon weitgehend unabhängig. Der Fonds bewegt sich allerdings in engeren Bandbreiten als klassische Konstruktionen, da das Extremszenario, der Ausfall eines Emittenten, abgesichert ist. Es bestehen aufgrund der kompletten Absicherung also auch keinerlei Risiken hinsichtlich der Verwertungsquote (die Höhe der Rückzahlung im Falle eines Ausfalls) eines Kreditinvestments – ein Risiko, das generell unterschätzt wird und unserer Meinung nach in den nächsten Jahren verstärkt zum Tragen kommen wird. Im aktuellen Marktumfeld sehen wir ein Zielvolumen von maximal 500 Mio. EUR (Stand 21.9.: 59,2 Mio. EUR) als effizient umsetzbar.

Smart Investor: Sie nutzen in der Strategie CDS. Seit der Lehman-Krise haben diese Verbriefungen nicht mehr den besten Ruf. Was hat sich seither bei diesen Instrumenten geändert?

Vogt: CDS sind bilaterale Versicherungsverträge zwischen zwei Vertragspartnern. Obwohl diese Versicherungsverträge im Zentrum der Finanzkrise standen, sind sie zu Unrecht als Verursacher derselben gebrandmarkt worden. Allerdings war damals die mangelnde Besicherung der Verträge ein Problem, nämlich genau dann, als Lehman seinen Verpflichtungen u.a. aus CDS-Verträgen nicht mehr nachkommen konnte. Als direkte Folge der Lehman-Krise wurden viele Maßnahmen ergriffen, um die Effizienz und die Stabilität des CDS-Marktes zu erhöhen. Neben wichtigen Standardisierungen der Vertragsgestaltung und der Marktmechanismen stand hier v.a. der Handel über zentrale Clearinghäuser im Mittelpunkt der Bestrebungen. CDS können inzwischen wie börsennotierte Derivate gehandelt werden, in denen Marginvereinbarungen (also die Verpflichtung der Vertragspartner, kontinuierlich Sicherheiten zu stellen) über eine zentrale Clearingstelle abgewickelt werden. Hiermit unterscheiden sich CDS hinsichtlich der Besicherung nicht mehr von klassischen Derivaten wie bspw. IndexFutures. Die letzte Maßnahme, die seit Anfang des Jahres in Kraft getreten ist, umfasst die vollständige

Transparenzpflicht aller Marktteilnehmer gegenüber den Aufsichtsbehörden. Im Gegensatz zu 2008 wissen die regulativen Institutionen vollumfänglich Bescheid, welche Versicherungsverträge zwischen welchen Kontrahenten abgeschlossen wurden. Somit ist der zentralen Kritik an CDS während der Finanzkrise Rechnung getragen worden.

Smart Investor: Herr Vogt, vielen Dank für die interessanten Ausführungen.

Christofer Vogt ist seit 2011 bei XAIA Investment und dort für das Portfoliomanagement zuständig. Zuvor studierte er Finance & Information Management an der Technischen Universität München/Universität Augsburg sowie an der University of Toronto.