

Anleihenmarkt

Credit Default Swaps: Wie Investoren mit negativen Basistransaktionen verdienen können

In Zeiten stark schwankender Märkte und unsicherer Aussichten erscheinen für Fixed-Income-Investoren die Prämiendifferenzen zwischen Anleihen und Kreditausfallversicherungen wieder attraktiv. Das Ausnutzen dieser Marktgegebenheiten funktioniert über sogenannte „Negative Basis Trades“.

Die Märkte machen vielen Anlegern gerade keine Freude, denn über alle Assetklassen hinweg sind die Schwankungen hoch. Davon sind auch Anleihen aktuell überdurchschnittlich stark betroffen, sodass Fixed-Income-Investoren vor besonderen Herausforderungen stehen. Eine Möglichkeit, Erträge über dem Euribor-Zinssatz zu vereinnahmen, ist die Kombination aus Unternehmensanleihen und den zugehörigen Kreditabsicherungen (CDS). CDS steht für Credit Default Swap, also den Tausch des Ausfallrisikos eines Emittenten. Dieser Markt wird unter professionellen Investoren genutzt, um sich gegen das Ausfallrisiko eines Schuldners abzusichern und funktioniert letztlich wie eine normale Versicherung. Der Versicherungsnehmer möchte das Risiko der Zahlungsunfähigkeit eines Schuldners absichern und erwirbt für eine feste Laufzeit eine entsprechende Ausfallversicherung. Sollte während der Laufzeit die Insolvenz des abgesicherten Schuldners festgestellt werden, erhält der Versicherungsnehmer eine Ausgleichszahlung in Höhe des vereinbarten Betrages. Als Gegenleistung für diese Ausfalldeckung zahlt er eine Versicherungsprämie. Das Besondere hierbei ist die unterschiedliche Bepreisung zwischen Anleihe und Kreditderivat, insbesondere in volatileren Märkten bieten sich attraktive Opportunitäten und risikofreie Sondererträge.

Anders als am klassischen Versicherungsmarkt werden die Bedingungen für Kreditversicherungen am CDS-Markt aber nicht einzeln ausgehandelt, sondern in standardisierter Form angeboten, so dass der Kauf oder auch der Verkauf eines CDS-Kontrakts ähnlich wie der Kauf oder Verkauf einer Anleihe oder eines Devisensicherungsgeschäftes erfolgen kann. Die Marktteilnehmer sind fast aus-



Foto: Unternehmen

Sergej Oganessov
Portfoliomanager bei der nordIX AG

nahmslos internationale Banken, die am CDS-Markt Kreditrisiken laufend bewerten, anbieten und handeln.

Negative Basis Trades als zentrale Ertragskomponente

Der Hintergrund: Bei vielen Anleihen wird das Ausfallrisiko höher bewertet als die entsprechende Versicherung auf dem Kreditderivatemarkt. Diese Preisunterschiede, die sogenannte negative Basis, werden im Rahmen von Negativen Basis Trades gezielt ausgenutzt und stellen die zentrale Ertragskomponente solcher Anlagekonzepte dar. Die Basis wird also dann als negativ definiert, wenn der CDS enger gehandelt wird als der Spread der physischen Anleihe für dieselbe Laufzeit. Wenn die Basis negativ ist, können Anleger eine nahezu risikolose Rendite erzielen, indem sie eine physische Anleihe kaufen und dieselbe Anleihe mit einem CDS mit gleicher Laufzeit absichern. Der originäre Zweck des CDS liegt natürlich in seiner Funktion als Absicherungsinstrument gegen einen Ausfall des Emittenten. Da der Preis, zu dem man einen CDS handelt, dem Credit Spread des Emittenten entspricht, ergeben sich aus der Handelbarkeit weitere Anwendungsgebiete, nämlich die Spekulation auf die zukünftige Entwicklung desselben.

Um von den unterschiedlichen Spreads zwischen dem Kassamarkt und dem Derivatemarkt zu profitieren, erwerben Investoren den günstigen Vermögenswert und verkaufen den teureren, entsprechend dem bekannten Motto von „buy low, sell

high“. Negative Basen auf bekannte Emittenten sind dabei nicht unüblich und bieten immer wieder spannende Investmentopportunitäten. So konnte jüngst zum Beispiel auf den finnischen Telekommunikationskonzern Nokia eine Negative-Basis-Transaktion abgeschlossen werden, bei welcher der Mehrertrag auf der Anleihe gegenüber dem CDS bei über 1,20 Prozent lag.

Zinsänderungsrisiken werden durch verschiedene Instrumente abgesichert

Es wird davon ausgegangen, dass sich die negative Basis bei oder nahe der Fälligkeit der Anleihe schließlich verringert (in Richtung des natürlichen Werts von Null). In dem Maße, in dem sich die Basis verringert, wird das Geschäft mit der negativen Basis profitabler. Der Anleger kann den teuren Vermögenswert zu einem niedrigeren Preis zurückkaufen und den billigen Vermögenswert zu einem höheren Preis verkaufen, wodurch er einen Gewinn erzielt. Die „Versicherer“ des Kreditrisikos mittels CDS sind Investmentbanken mit einem sehr guten Rating von durchschnittlich Single-A. Ein Zinsänderungsrisiko wird durch Zinsswaps, eventuelle Währungsrisiken durch Devisentermingeschäfte abgesichert. Insbesondere die Absicherung der Zinsrisiken ist im aktuellen Marktumfeld mit tendenziell weiter steigenden Zinsen ein elementarer Baustein und führt aufgrund der steigenden Geldmarktsätze zu einer höheren Rendite der Negativen-Basis-Transaktion.

Durch die Bündelung von Anleihen, CDS, Zinsswap und Devisentermingeschäft und im Rahmen eines aktiven Portfoliomanagements können institutionelle Investoren somit auch in schwierigen Marktphasen eine gegen Marktrisiken abgesicherte, positive Marge realisieren. Dadurch wird der Anleger so gestellt, als wenn er in eine variabel verzinsliche Euro-Anleihe investiert, deren Rückzahlung durch den Sicherungsgeber gewährleistet ist. Nicht nur in stürmischen Zeiten, sondern auch in ruhigen Phasen enger Spreads bietet das Konzept der Negativen Basis Investoren die Möglichkeit, eine gegen Marktrisiken

abgesicherte positive Marge zu realisieren. Wichtig dabei: Die sorgfältige Absicherung aller Risiken setzt den simultanen Abschluss aller Instrumente voraus. Kursrisiken bei diesem Konzept entstehen durch Änderungen des Zinsniveaus, Ausfallrisiken können bei der Zahlungsunfähigkeit von Anleihe-Emittent auftreten, wenn die Absicherungen nicht greifen. Ebenso können Kontrahenten-Risiken durch Ausfall des Sicherungsgebers bestehen.

Erfolgreiche Anlagestrategie auch in schwierigen Zeiten

Wie in der jüngeren Vergangenheit deutet auch das derzeitige herausfordernde Marktumfeld darauf hin, dass sich die Konstellationen für Negative Basis Trades immer wieder ergeben werden. Ein aktiver Management-Ansatz, der das Marktumfeld kontinuierlich beobachtet, ist unerlässlich. Der Kapitalmarkt bietet aus verschiedensten Gründen interessante Negative-Basis-Transaktionen. Sei es zum Beispiel aufgrund von Ratingveränderungen des Emittenten oder technische Verzerrungen des Anleihe-marktes unter anderem bedingt durch die Notenbankpolitik.

In den vergangenen Jahren hat sich eine auf Negative Basis Trades beruhende Anlagestrategie als erfolgreich herausgestellt. Entsprechende, international investierende Investmentfonds haben trotz diverser Marktrisiken seit März 2020 positive Ergebnisse erzielt bei einer Volatilität, die im niedrigen einstelligen Bereich nur einen Bruchteil der Schwankungsbreite der großen Indizes beträgt, und einem positiven Sharpe Ratio. Das zeigt, dass die Rendite mit unterdurchschnittlichem Risiko erwirtschaftet worden ist. ♦

Unser Autor:

Unser Autor **Sergej Oganessov** ist Portfoliomanager bei der nordIX AG und verantwortlich für den Fonds „nordIX Basis“, der ausschließlich in „Negative Basis Trades“ investiert und Anlegern damit eine Möglichkeit bietet, den CDS-Markt aktiv zu nutzen. Die 2009 gegründete nordIX AG ist ein Anleihenmakler und auf Anleihen und Derivate spezialisierter Asset Manager mit Sitz in Hamburg.
<https://nord-ix.com>

Das ganze Jahr perfekt informiert/investiert

EXXECNEWS
INSTITUTIONAL

Der Newstitel für
Executives des institutionellen
Asset-Managements.
Monatliches Erscheinen.

