

The impact of counterparty risk on CDS and bond price discovery during the sub-prime crisis

Der Markt für Credit Default Swaps (CDS) hat sich im letzten Jahrzehnt exponentiell entwickelt. Es handelt sich dabei um einen Markt für die Absicherung von Kreditausfällen privater und öffentlicher Schuldner welche ausserbörslich (OTC) gehandelt werden. Der Emittent des CDS übernimmt das Risiko für den CDS-Käufer, wenn ein bestimmter Schuldner Bankrott geht. Der CDS „protection buyer“ zahlt dem CDS „protection seller“ periodisch eine Prämie. Als Gegenleistung wird der Käufer entschädigt falls der bestimmte Schuldner Bankrott geht.

Nun stellt sich die Frage wie sich die Marktakteure verhalten, wenn das Risiko steigt, dass die CDS Emittenten Bankrott gehen. Dieses Risiko wird Gegenparteirisiko genannt und war während der Interbankenkrise im Jahre 2007 stark erhöht. Im Falle eines Bankrotts könnten dann die CDS nicht ausbezahlt werden – die Versicherung wäre dann für den CDS „protection buyer“ wertlos.

Die Arbeit analysiert, ob das Gegenparteirisiko einen Einfluss auf das Tradingverhalten von Markakteuren hat. Von wenigen Ausnahmen abgesehen wurde das Gegenparteirisiko in der theoretischen Kreditrisikobewertung vernachlässigt. Vor allem die empirische Untersuchung einer Kausalität zwischen dem Gegenparteirisiko sowie der Preisbildung für Kreditrisiko (CDS und Obligationen/Bonds) ist neu.

Es wird vorausgesetzt dass die Marktteilnehmer Risiken möglichst vermeiden wollen, also risikoavers sind. Da der Obligationenmarkt nicht direkt vom Gegenparteirisiko beeinflusst wird, müssten sich durch einen Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit eines CDS „protection seller“ die Investitionen weg vom CDS Markt zu Gunsten vom Obligationenmarkt verschieben. Deshalb wird untersucht, ob sich diese Hypothese nicht nur theoretisch, sondern empirisch auch in der Preisbildung von US Unternehmens-CDS und Obligationen durchsetzt, ob also bei erhöhtem Gegenparteirisiko der Obligationenmarkt die Preisbildung anführt. Anhand verschiedener Modelle wird sichtbar, dass das Gegenparteirisiko praktisch keinen Einfluss auf die Preisführerschaft hat – der CDS Markt führt überwiegend. Nur sehr schwach ist erkennbar, dass der CDS Markt bei erhöhtem Gegenparteirisiko weniger stark die Preisbildung anführt. Folglich bedeutet dies, dass das stark erhöhte Gegenparteirisiko von den Marktteilnehmern während der Interbankenkrise unterschätzt wurde.

Dieses Phänomen war im Fall von AIG sichtbar, welche eine grosse Anzahl CDS an Dritte zur Absicherung von Lehman Brothers verkauft hatte. Als Lehman Brothers am 15. September 2008 Bankrott ging, hatte AIG nicht genügend Geld um alle „protection buyers“ zurückzuzahlen und die CDS Absicherungen wurden für die CDS Käufer wertlos. Ebenfalls stellte sich heraus, dass AIG etliche Toxic Assets grosser Finanzinstitute durch CDS versichert hatte. Durch die staatliche Rettung von AIG konnte der negative Effekt auf die CDS „protection buyers“ jedoch reduziert werden.