

Standardisierung der Bewertung von Kreditderivaten

Arbeitsergebnisse der DVFA Expertgroup „Credit Derivatives Valuation Standards“

Von Thorben Kremers, CCrA, Landesbank Baden-Württemberg, Leiter der DVFA-Expertgroup „Credit Derivatives Valuation Standards“*

Kreditderivate (Credit Default Swaps), als kleinster gemeinsamer Nenner verschiedenster innovativer Ausgestaltungsformen strukturierter Kreditprodukte, sind besonders in der aktuellen Subprimekrise als Gradmesser für Credit Risk mehr denn je im Fokus der Marktteilnehmer und Gegenstand öffentlicher Debatten. Es mehrten sich gerade in diesem Bereich Diskussionen um Bewertungsmethoden, welche in einem unter Liquiditätsentzug leidenden Structured Credit Markt an Bedeutung gewinnen. Auf der Ebene der einzelnen Unternehmen (Single Name CDS) hat der jüngste Krisenverlauf gezeigt, dass die Reagibilität der Kreditderivate auf Änderungen der Risikokomponenten deutlich höher ist als bei der Preisfindung von Cash Bonds. So hat sich der Trend weg vom ursprünglichen Halten auf Endfälligkeit von Credit Exposure hin zu einem aktiven Handel von Credit Risk in der Subprimekrise nicht nur weiter fortgesetzt, sondern gar beschleunigt. Wie deutlich dieser Trend ist, zeigt der Umstand, dass einzelne Marktteilnehmer auch die Anlageseite größtenteils über Credit Default- und Total Return Swaps abbilden. Der ursprüngliche Absicherungsaspekt von Kreditderivaten bricht demnach immer mehr auf. Die adäquate, transparente und verlässliche Bepreisung von Credit Default Swaps hat dementsprechend in den letzten Jahren massiv an Bedeutung gewonnen.



Thorben Kremers

Expertgroup Credit Derivatives Valuation Standards

Aus diesem Grund wurde auf Initiative der DVFA eine Expertenrunde ins Leben gerufen. Als Ziel wurde die Erarbeitung von Best Practice-Standards aus der Perspektive von Investoren und Analysten für die Bewertung von Kreditderivaten – insbesondere Credit Default Swaps (CDS) – definiert. Über die Erarbeitung von Standards bei der Bewertung von Kreditderivaten sowie eines Überblicks über die Modelle zur Bewertung von Kreditderivaten hinaus soll ein nationales als auch internationales Level Playing Field geschaffen werden. Die Expert Group Credit Derivatives Valuation Standards ist dabei interdisziplinär aufgebaut, so dass Experten aus Theorie und Praxis zusammenarbeiten. Zu den Mitgliedern der Expert Group zählen Vertreter

der DZ Bank, Commerzbank, State Street Bank, International Index Company sowie der Universität Hohenheim und der Frankfurt School of Finance & Management. Auf europäischer Ebene verfolgt die EFFAS-EBC (European Bond Commission) dieses nationale Projekt mit großem Interesse, so dass eine Standardlegung im europäischen Raum unter den EFFAS-Mitgliedern ein weiterer Planungsschritt ist.

Die erarbeiteten DVFA Standards zur Bewertung von Kreditderivaten

Es können zwei in der Praxis genutzte Modellvarianten im weiteren Sinne eingegrenzt werden:

- ◆ Intensitätsmodelle (Reduced Form Models)
- ◆ Firmenwertmodelle (Structural Models)

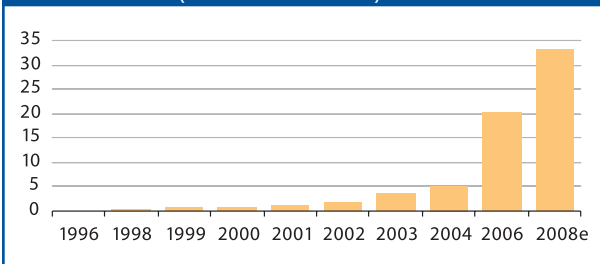
Während sich der erste Bereich hauptsächlich auf Input-Daten des Fixed Income-Marktes bezieht, so verwenden Structural Models Größen aus der Bilanz sowie des Aktienmarktes. Sollte eine zu bewertende Adresse demnach keine Bonds ausstehen haben, kann das Credit-Risiko dennoch bewertet werden. Somit sind Vergleichsdaten aus dem Fixed Income-Markt bei diesem Modellansatz nicht zwingend notwendig. Es wurden auf Basis der Intensitätsmodelle Standards gebil-

det, die sämtlichen Ausgangspositionen sowie Datenverfügbarkeiten gerecht werden, um Credit-Risiko in Form von Kreditderivaten bewerten zu können.

Über die reine Definition und die Funktionsweise von Firmenwertmodellen hinaus ist ein Added Value in Form von Sensitivitätsanalysen der jeweils in das Modell einfließenden Parameter erfolgt. So wurden Stellschrauben definiert und deren Auswirkung auf das Bewertungsergebnis dargestellt. Schließlich können Investment Professionals das DVFA-Modell zur Bewertung von Credit Default Swaps in Form einer Open Source Excel-Applikation anwenden.

Über diese quantifizierbaren Risikobewertungsmethoden hinaus wird zudem das Thema nicht quantifizierbarer Risiken dargelegt. Dieses schließt die ganzheitliche Risikobetrachtung, welche aus Sicht der Expert Group zur Bewertung von Kreditderivaten notwendig ist, ab.

ABB. 1: WELTWEITES MARKTVOLUMEN AUSSTEHENDER KREDITDERIVATE (IN BILLIONEN USD)



Quelle: BBA

Fazit

Mit Hilfe der DVFA Standards soll nach Ansicht der DVFA-Expertengruppe ein Know-how-Transfer stattfinden, der das Verständnis für die Bewertung von CDS auf eine breitere Basis stellt. Die Bepreisung von Credit Risk gewinnt zunehmend an Bedeutung und ist längst zum Wettbewerbsfaktor geworden. Ein Zugang zu diesem Markt kann in Form der DVFA-Standards basierend auf der Darstellung von Bewertungsmethoden über die Analyse von Sensitivitäten und der mathematischen Nachbildung erleichtert werden. Die Ergebnisse einer Entwicklungsarbeit, welche v. a. kleinere Investmenthäuser leisten müssten, sind dadurch bereits verfügbar. Am deutlichsten wird dies an einem von der Expert Group erstellten und kostenfrei verfügbaren Software-Bewertungstool sichtbar. Durch die Offenlegung der Programmschritte und Ausformulierung der mathematischen Umsetzung der Bewertung lässt sich das entwickelte Bewertungstool für spezielle Annahmen und Vorgaben zur Bewertung von Credit Risk durch die Institution, welche das Tool einsetzt, anpassen. Die Standards sind, ebenso wie das Open Source-Bewertungsmodell, auf der Website der DVFA herunterladbar: www.dvfa.de.



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

Was Analysten und Investoren wirklich wissen wollen

18. Juni 2008, 15. Oktober 2008, Frankfurt am Main

Die DVFA bietet in Kooperation mit dem DIRK (Deutscher Investor Relations Verband) IR-Verantwortlichen in einem Tages-Workshop die Gelegenheit, sich anhand von Beispielen und realen Fällen mit Vertretern der Hauptzielgruppe der IR – Analysten und institutionellen Anlegern – auseinanderzusetzen und aus erster Hand zu erfahren, auf welche Themen und Sachverhalte Finanzanalysten und Investoren das Hauptaugenmerk richten. Es geht dabei nicht um Vermittlung von theoretischem Wissen, sondern um den direkten Dialog und Erfahrungsaustausch mit der Zielgruppe.



DVFA-ANALYST MEETINGS 2008

Immobilienkonferenz

11.-12. Februar 2008, Frankfurt am Main

IT/Telco Small & MidCap Day

6. März 2008, CeBIT Hannover

Taking ESG into Account

11.-12. März 2008, Frankfurt am Main

6th SCC_ - Small Cap Conference

25.- 28. August 2008, Frankfurt am Main

5th SEQ_ - Smart Equities Conference

2. - 3. Dezember 2008, Frankfurt am Main

DVFA-POSTGRADUIERTEN-AUSBILDUNGEN 2008

CIIA® Certified International Investment Analyst

11. Jahrgang, Start: 28. Februar 2008, Frankfurt am Main

CIWM® Certified International Wealth Manager

Jahrgang, Start: 28. Februar 2008, Frankfurt am Main

CCrA® Certified Credit Analyst

14. Jahrgang, Start: 3. April 2008, Frankfurt am Main

DVFA SEMINARE 2008

ISSP – Investment Spezialist für strukturierte Produkte

18.- 23. Februar 2008, Frankfurt am Main

Credit Derivatives (Experten-Seminar)

20. Februar 2008, Frankfurt am Main

IFRS (Experten-Seminar)

22.-23. April 2008, Frankfurt am Main

Änderungen vorbehalten.