

## Synthetische gemanagte CDOs – Optionen im aktuellen Marktumfeld

Länger als ein Jahr dauern die Verwerfungen an den Kreditmärkten bereits an. Ausgehend vom Wertverfall bei amerikanischen Hypothekenkrediten wurden nach und nach auch andere Bereiche erfasst. So kam auch der Markt für Unternehmensrisiken unter Druck, von dem synthetische Collateralized Debt Obligations, kurz CDOs, ihre Risiken und Erträge beziehen. CDOs erlitten in der Folge deutliche Marktwertverluste. Nun stellt sich die Frage, ob diese Wertminderungen dauerhaft sind und welche Optionen sich CDO-Investoren in diesem Marktumfeld bieten.

### Flexibler Zugang zu den Kreditmärkten

Synthetische CDOs sind Finanzkontrakte, mit denen institutionelle Investoren in einem sehr flexiblen Format Zugang zu den Kreditmärkten erhalten. Dem CDO liegt üblicherweise ein Referenzportfolio aus Unternehmenskrediten zugrunde. Die Risikoübertragung erfolgt mittels Credit Default Swaps – CDSs –, in denen ein Investor eine Prämie – Spread genannt – für die Übernahme des Ausfallrisikos eines Referenzunternehmens erhält.

Ein CDO-Portfolio besteht normalerweise aus CDSs auf 80 bis 300 weltweit operierenden Unternehmen und wird entweder von der emittierenden Bank, dem Investor selbst oder von einem externen Portfoliomanager zusammengestellt. Die Übertragung der Unternehmensrisiken erfolgt an eine Zweckgesellschaft – Special Purpose Vehicle, SPV –, welche Anleihen an Investoren begibt.

Diese sind so strukturiert, dass der Investor Verluste im Referenzportfolio während der Laufzeit der Transaktion lediglich ab einer vorher vereinbarten Schwelle übernimmt. Der Verlustschutz ermöglicht es, dass Ra-

tingagenturen den CDO mit einem Rating versehen. Die von einem SPV begebenen Anleihen werden entsprechend ihrem Ausfallschutz als Equity- (kein Ausfallschutz), Mezzanine- (mittlerer Ausfallschutz) oder Senior-Tranchen (hoher Ausfallschutz) bezeichnet.

### Bewegte Zeit

Die meisten synthetischen CDO-Tranchen befinden sich im mittleren Subordinationsbereich (Mezzanine- bis Senior-Tranchen) und sind mit einem Rating versehen. Nach Emission eines gemanagten CDOs erhält der Investor oder externe Manager die Möglichkeit, Referenzunternehmen im Portfolio auszutauschen. Der größte Teil der synthetischen CDOs verfügt jedoch über ein statisches Referenzportfolio und kann demnach nicht gemanagt werden. Die Bewertung des CDOs erfolgt mit einem Copula-basierten Modell, in das CDS-

Spreads, erwartete Erlöse im Fall einer Insolvenz und Ausfallkorrelation der Referenzunternehmen eingehen.

In den vergangenen zwölf Monaten haben Produkte, die direkt (Unternehmensanleihen) oder indirekt (CDOs) in Unternehmensrisiken investieren, eine bewegte Zeit erlebt, die mit deutlichen Preisverlusten einherging. Ausgehend vom amerikanischen Hypothekenmarkt sind die Risikoprämien weltweit in allen Assetklassen stark angestiegen. Nach amerikanischen Hypothekenverbriefungen erfasste die Krise insbesondere die Kreditmärkte in Nordamerika und Europa sowie etwas abgeschwächt auch in Asien. Insbesondere für Unternehmen mit Bezug zum amerikanischen Häusermarkt ist im Herbst 2007 die erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit stark angestiegen und damit ein Anstieg ihrer impliziten Ausfallwahrscheinlichkeit.

### Starker Anstieg der Risikoprämien

Die erheblichen Abschreibungen bei Banken durch Verluste bei Hypothekenverbriefungen führten im nächsten Schritt zu vergleichbar starken Anstiegen der Risikoprämien von Hypotheken- und Investmentbanken. Im Anschluss an die Banken wurden Versicherungs- sowie Industrieunternehmen von der Krise erfasst. Insbesondere sind auch die Spreads von amerikanischen Rückversicherern oder Monoline-Versicherern stark angestiegen. Da Ratingagenturen mit zusätzlichen Verlusten, insbesondere bei Hypothekenverbriefungen rechnen, haben Agenturen die Ratings von Monoline-Versicherern herabgestuft, was es diesen Unternehmen erschwerte, Neugeschäft zu tätigen.

Neben den Risikoprämien sind auch die für die Bewertung von synthetischen CDO-Tranchen relevanten Ausfallkorrelationen

*Gerold Koch, DB Advisors, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main*

*Dass synthetische CDOs vor dem Hintergrund der Finanzkrise kein Instrument sind, das derzeit bei institutionellen Anlegern scharenweise und vorbehaltlos Zuspruch genießt, ist dem Autor durchaus bewusst. Er skizziert die wichtigsten Hintergründe für den Anstieg der Risikoprämien und weiß damit sehr wohl um die schwierigen Marktverhältnisse der vergangenen zwölf Monate. Gleichwohl bescheinigt er dem Produkt aktuell sehr attraktive Konditionen und rechnet es angesichts seiner Flexibilität und seiner großen Spielräume bei der Anpassung an die jeweiligen Marktgegebenheiten zu den chancenreichen Investments für Institutionelle. Es bedarf lediglich eines professionellen Managers, so sein gleichermaßen selbstbewusster wie interessewahrender Hinweis. (Red.)*

stark angestiegen. Dies liegt zum einen an der Erwartung der Marktteilnehmer, dass Unternehmensausfälle nicht isoliert erfolgen werden, sondern der Ausfall eines Unternehmens den Ausfall anderer Unternehmen nach sich ziehen wird. Zum anderen haben Hedging-Aktivitäten von CDO-strukturierenden Banken zu einem deutlichen Anstieg der Ausfallkorrelationen geführt.

### Erhebliche Marktwertabschmelzungen

Welchen Einfluss haben diese Entwicklungen für synthetische CDOs? Ähnlich wie bei einer Unternehmensanleihe führt bei einem CDO ein Anstieg der Risikoprämien der Unternehmen im Portfolio zu Marktwertverlusten. Die Referenzportfolios synthetischer CDOs beinhalten üblicherweise Banken, Versicherungs-, Bau- sowie Industrieunternehmen. Die Ausweitung der CDS-Spreads dieser Referenztitel führte in den vergangenen zwölf Monaten zu teilweise erheblichen Marktwertabschmelzungen.

Einen wesentlichen Einfluss hatte dabei der drastische Anstieg der Risikoprämien bei einigen Einzelnamen, da dies das Risikoprofil der CDOs negativ beeinflusst. Die Verschiebung am Korrelationsmarkt von historisch sehr niedrigen zu ungekannten hohen Ausfallkorrelationen trug zu dem Wertverlust bei Senior-Tranchen bei.

Bedeutet die Wertminderung der CDO-Tranchen nun direkt eine Verschlechterung ihrer Qualität? Betrachtet man die CDS-Prämien im Portfolio als Ausdruck für die Ausfallwahrscheinlichkeit der Referenzunternehmen, so kann davon ausgegangen werden, dass die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit des Portfolios angestiegen ist.

Dies führt zu einem erhöhten erwarteten Verlust im Portfolio sowie einem erhöhten Ausfallrisiko der Tranche. Der Ausfallschutz der CDO-Tranchen jedoch wird durch die angestiegenen CDS-Spreads nicht beeinflusst. Demnach verfügen CDOs trotz des höheren Marktrisikos weiterhin über einen Schutz gegen Verluste durch Unternehmensausfälle.

### Verluste reduzieren durch aktives Portfoliomanagement

Durch aktives Portfoliomanagement lassen sich idealerweise Verluste im Portfolio ver-

meiden. Die Tranche wird weniger riskant, indem die Unternehmen mit erhöhtem Ausfallrisiko im Portfolio vermieden oder ersetzt werden. Zudem kann durch aktives Portfoliomanagement eine ausreichende Diversifikation der Portfoliorisiken sichergestellt werden. Somit kann die Kreditqualität des Portfolios aufrechterhalten und das Risiko für Verluste der Tranche verringert werden. Zieht man das Tranche-Rating als Gradmesser für die Verlustwahrscheinlichkeit der Tranche heran, so zeigt sich, dass ein aktiver Managementansatz für den Investor von Vorteil ist.

Das Rating von gemanagten Tranchen ist in der Regel deutlich stabiler als das von statischen Tranchen. Dies wird insbesondere deutlich, wenn man das Rating einer gemanagten Tranche mit dem einer Tranche vergleicht, die mit demselben Portfolio gestartet ist, jedoch nicht gemanagt wurde. Bei der statischen Tranche sind häufig mehrere Herabstufungen des Ratings zu verzeichnen, während sich das Rating der gemanagten Tranche oftmals als deutlich stabiler erweist.

### Vorteile synthetischer CDOs/ Strukturelle Optionen

Neben der Reduzierung von Portfoliorisiken kann eine CDO-Transaktion durch aktives Management auch strukturell risikoärmer gestaltet werden. Dies erfolgt durch die Realisierung von Handelsgewinnen bei der Substitution von Portfoliopositionen. Die Gewinne verbleiben in Form von höherem Ausfallschutz in der Struktur. Insbesondere im aktuellen Marktumfeld kann so durch aktives Portfoliomanagement Mehrwert für den Investor generiert werden, da sich durch die hohe Volatilität der CDS-Spreads Möglichkeiten zur Erwirtschaftung von Handelsgewinnen bieten.

Ein Aspekt, der synthetische CDOs im Vergleich zu traditionellen Cash-CDOs attraktiv macht, sind ihre flexiblen strukturellen Eigenschaften. Synthetische CDOs sind Finanzinstrumente, die häufig für einen oder für eine kleine Zahl von Investoren maßgeschneidert werden. Der Investor kann vor der Emission, das heißt bei der Strukturierung auf viele Parameter des CDOs Einfluss nehmen.

Darüber hinaus ergibt sich die Möglichkeit, den CDO auch nach Emission den aktuellen Marktgegebenheiten anzupassen. Erwartet

ein Investor etwa einen Anstieg der Ausfälle im Portfolio, so kann der Ausfallschutz erhöht werden. Beispielsweise kann der Kupon der Tranche reduziert und der Barwert des reduzierten Kupons in zusätzlichen Puffer umgewandelt werden. Alternativ kann der Investor sein Investment mit einem höheren Ausfallschutz aufstocken.

Eine weitere Möglichkeit besteht in der Reduzierung des Portfoliorisikos, bei der riskante Referenzunternehmen substituiert und die entstandenen Verluste durch Mittelzuflüsse oder Kuponreduzierung getragen werden. Eine Chance für ungemantete Transaktionen bietet die Beauftragung eines CDO-Portfoliomanagers. Dieser kann seine Expertise für die Analyse von Unternehmensrisiken sowie für strukturelles Management zur Verfügung stellen.

Nach einer anfänglichen Restrukturierung, die üblicherweise die größten Risiken aus dem Portfolio entfernt und eine strukturelle Neuausrichtung beinhaltet, übernimmt der Portfoliomanager die Aufgabe, die Unternehmensrisiken kontinuierlich zu überwachen und zu managen.

Somit kann der Portfoliomanager im Rahmen der verbleibenden Möglichkeiten und entsprechend dem Zustand der Transaktion Risiken für den Investor reduzieren. Für Investoren, die eine Vielzahl von synthetischen CDO Transaktionen besitzen, kann zudem durch Zusammenlegen von Transaktionen das Risikoprofil positiv verändert werden.

### Große Spielräume für eine Anpassung

Die Verwerfungen an den Kreditmärkten stellen synthetische CDOs aktuell vor große Herausforderungen. Dennoch weisen CDOs aktuell sehr attraktive Risikoprämien auf und stellen somit Investmentchancen für institutionelle Investoren dar. Darüber hinaus erweisen sich diese Transaktionen als sehr flexible Finanzkontrakte, weil bestehende Investments große Spielräume für eine Anpassung an die Marktgegebenheiten bieten. Diese Anpassungen können in Form von Portfoliorestrukturierungen, von strukturellen Anpassungen sowie durch die Beauftragung eines etablierten CDO-Managers erfolgen. Somit können Investoren synthetische CDOs heute auf schwierige Marktphasen vorbe-reiten.