



The CDS Market – Issues, Trends and Shortcomings

Willi Hemetsberger

ithuba capital AG

Is the popular criticism of Credit Default Swaps justified ?

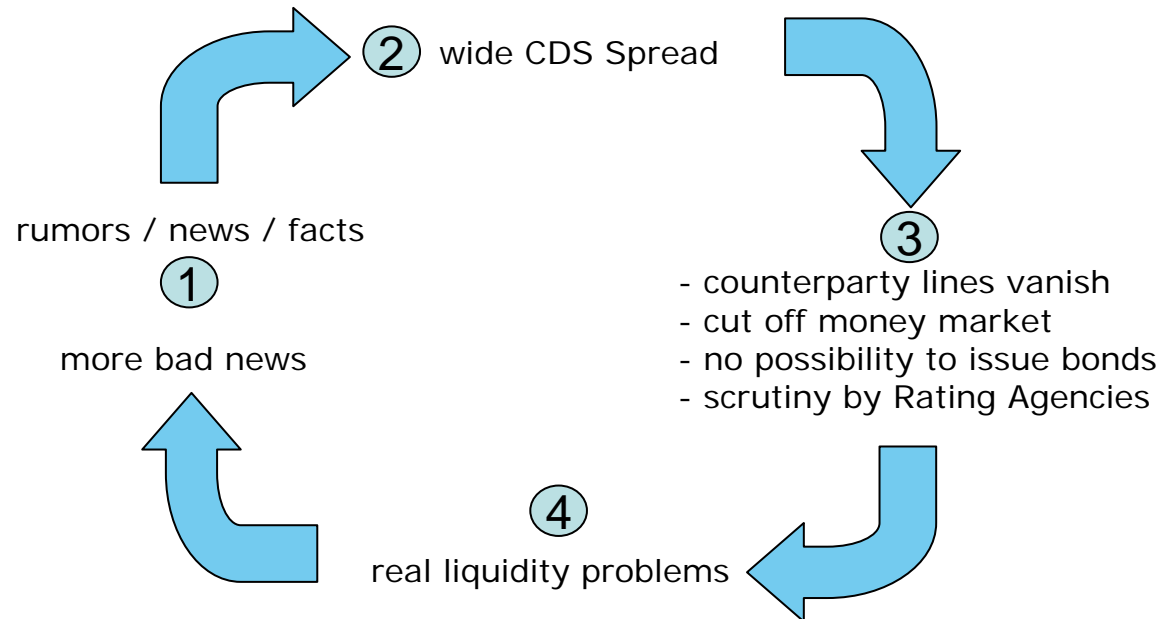


Vicious circle of wider CDS spreads

- ▶ Corporates and Financials can be cut off funding sources through a comparatively small number of CDS trades on high spreads
- ▶ CDS levels are a general guidance for new issues
- ▶ Once a wide CDS level has been made public, counterparty lines are cut down automatically and the company is exposed to the immediate danger of illiquidity

Famous examples:

- ▶ Morgan Stanly after rumors of fading solvency
- ▶ Continental AG after announcement to be taken over by Schaeffler
- ▶ HBOS after RBS failure
- ▶ GE on rumors of fading liquidity



Negative Speculation

- ▶ Lenders generally have non-public-information (Covenants in Loan Contracts) that qualify to trigger CDS contracts
- ▶ Arbitrarily set Example:
 - ▶ An Emerging Markets Bank (“EM-Bank”) has entered into loans from a Investment Bank. These loans are governed by covenants, under which the EM-Bank must meet certain criteria. If these criteria are broken, the lender (Investment Bank) has the right to ask all the loan back immediately (so called acceleration).
 - ▶ When granting the loan, the Investment Bank (over-)hedges the loan via CDS.
 - ▶ EM-Bank cannot meet it’s covenants anymore.
 - ▶ The Investment Bank triggers the acceleration provisions of it’s loans against EM-Bank, knowing that EM-Bank is unable to meet payments resulting from the acceleration. Consequently EM-Bank fails to pay and, hence gets triggered as well under any CDS contract.
 - ▶ The Investment Bank loses the loan but receives the protection payment.
 - ▶ Throughout the life of the loan, the Investment Bank has non-public information resulting from the covenants of the loan.
 - ▶ The Investment Bank could use this private information to maneuver itself into a better situation in the CDS market.
 - ▶ **It might be easier for the Investment Bank to get the money back over the CDS, then to work out a solution in which EM-Bank survives.**



Intransparency of CDS Market

- ▶ Very little reliable, objective information about “fair” levels
- ▶ The European Interbank CDS-Market is a closed shop of very few Banks (and only a fraction of them are active market makers)
- ▶ There is absolutely no information of interbank trades available (prices, volumes, trades).
- ▶ Market Makers do use the intransparency to maximize profits
- ▶ In less liquid sectors (i.e.. eastern European Corporates) there are sometimes less than 3 Market Makers
- ▶ Market Makers can skew the market in some sectors very easily
- ▶ Market Takers do have a strong system inherent disadvantage (in contrast to other segments like i.e. Bund Future, Bund Future Options, Equity Futures)
- ▶ Very little official regulation of CDS Market



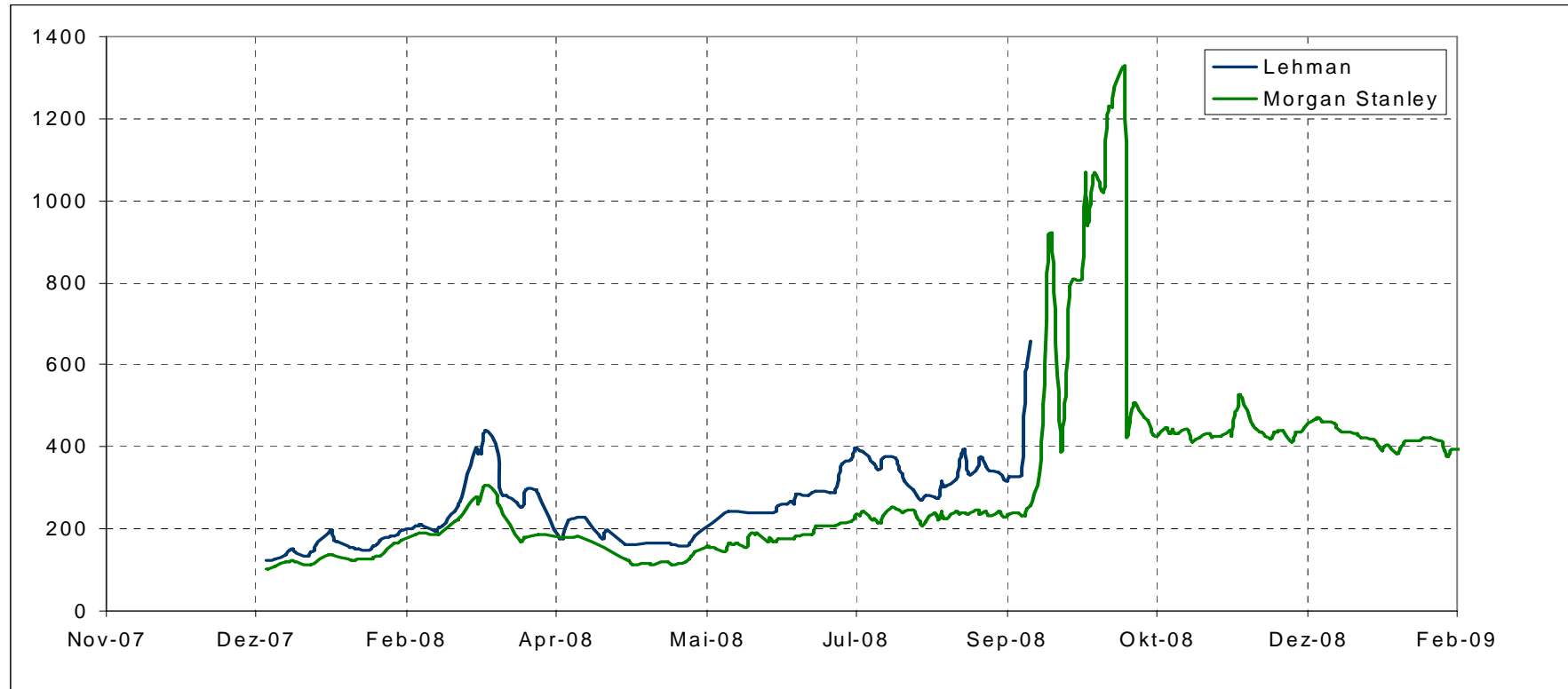
CDS Pricing Inefficiencies

- ▶ Traditional Idea “CDS Premium equals Expected Loss” seems to be incomplete
- ▶ CDS contracts are influenced massively by non-credit-related facts:
 - ▶ Individual cost of funding in respect to Collateral Management
 - ▶ Technical aspects: structured books tend to create positive/negative gamma and hence accelerate pro-cyclical moves without idiosyncratic reasons
 - ▶ Recovery Rates are exposed to auction dynamics and do not at all reflect “net value of assets minus debt”
 - ▶ Political influence manipulates residual value of defaulting entities (i.e. defaulting banks usually transfer their deposits to a third party and leave the bondholder with less assets)
- ▶ CDS contracts tend to have a systemic pro-cyclical character
 - ▶ Very little “real-money” and “hold to maturity” accounts play CDS (in contrast to bonds)
 - ▶ Collateral Management might force to lock-in the loss on widest possible spreads
 - ▶ Synthetic CDOs and other leveraged structures can create (temporarily) skewed markets
 - ▶ CDS do allow a huge leverage (“you do not need the money you bet”)
 - ▶ Indices tend to move single-names
 - ▶ Correlation between counterpart and underlying



Correlation between Counterparty and Underlying

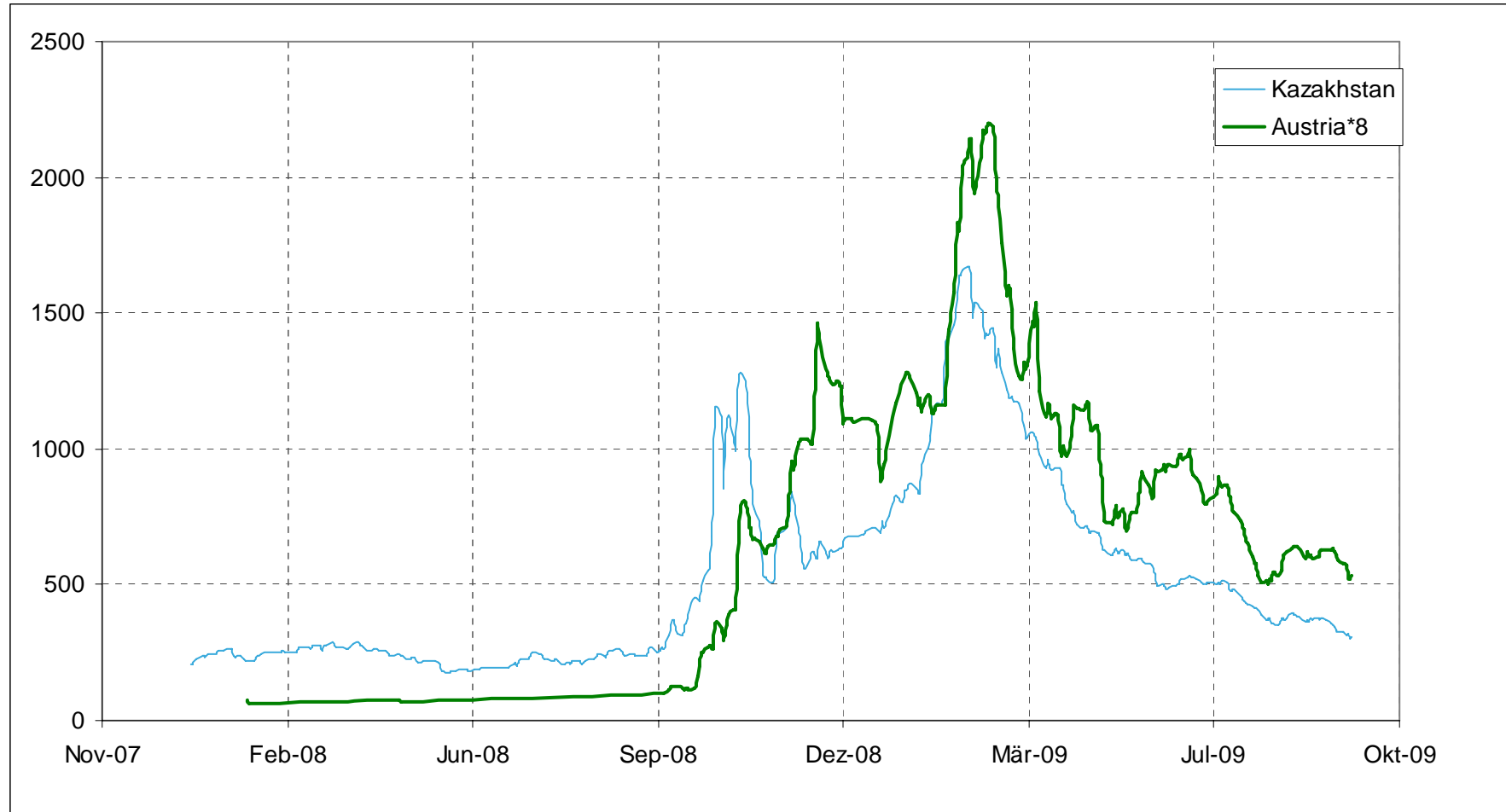
- ▶ CDS are traded almost exclusively between Financial Institutions
- ▶ Financial Institutions tend to have a significant high correlation among themselves



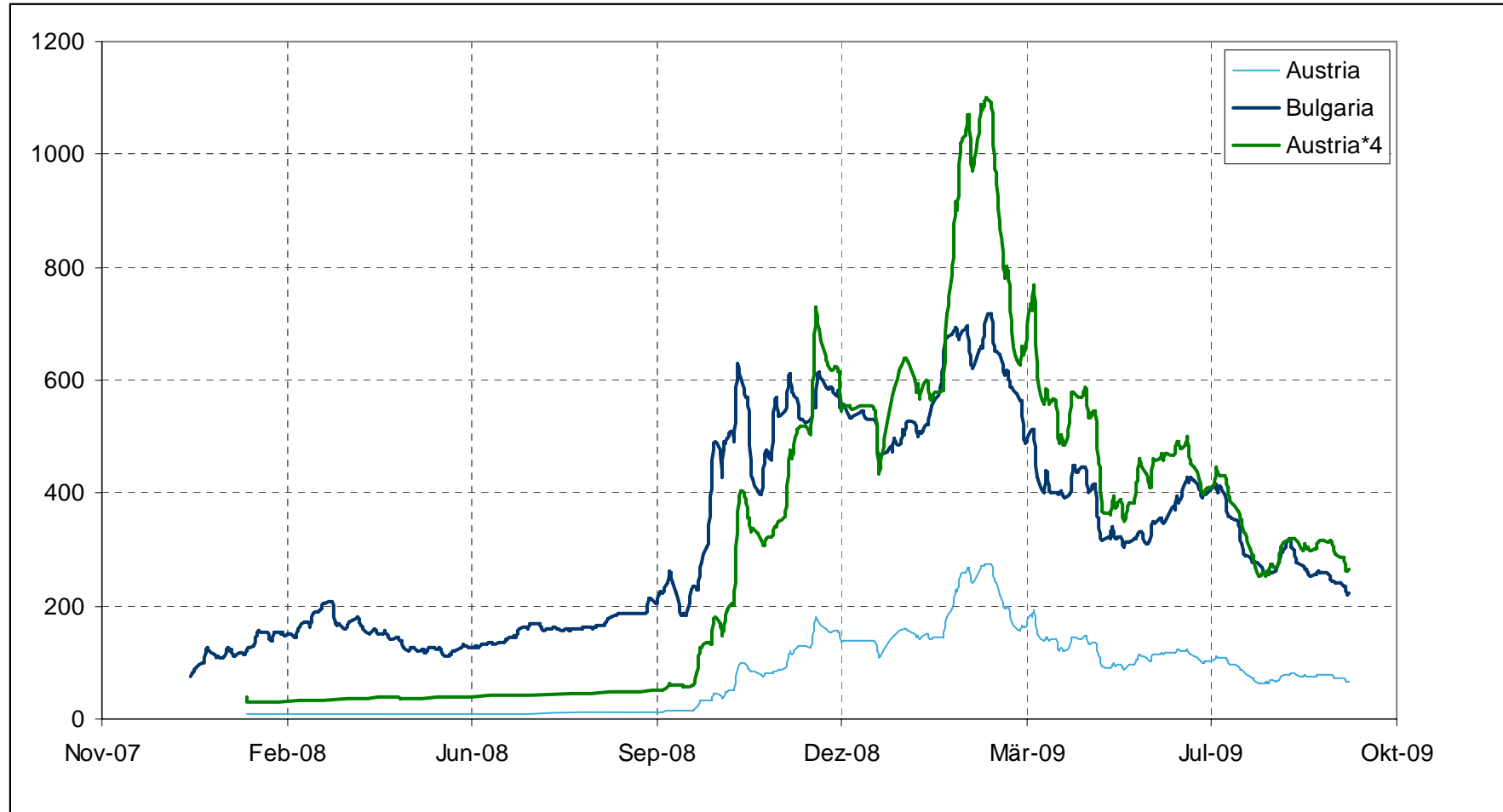
EXAMPLE: You bought Protection on MS from LEH. The Protection you bought turned out to be worth nothing when you needed it most.



Increasing Correlation: KAZAKHSTAN = 8 X AUSTRIA ?



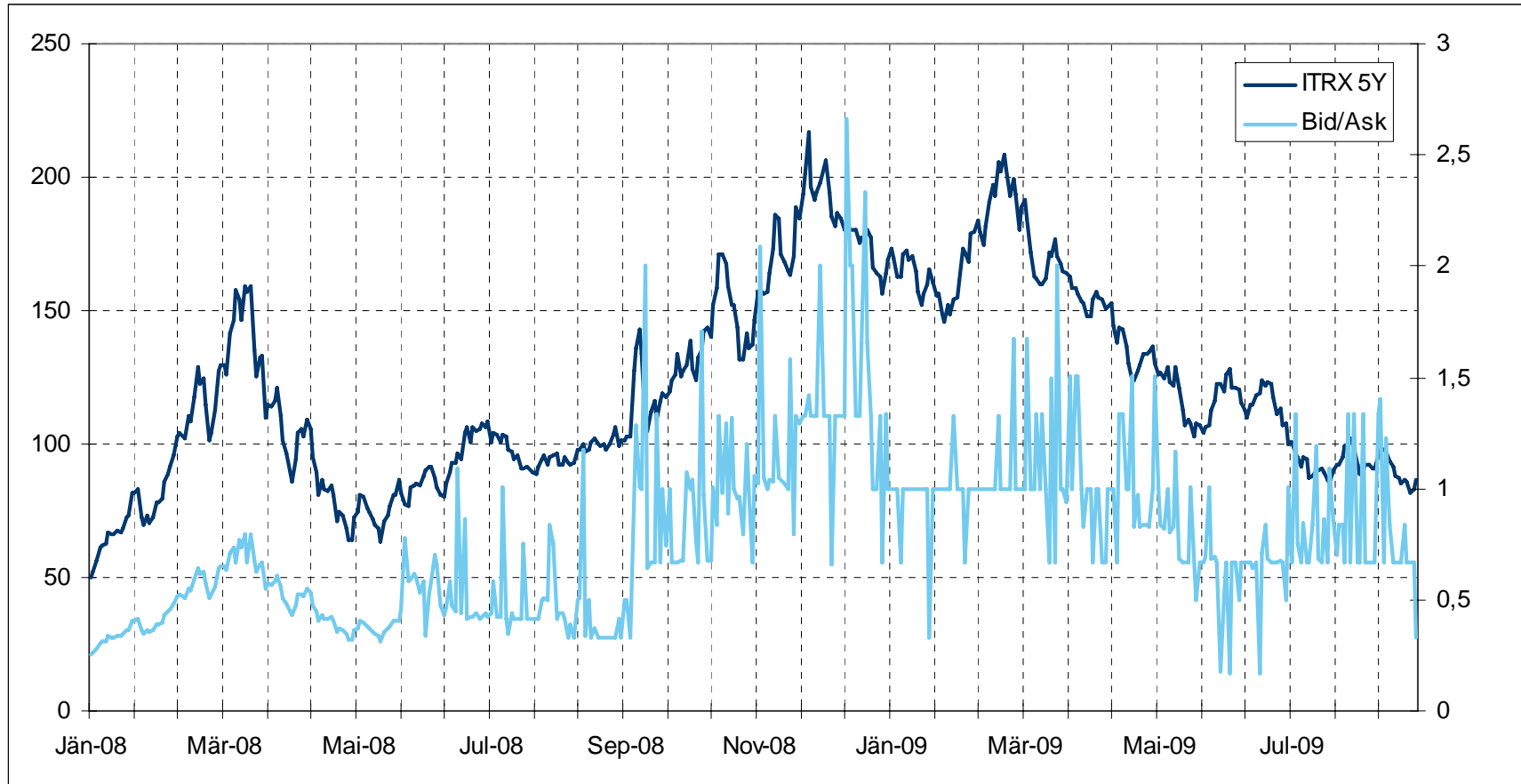
Increasing Correlation: BULGARIA = 4 X AUSTRIA ?



Credit Default Swaps have been the most liquid credit instrument throughout the crisis. When the Corporate Bond Market stopped working, CDS were the only remaining instrument to actively manage credit risk.



Benefits: CDS are proven as most liquid credit instrument



Beneficial Use of Credit Default Swaps

Hedging

- ▶ CDS are a very efficient way to manage peak exposure
- ▶ Counterparty exposure can be hedged via CDS
- ▶ Systematic risk can be hedged using CDS-Indices

Diversification

- ▶ CDS can be used to reduce/avoid concentration among sectors or geographic regions
- ▶ CDS-Indices allow the construction of highly diversified portfolios at lowest possible transaction cost



Trends of Credit Derivatives

The CDS Market undergoes substantial changes at the moment. Most of the trends move towards higher transparency, process simplification and stronger regulation.



Trends: Standardization of Contracts

New contracts are replacing old confirmations:

- ▶ Standard North American Contract (SNAC established April 2009)
- ▶ Standard European Corporate Contract (STEC established June 2009)
- ▶ Standard Emerging Market Contract (STEM established September 2009)
- ▶ Standard Australian and New Zealand Contract (SANZ established September 2009)

Common Features of new Contracts:

- ▶ Standard deal spread (mostly 100 or 500 bps running)
- ▶ Standard calculation model from ISDA
- ▶ Generally accepted recovery assumptions (20%, 25% and 40%)
- ▶ No restructuring credit event
- ▶ Trades with accrued interest

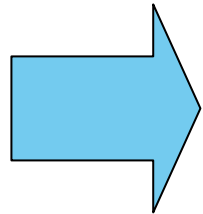
Benefits of new Contracts:

- ▶ Ability to Close or Novate a trade very easy, consequently higher competition, more transparency and less transaction costs
- ▶ More liquidity through concentration into only one contract
- ▶ Less legal uncertainty
- ▶ Simpler processes after a Credit Event

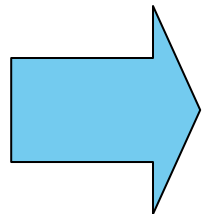


Trends: Streamlining CDS Processes

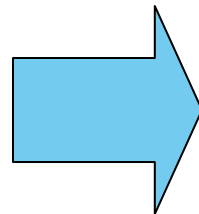
Old World



OTC Trade
(Telephone)



Backoffice Confirmation
(Fax with Signature)



Collateral
Management
(Collateral Calls
usually per Email)

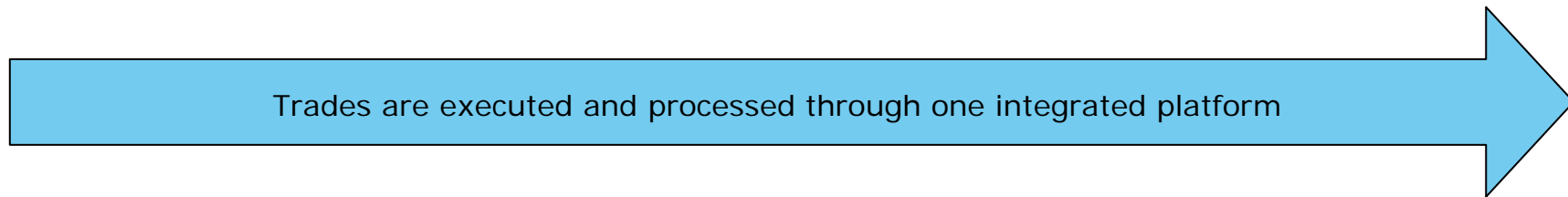


Coupon Payments
(requires periodic
check for
cashbreakes)



Creditevent Payments
(bilateral
communication and
calculation of
payments)

New World



Trades are executed and processed through one integrated platform



Trends: Electronic Trading, Settlement and Clearing

Trading

- ▶ Electronic Trading (Interbank): telephone trading vanishes, trades are executed through electronic platforms of brokers (Creditex, ICAP and GFI mainly)
- ▶ Electronic trading (Dealer/Client): automatic quotation on Bloomberg, execution through telephone (Electronic trading is expected to pick up soon)

Settlement

- ▶ Electronic Settlement has broadly replaced “old style” bilateral agreed fax confirmations
- ▶ In Europe standard CDS trades are predominately settled over DTCC (“The Depository Trust and Clearing Corporation”)
- ▶ Novations are managed through DTCC or T-Zero, rather than bilateral emails
- ▶ New services like Tri-Optima eliminate unnecessary contracts

Clearing

- ▶ Expansion from pure settlement to integrated Clearing Services (including margin management and reporting requirements)
- ▶ Old and new clearing agents enter the stage: EUREX, CMDX (from Citadel and CME Group), ICE (Intercontinental Exchange), DTCC
- ▶ Expected new/stronger reporting requirements will be managed through the Clearing Agent
- ▶ Still expected: One (or more?) Central Counterparty



Trends: Regulation and Reporting

- ▶ Currently a lot of noise in the news (some examples below):
 - ▶ Illegality/limitation of buying protection (similar to the illegality of “naked short selling” for some financials)
 - ▶ Regulative limitation of counterparty lines
 - ▶ Legal challenge to default payments of CDOs

- ▶ Consensus of expected changes:
 - ▶ One (or more) Central Counterparts to be installed: either globally or a separate European Entity
 - ▶ More transparency through mandatory disclosure of traded prices and volumes, similar to TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine: each counterparty to a deal has to report the deal to TRACE within 15 minutes after the trade)
 - ▶ The Central Counterpart needs a ECB/Regulator approved margin system similar to Futures Exchanges
 - ▶ Clearing Agents will be required to disclose key figures (traded volume per underlying, average dealspread...)
 - ▶ Exchange traded CDS-Indices might be given a second chance (after the flop of the ITRAXX FUTURE on EUREX two years ago)
 - ▶ Strengthening of Chinese Walls between trading and lending departments



Disclaimer

Dieses Dokument wurde von Ithuba Capital AG (nachstehend "Ithuba") im Rahmen ihrer Research-Aktivitäten erstellt. Es dient allein zu Informationszwecken und ist eine unverbindliche Stellungnahme der Ithuba zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Finanzinstrumenten. Es kann unverbindliche Einschätzungen eines Kauf oder Verkaufs von Finanzinstrumenten beinhalten, ist aber keinesfalls als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Dieses Dokument steht vielmehr in keinem Zusammenhang mit einem Wertpapierangebot und wurde von Ithuba nicht als Vertreter einer oder mehrerer Emittenten darin erwähnter Wertpapiere, sondern gänzlich unabhängig von diesen verfasst.

Eine Entscheidung für den Kauf oder die Zeichnung von Wertpapieren sollte stets auf den allein maßgeblichen Bedingungen des jeweiligen Verkaufsprospektes, und bei prospektfreien Angeboten allein auf Informationen beruhen, die vom Wertpapieremittenten, einem Anbietenden, deren Vertreter oder einer ermächtigten Person bereitgestellt werden. Sie darf nicht auf diesem Dokument beruhen, das nicht als Finanzberatung, steuerliche oder rechtliche Beratung zu verstehen ist und eine individuelle Beratung, die Voraussetzung jeder Anlageentscheidung ist, nicht ersetzen kann. Anleger müssen ihre eigenen Anlageentscheidungen auf der Grundlage ihrer spezifischen Anlageziele und finanziellen Lage treffen und dabei die erforderlichen unabhängigen Berater hinzuziehen. Die in diesem Dokument besprochenen Finanzinstrumente eignen sich nicht für alle Anleger, und dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Marktteilnehmer und geeignete Gegenparteien im Sinne des § 58 und § 60 WAG.

Dieses Dokument beruht auf öffentlich zugänglichen Informationen. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Analysen aus Quellen stammen, die Ithuba für verlässlich erachtet, übernimmt Ithuba keine Gewähr für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Aktualität. Informationen und Analysen können unvollständig und/oder zusammengefasst sein und auch laufenden Änderungen unterliegen. Angaben können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Ithuba hat sich bei der Erarbeitung der Informationen und Analysen möglicherweise auf quantitative und/oder qualitative Annahmen gestützt, diese aber nicht notwendigerweise als solche gekennzeichnet und erläutert. Der tatsächliche Eintritt bzw. das Vorliegen derartiger Annahmen ist unsicher und von zahlreichen, nicht vorhersag- oder bestimmbar Faktoren abhängig. Kleine Änderungen der Annahmen und deren Wechselwirkung können große Auswirkungen auf die Informationen und Analysen haben. Die Annahmen können weiters frei gewählt sein, sich lediglich auf den Zeitpunkt der Analyse beziehen und lassen möglicherweise historische Erfahrungswerte in Bezug auf die in den Informationen und Analysen erwähnten, oder diesen ähnlichen Finanzinstrumenten und/oder Strategien unberücksichtigt.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Schätzwerte geben lediglich die Ansicht von Ithuba zum gegenwärtigen Zeitpunkt wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sofern nicht anders gekennzeichnet, spiegeln alle Kommentare, Erwartungen und Prognosen in diesem Dokument die Meinung von Ithuba wider, nicht die Ansichten des Emittenten oder einer anderen Person.

Finanzanlagen im Allgemeinen, und derivative Instrumente im Besonderen (insbesondere Optionen, Terminkontrakte, Optionsscheine und Differenzkontrakte) beinhalten zahlreiche Risiken, darunter Markt-, Kontrahentenausfalls- und Liquiditätsrisiken. Derivative Instrumente eignen sich nicht für alle Anleger, und ein Anleger kann das gesamte investierte Kapital verlieren und in einigen Fällen unbegrenzte Verluste erleiden. Auf Fremdwährungen lautende Transaktionen unterliegen Wechselkurschwankungen, die sich negativ auf den Wert, Kurs und Ertrag dieser Anlagen auswirken können. Es kann schwierig sein, eine Anlage zu verkaufen und verlässliche Informationen über ihren Wert oder die mit ihr verbundenen Risiken zu erhalten. Anlageerträge können Schwankungen unterliegen. Der Kurs oder Wert von Anlagen, auf die dieses Dokument direkt oder indirekt Bezug nimmt, kann entgegen den Anlegerinteressen steigen oder fallen. Kurs und Verfügbarkeit können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Aus der vergangenen Wertentwicklung von Finanzinstrumenten kann keinesfalls auf deren zukünftige Wertentwicklung geschlossen werden.

Ithuba, ihre Konzerngesellschaften und deren jeweilige Führungskräfte, Vorstände, Partner und Mitarbeiter könnten jetzt oder zu einem beliebigen Zeitpunkt in der Zukunft sowohl Long- wie auch Shortpositionen in den in diesem Dokument besprochenen Finanzinstrumenten eingehen. Selbiges gilt für alle sonstigen derivativen Geschäfte in Bezug auf die in diesem Dokument besprochenen Emittenten und Unternehmen. Ithuba könnte zeitgleich im Rahmen eines anderen Mandats anderslautende Marktmeinungen zu inhaltlich ähnlichen Themen abgeben.

Weder Ithuba noch die Führungskräfte bzw. Mitarbeiter von Ithuba oder einer ihrer Konzerngesellschaften haften in irgendeiner Form für Schäden gleich welcher Art (einschließlich unmittelbarer, mittelbarer, Folge- oder indirekter Schäden oder entgangenem Gewinn), die sich aus der Nutzung dieses Dokuments bzw. seiner Inhalte für welche Zwecke auch immer ergeben.

Ithuba unterliegt als Wertpapierfirma der Aufsicht der österreichischen Finanzmarktaufsicht – FMA.

