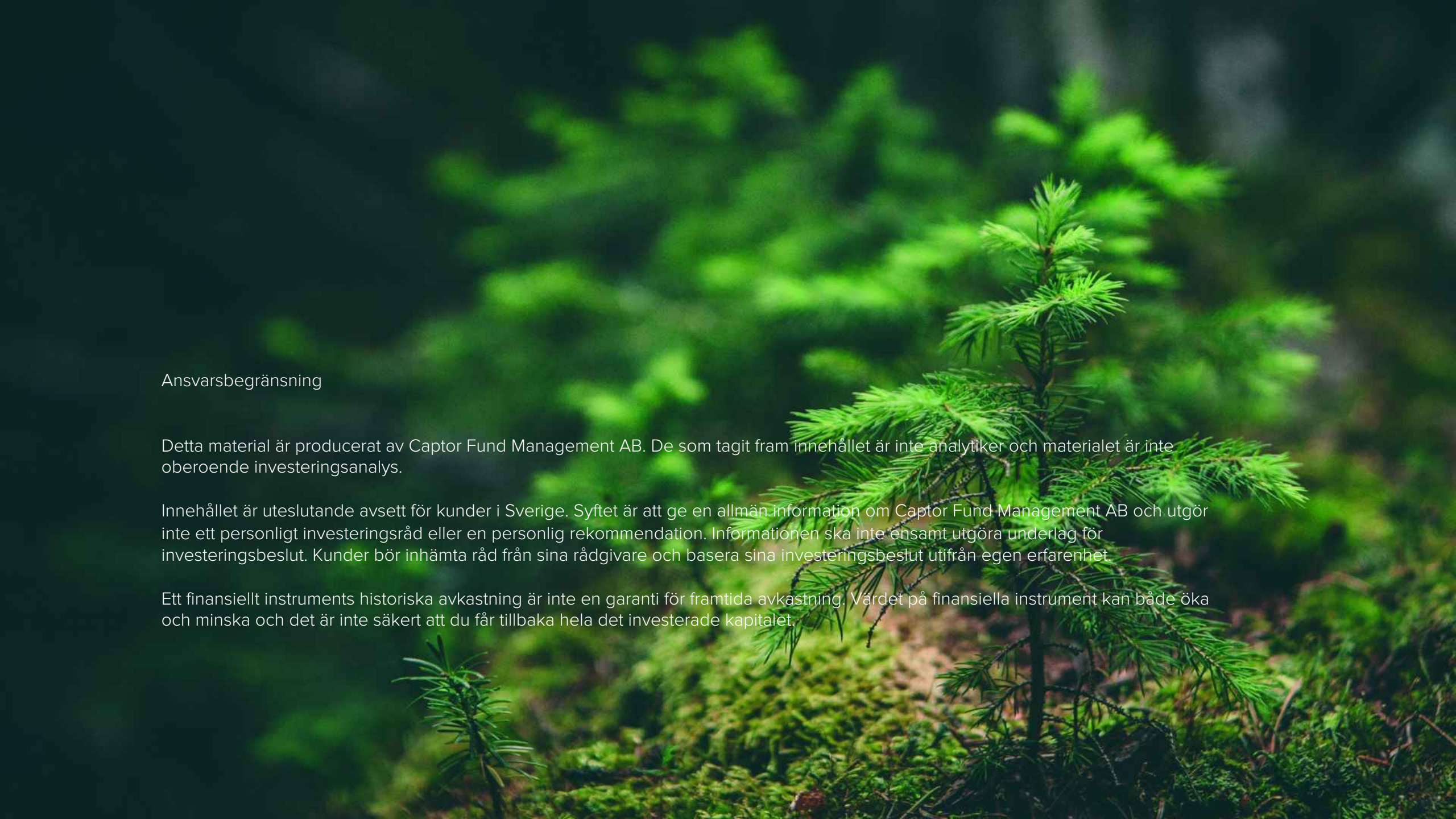




CAPTOR

Investeringsprocess CDS index och ränteswappar

2022-09-08

A young evergreen tree, possibly a spruce or fir, stands in the foreground of a forest. The ground is covered in a thick layer of green moss. The background is filled with more trees, their foliage blurred, creating a sense of depth. The lighting is soft, suggesting a dappled sunlight filtering through the canopy.

Ansvarsbegränsning

Detta material är producerat av Captor Fund Management AB. De som tagit fram innehållet är inte analytiker och materialet är inte oberoende investeringsanalys.

Innehållet är uteslutande avsett för kunder i Sverige. Syftet är att ge en allmän information om Captor Fund Management AB och utgör inte ett personligt investeringsråd eller en personlig rekommendation. Informationen ska inte ensamt utgöra underlag för investeringsbeslut. Kunder bör inhämta råd från sina rådgivare och basera sina investeringsbeslut utifrån egen erfarenhet.

Ett finansiellt instruments historiska avkastning är inte en garanti för framtida avkastning. Värdet på finansiella instrument kan både öka och minska och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet.



- ▷ Det här materialet beskriver investeringsprocessen kring handel i och den löpande hanteringen av positioner i Credit Default Swaps (CDS), och delvis clearade ränteswappar.
- ▷ I exempel antas positioner vara de som tas i Captors fond **Aster Global Credit**. Principerna är samtidigt liknande för fonderna **Aster Global Credit Short-Term** och **Aster Global High Yield**

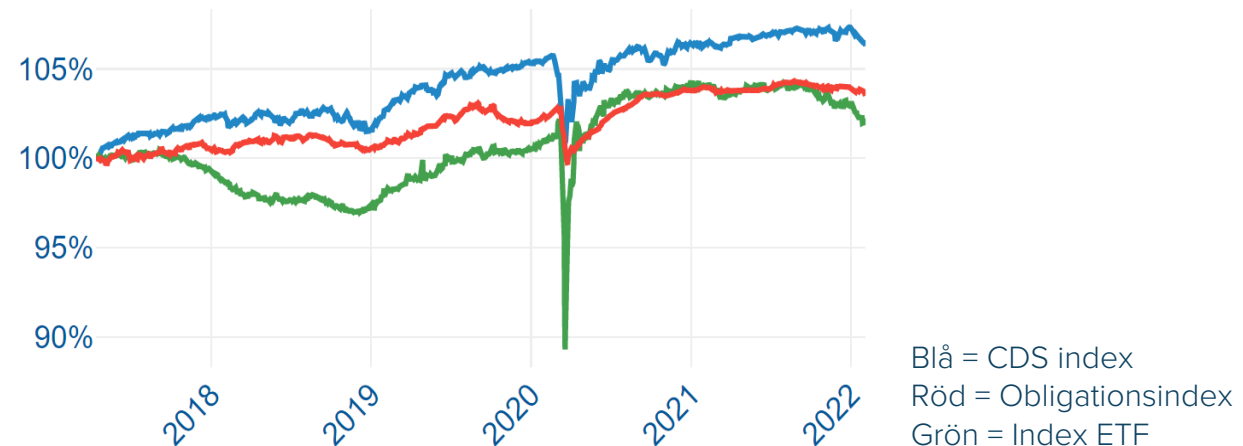


- ▷ I spåren av finanskrisen 2008 har finansmarknadens aktörer och tillsynsmyndigheter arbetat för att flytta marknaden för CDS från att vara skräddarsydda bilaterala affärer till att bli standardiserade kontrakt som främst handlas över centrala clearinghus (CCP)
- ▷ Standardiseringen innefattar löptid, betalningsschema, kupongstorlek samt villkoren som utlöser en kredithändelse
- ▷ Vidare sker handeln i CDS elektroniskt över s.k. Swap Execution Facilities (SEF). I dagsläget är över 75% av affärsvolymerna handlade via en SEF och clearade över en CCP ([länk till statistik](#))
- ▷ Flera SEF plattformar tillhandahåller en synlig orderbok ("CLOB", Central Limit Order Book), vilket i praktiken gör att CDS index kan handlas med transparens och likviditet likt börshandlade aktier

Vad marknadsstrukturen innebär



- ▷ I stressade marknadslägen löper en prisställare i företagsobligationer risken att få ta emot obligationer i sina handelslager, vilka i sin tur riskerar orsaka förluster och höga finansieringskostnader om marknaden inte korregerar
- ▷ Risken för marknadens prisställare kan hävdas vara lägre i CDS index än vad den är i marknaden för företagsobligationer eftersom CDS index, likt aktieterminer eller ränteswappar, är “off-balance” som inte kräver finansiering (förutom en Initial Margin), samt att positioner i clearade standardkontrakt kan avsättas enklare
- ▷ Den ovan beskrivna marknadsstrukturen och likviditeten i CDS index gjorde att värdefallen i sålda CDS positioner var lägre under mars månad 2020 än motsvarande positioner i företagsobligationsfonder och ETF:er



Kassaflöden – CDS index position



- ▷ En såld position för kreditskydd i ett CDS-index kontrakt tilldrar sig ett Initial Margin krav om 2,91% för närvarande. Ett motsvarande belopp skall finnas hos fondens clearing mäklare innan affären ingås, alternativ så handlar fonden under en kreditlimit som tillåter den att låna beloppet för avräkning nästkommande affärsdag.
- ▷ En såld position för kreditskydd i ett CDS-index kontrakt handlas för närvarande på spread 0,52% med en standard spread om 1,00%. Upplupen spread och framtida värdeskillnad avräknas när affären ingås. För att ingå positionen skall därför omkring 2,48% av nominellt betalas upfront (*se underlag på nästa sida*)
- ▷ Efter att Initial Margin avräknats (T+0 eller T+1) så avräknas upfront beloppet T+1. Direkt efter att beloppet avräknats så får CDS kontraktet ett orealiserat lika stort positivt värde (+2,48%) som då räknas in i den totala Variation Margin som fonden har som fordran på eller skuld till clearinghuset.
- ▷ Inom två affärsdagar nettas ovan flöden så att fonden har betalat in Initial Margin om 2,91% till clearinghuset
- ▷ D.v.s. - $2,48\% + 2,48\% - 2,91\% = - 2,91\%$

Underlag för beskrivna kassaflöden



Dagliga kassaflöden



- ▷ Motsvarande de beskrivna flödena sker för fonden i
 - ▷ USD - CDX North America Investment Grade CDS index
 - ▷ EUR - Itraxx Main Europe CDS index
 - ▷ SEK - ränteswappar
- ▷ Det blir dagliga kassaflöden i respektive valuta då de tre kontrakten clearas över olika clearinghus
- ▷ Fondens clearing mäklare kan konsolidera visa flöden. Om huruvida fondens förvaltare väljer att utnyttja sådana tjänster är en avvägning mellan att söka minska kostnadsfriktion i fonden och att förbättra avkastning via sammansättningen av ställd Initial Margin

Initial Margin



- ▷ Vår bedömning är att fonden i genomsnitt kommer att ha omkring 10% Initial Margin ställd till clearinghus för fondens positioner i CDS index kontrakt samt ränteswappar
- ▷ Tillåtna säkerheter för Initial Margin är typiskt likvida medel, statsobligationer och vissa obligationer med kreditrating AAA
- ▷ En del av förvaltarnas dagliga arbete är att tillse att fonden för det här syftet inte äger alltför dyra sådana obligationer, samt att fonden håller så stor andel som möjligt i svenska säkerställda bostadsobligationer som typiskt har bättre avkastning än de obligationer som är tillåtna att användas för Initial Margin



- ▷ Fonden skulle i normala fall, på grund av Initial Margin kraven, att ha en fordran i US dollar respektive Euro om 2,5-3,0% i vardera valutan.
- ▷ Dock godkänner fondens clearing broker att fonden ställer svenska statsobligationer som initial margin, vilket eliminerar valutarisk från Initial Margin för fonden och minskar kostnader
- ▷ Variation Margin som erhålls eller erläggs som säkerhet för orealiserade vinster eller förluster utgörs alltid av likvida medel i den valuta som kontraktet handlas i. Med andra ord har fonden därför alltid en tillgång respektive en fordran emot sig som tar ut varandra ur ett valutarisk perspektiv.