

Wenn der Markt Geld verschenkt

Die Negative-Basis-Anomalie



Jan-Frederik Mai

XAIA Investment GmbH

Sonnenstraße 19 · 80331 München · jan-frederik.mai@xaia.com
18. September 2026

Der Finanzmarkt gilt als einer der effizientesten Märkte überhaupt – und doch lässt sich hier und da eine hartnäckige Ineffizienz beobachten, bei der ein Investor scheinbar risikofrei mehr verdient als den Geldmarktsatz. Ein Blick auf die „negative Basis“: woher sie kommt, warum sie trotz Arbitrage-Theorie immer wieder auftritt, und was Liquidität, Regulatorik und Leverage damit zu tun haben.

AUF EINEN BLICK

- **Was:** Die „negative Basis“ ist ein Renditeaufschlag, der entsteht, wenn eine Anleihe plus dazugehörige CDS-Absicherung günstiger zu haben ist als der reine Referenzzinssatz – eigentlich ein Arbitrage-Geschäft ohne Kreditrisiko.
- **Warum es sie trotzdem gibt:** drei wiederkehrende Ursachenkomplexe – Liquidität, Regulatorik und juristische Risiken rund um die CDS-Absicherung.
- **Praxisbeispiele:** die Eurokrise 2012, die Übernahme der Credit Suisse 2023, die Restrukturierung der Ardagh Packaging Group 2025 sowie der LDI-Stress bei britischen Pensionskassen 2022.
- **Warnung aus der Geschichte:** mehrfach gehebelte Negative-Basis-Trades der Investmentbanken zählten zu den Verstärkern der Finanzkrise 2008.

1 Systematische Verwerfungen?

Der Finanzmarkt gilt weithin als einer der effizientesten Märkte überhaupt. Es herrscht ein hohes Level an Liquidität, welche ständig durch technologischen Fortschritt erhöht wird, und es gelten strenge Transparenz- und Veröffentlichungspflichten mit dem Ansinnen, Informationsasymmetrien gering zu halten. In der akademischen Finanzmarkttheorie ist deswegen die häufig anzutreffende Grundannahme eines „perfekt effizienten“ Marktes durchaus sinnvoll, denn es lassen sich auf dieser Annahme sehr wertvolle Rückschlüsse für die Realität, ja sogar ganze Theorien, ableiten, und zumindest im großen Bild ist sie nicht gänzlich absurd.

Allerdings finden sich abseits der breiten Masse, sowohl in der theoretischen Forschung als auch in der Realität, hier und da immer wieder Beispiele für bestehende Ineffizienzen. Häufig sind derlei Ineffizienzen von befristeter Dauer, da sie von findigen Marktteilnehmern ausgenutzt werden und dadurch letztlich verschwinden. Die gewöhnliche Theorie abstrahiert in diesem Sinne sozusagen von derlei kurzfristigen Phänomenen, da sie im Kern „das Große und Ganze“ erforschen und sich nicht mit kurzfristigen Störungen aufhalten möchte.

Viele dieser kurzfristigen Phänomene treten allerdings wiederkehrend mit einer großen Regelmäßigkeit auf, weil ihre Ursachen auf wiederkehrenden Ereignissen beruhen – etwa Marktbewegungen aufgrund gewisser menschlich-psychologischer Effekte, sich verändernde Halterstrukturen nach Übernahmen oder Neuemissionen, Rating- oder Zins-Veränderungen oder auch sonstige politische Entscheidungen mit unterschiedlichen Auswirkungen auf unterschiedliche Investorengruppen. Die dafür „findigen Marktteilnehmer“ sind typischerweise institutionelle Assetmanager, die sich auf die jeweiligen Phänomene spezialisiert haben. Im großen Bild werden diese häufig als „alternative Investmentstrategien“ klassifiziert, im Gegensatz zu klassischen Anlagekategorien wie etwa Long/Short-Strategien in Aktien, Credit, Immobilien oder Rohstoffen. Typische Beispiele finden sich unter Schlagworten wie „Merger-Arbitrage“, „Index-Arbitrage“, „Treasury Basis-Trade“, „Equity-Dispersion-Strategien“ oder „Credit Index Skew Trading“.

Akademische Aufarbeitungen dieser Sonderthemen sind eher rar gesät, auch wenn sich einige der Phänomene etwas generischer unter dem Schlagwort „Preisbewegungen von Slow-Moving Capital“ subsumieren lassen, welches etwa bei Duffie (2010) in der Literatur Beachtung findet.^[1] Im vorliegenden Beitrag wollen wir eine derartige Nischen-Strategie aus dem Credit-Bereich vorstellen und näher beleuchten: die sogenannte **Negative-Basis-Arbitrage**.

2 „Negative Basis“? Klingt cool, aber bitte einmal konkret ...

Die sogenannte „Anleihe-CDS-Basis“ beschreibt eine Rendite-Differenz zwischen zwei sehr nahe verwandten Anlagemöglichkeiten im Credit-Bereich: zum einen dem Kauf einer Anleihe, zum anderen dem Verkauf einer Kreditausfallversicherung (englisch: Credit Default Swap, kurz CDS) auf den Anleihenemittenten bei gleichzeitiger Anlage der potenziellen Versicherungssumme am Geldmarkt.

Das zugrundeliegende Kredit-Risiko beider Investments – in der Regel die primäre Ertragsquelle beider Anlagemöglichkeiten – ist auf den ersten, häufig auch auf den zweiten Blick identisch. Folglich sollte eine Anleihe-CDS-Basis unter der Annahme eines effizienten Marktes nahezu null sein. In der Realität lassen sich aber immer wieder Basen beobachten, die spürbar von null verschieden sind. Wirft der Kauf der Anleihe nach Abzug der risikofreien Geldmarktrendite mehr ab als der Verkauf der CDS-Absicherung, spricht man von einer **negativen Basis** – ironischerweise, denn gesucht sind ja gerade *positive* negative Basen.

Eine negative Basis lässt sich in der Theorie relativ einfach vereinnahmen, indem man die Anleihe einkauft und gleichzeitig die CDS-Absicherung hinzukaft. Dieses Paket aus Anleihe und CDS trägt dann in der Theorie keinerlei Kreditrisiko, verdient aber mehr als ein Geldmarktinvestment – nämlich Geldmarkt zuzüglich der negativen Basis.

Die Formel dahinter

Die annualisierte Rendite des Anleiheinvestments bezogen auf das Nominal ist gegeben durch:

$$\mu_A := c + (1 - b)/T$$

c = Coupon-Rate der Anleihe · b = Anleihepreis in % des Nominals · T = Restlaufzeit in Jahren

Hierbei wird vereinfacht angenommen, dass die Differenz $1 - b$ linear über die Laufzeit vereinnahmt wird (sog. Pull-to-Par-Effekt).

Ein Verkauf der CDS-Absicherung bei gleichzeitiger Anlage des CDS-Nominals am Geldmarkt verdient annualisiert:

$$\mu_C := s + u/T - r$$

s = CDS-Coupon · u = CDS-Preis / Upfront in % des Nominals · r = Geldmarktsatz

Damit ergibt sich für die negative Basis x die Definition:

$$x := \mu_A - \mu_C = c - s - r + (1 - (b + u))/T$$

Der Geldmarktsatz taucht auf, weil das Anleihe-Investment Cash bindet (Kauf zum Preis b), während der CDS-Verkauf zunächst nur den Preis u vereinnahmt – wer aber im Ausfall zahlen können muss, hält das CDS-Nominal zum Satz r vor. Erst dadurch bindet auch der CDS-Verkauf Cash, was $\mu_A - \mu_C$ zu einem sinnvollen Vergleich macht.

In Worten: Man verdient laufend den Anleihe-Coupon abzüglich des CDS-Coupons und des Geldmarktsatzes, und zusätzlich vereinnahmt man die Differenz zwischen Nominal und Paketpreis $b + u$ linear über die Zeit. Tiefergehende finanzmarkttheoretische Ansätze zur akkuraten Definition finden sich bei Knecht/Mai (2025).^[2]

Der Paketpreis $b + u$ unterliegt am Finanzmarkt Schwankungen – zum einen durch Zins-Schwankungen, die in der Definition von x durch gegenläufige Schwankungen in r ausgeglichen werden, zum anderen aber auch durch Residualschwankungen in der negativen Basis selbst. Aufgrund der negativen Korrelation zwischen b und u hinsichtlich des Kreditrisikos sind diese Residualschwankungen kleiner als die Schwankungen von Anleihe oder CDS allein – dennoch bewegen sich Anleihepreis und CDS-Preis nicht immer perfekt gleichläufig, und damit entsteht hin und wieder negative Basis. Ein darauf spezialisierter Investor versucht genau diese Schwankungen auszunutzen.

Kauft er das Paket aus Anleihe und CDS, verdient der Negative-Basis-Investor in der Theorie die annualisierte Rate $x + r$ auf das Nominal. Hält er das Paket bis zur Fälligkeit T und erhält die Endzahlung der Anleihe zurück, ist dies exakt die initial beobachtete Rendite. Wird der Emittent innerhalb der Laufzeit zahlungsunfähig, endet die CDS-Versicherung mit einer Zahlung von $1 - R$ auf das Nominal (R = Recovery Rate), während gleichzeitig der Coupon-Zahlungsstrom der Anleihe endet, welche eben den Restwert R in Cash auszahlt. Der Zahlungsstrom endet also bei $1 - R + R = 1$ – man erhält sein Nominal zurück. In den meisten Fällen jedoch führen Marktschwankungen dazu, dass die negative Basis bereits vor Fälligkeit wieder verschwindet und der Investor sein Investment vorzeitig mit Gewinn veräußern kann.

Zusammenfassend gilt: Der Negative-Basis-Trade wirft in jedem der drei möglichen Pfade einen Ertrag über Geldmarkt ab, solange der initiale Paketpreis $b + u$ kleiner gleich eins bleibt – obwohl das Emittenten-Ausfallrisiko durch die CDS-Absicherung vollständig eliminiert ist. In der Theorie eines effizienten Marktes ist das ein Arbitrage-Geschäft, dessen Existenz auf den ersten Blick verwundert. Trotzdem beobachtet man exakt dieses Phänomen regelmäßig, und spezialisierte Negative-Basis-Investoren vereinnahmen genau diese Überrendite über Geldmarkt.

3 Schöne Formel – aber warum gilt $x = 0$ nicht immer?

Es gibt mehrere Gründe für die Existenz der negativen Basis, die meisten letztlich auf technischen Mechanismen des Finanzmarktes beruhend. Grob klassifiziert hat sie in den meisten Fällen mit einem der folgenden drei Themen zu tun: **Liquidität**, **Regulatorik** und **juristische Risiken**. Liquidität ist dabei mit Abstand das am häufigsten anzutreffende Thema und wird in Abschnitt 4 gesondert vertieft.

Regulatorik

Hiermit sind Aspekte gemeint, die dazu führen, dass manche Finanzmarktakteure nicht im Sinne der rationalen Nutzenmaximierungstheorie agieren, weil ihnen ein regulatorisches Rahmenwerk im Wege steht. Ein klassisches Beispiel war die Eurokrise 2012: Rating-Herabstufungen für europäische Länder (Griechenland, Spanien, Portugal, Irland, Italien) zwangen große Halter von Staatsanleihen – Pensionskassen und Versicherer – aus regulatorischen Gründen zum Verkauf. Dies führte temporär zu einem Überangebot an Anleihen, das der Markt kaum absorbieren konnte: Der Anleihepreis b sank stark, während gleichzeitig der CDS-Preis u aufgrund der Rating-Herabstufungen stieg. Insgesamt fiel der Paketpreis $b + u$ systematisch, weil ein nicht zu vernachlässigender Anteil des Anleihedrucks nicht allein durch schwindende Kreditwürdigkeit, sondern durch zusätzlichen, regulatorisch ausgelösten Verkaufsdruck bedingt war.

Interessanterweise erließ die EU nach der Eurokrise eine Richtlinie, die es Investoren verbietet, CDS-Absicherung auf EU-Staaten zu kaufen, ohne selbst Anleihen desselben Staates zu halten – mit der Kernidee, dass übermäßiges Shorten die CDS-Marktpreise so stark nach oben treibt, dass es signalhaft auf die reale Finanzierung der Staaten wirkt. Der Negative-Basis-Investor ist davon nicht direkt betroffen, da er ja Anleihen hält; das Gesetz schließt faktisch nur den spekulativen Short-Seller vom CDS-Markt aus. Für eine mögliche wiederaufkeimende europäische Schuldenkrise bedeutet das: Mindestens eine CDS-Käufergruppe stünde nicht bereit, die den Preis u durch ihre Nachfrage näher an den Anleihepreisverfall heranführen könnte – die Regulatorik wirkt damit tendenziell als zusätzlicher Katalysator für regulatorisch bedingte negative Basis.

Juristische Risiken

In manchen Fällen sichert die CDS-Absicherung potenzielle Verluste aus dem Anleiheinvestment nicht vollständig ab. Die negative Basis lässt sich dann als Versicherungsprämie auffassen, die ein Investor dafür vereinnahmt, dass er die entsprechende Versicherungslücke schließt – ein Trade, der in diesem Fall kein Geldmarkt-nahes Investment mehr ist, da im schlechten Szenario ein relativ großer Verlust entstehen kann. Konservative Negative-Basis-Investoren schließen solche Risiken deshalb systematisch aus, was ein hohes Maß an juristischer Expertise hinsichtlich des CDS-Rahmenwerks voraussetzt.

FALLBEISPIEL · ARDAGH PACKAGING GROUP, 2025

Die dem irischen Unternehmer Paul Coulson gehörende Glas-/Metallverpackungsfirma Ardagh Packaging Group war überschuldet und musste 2025 restrukturiert werden – ein Vorgang, der in aller Regel einen Versicherungsfall im CDS auslöst und einen Negative-Basis-Investor gemäß $b + u = R + 1 - R = 1$ entschädigt. Ende 2025 geschah genau dies, doch im Vorfeld zur finalen Feststellung des Versicherungsfalls herrschte große Unsicherheit, die zeitweise zu absurd hoher negativer Basis im zweistelligen Prozentbereich führte.

Eine Gruppe von Anleihehaltern unter Führung des Hedgefonds Arini Capital Management versuchte, die Restrukturierung ohne Versicherungsfall umzusetzen – vermutlich weil Arini selbst aktiver CDS-Verkäufer war. Die Holding von Paul Coulson wurde mit 300 Mio. USD abgefunden und übergab die Kontrolle über eine Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital an die Anleihehalter; ein attraktives Umtauschangebot sollte eine große Mehrheit zum freiwilligen Umtausch in Aktien bewegen. Weil dieser Umtausch durch den Mehrheitsbeschluss bindend für alle Halter wurde, entschied das zuständige ISDA-Komitee dennoch, dass der CDS für die Verluste im Anleihenominal kompensiert – das Kalkül, den CDS auszuhebeln, ging also nicht auf. Die Entscheidung war nicht einstimmig und wurde an ein externes juristisches Panel ausgelagert.^[3]

Die starke Schwankung des CDS-Preises im Vorfeld der Entscheidung spiegelte letztlich die große Verunsicherung des Marktes über die Wirksamkeit der CDS-Versicherung wider – ein Lehrstück dafür, wie viel Interpretationsspielraum selbst in scheinbar klaren vertraglichen Konstruktionen stecken kann.

4 Liquidität – darum geht's meistens in irgendeiner Form ...

Sind juristische Risiken ausgeschlossen und liegt auch keine regulatorisch bedingte Markteffizienz vor, stecken in einem Negative-Basis-Trade in aller Regel technische Liquiditätsaspekte – sowohl auf der Anleiheenseite als auch, vor allem, auf der CDS-Seite. Manche Anleihen liegen in den Händen weniger Halter, wodurch nur ein sehr zäher Markt entsteht, der den Preis mitunter stark drückt. Die resultierende Illiquiditätsprämie überträgt sich auf das Basispaket, sofern der CDS gleichzeitig liquide handelt. Ein Negative-Basis-Investor muss in diesem Fall bedenken, dass ein späterer Abbau der Position mit Gewinn unwahrscheinlicher ist als bei liquiden Anleihen – ist die negative Basis aber groß genug, kann das Investment dennoch Sinn ergeben.

Der CDS selbst ist ein Derivat, das im Kreditmarkt ganz unterschiedliche „liquiditätsstiftende“ Funktionen erfüllt. Drei wiederkehrende Mechanismen, die das Auftreten der Negative-Basis-Anomalie erklären helfen (ohne Anspruch auf Vollständigkeit):

1 Systematischer Leverage im System

Große Pensionsfonds und Versicherer müssen einerseits genug Zins-Duration halten, um langlaufende Verbindlichkeiten zu matchen, und andererseits in renditestärkere Assets investieren, um ihre Pensionsversprechen zu erfüllen. Klassisch würde die Pensionskasse dafür die erhaltenen Beitragsgelder in ein Portfolio ausfallrisikobehafteter Anleihen mit Rendite $\mu_A > r$ investieren. Der moderne Finanzmarkt bietet jedoch differenziertere Möglichkeiten, die im Kern einen versteckten Hebel darstellen: Ein Teil des Duration-Matchings läuft über Treasury Futures, die kaum Cash binden – das frei werdende Cash fließt in riskantere Anleihen oder Aktien.

Eine noch direktere Hebel-Methode bietet der CDS-Markt: Für Anleihen im Portfolio wird zusätzlich CDS-Absicherung verkauft, etwa in Höhe von 20 % des gehaltenen Anleihenominals. Mit dem Kreditrisiko fühlt man sich ohnehin wohl – dies steigert die Rendite auf $\mu_A + 20 \% \cdot (\mu_C - r)$ gegenüber der ungehebelten Rendite μ_A . Da Pensionskassen und Versicherer viele Gelder verwalten, können solche Effekte am vergleichsweise kleinen CDS-Markt systematisch spürbar werden und dabei besonders Namen betreffen, die als sicher gelten – also solche, bei denen man sich mit einem Hebel „wohl fühlt“.

2 Leverage im Stress-Szenario

Mit umgekehrten Rollen gilt eine analoge Logik im akuten Stress: Schlägt bei einem Einzeltitel kurzfristig extremer Stress auf, veranlassen die Risikosysteme größer, breit diversifizierter Portfolios oftmals einen Abverkauf, um schlimmeren Schaden fernzuhalten – im Extremfall ein regelrechter Fire Sale. Auf der anderen Seite gibt es auf Stress-Situationen spezialisierte Asset-Manager, die den Einzelfall genau prüfen und, wenn eine Erholung erwartet wird, gezielt investieren – oft gehebelt, um die Rendite zu maximieren. Der CDS-Verkauf ist dafür eine gute Möglichkeit, auch wenn $\mu_A > \mu_C$ gilt: Mit einem Hebel L (etwa $L = 2$ oder $L = 5$) kann die gehebelte Rendite $L \cdot (\mu_C - r)$ die ungehebelte Rendite μ_A um ein Vielfaches übersteigen. Solche Stress-Situationen bieten, quasi als Abfallprodukt, auch Negative-Basis-Investoren die Aussicht auf schnelle Überrendite, da sie typischerweise nicht sehr lange bestehen.

FALLBEISPIEL · CREDIT SUISSE / UBS, 2023

Insbesondere in der Woche vor der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS ließen sich Senior-Anleihen der Credit Suisse mit negativen Basen in der Größenordnung von 3–5 % des Nominals einkaufen – eine negative Basis, die relativ zeitnah nach der Übernahme durch Erholung der Anleihen wieder verschwand. Die Schwankung in den Einzelteilen b bzw. u betrug damals etwa 25–35 %, eine Größenordnung, die aggressive Hebel-Investoren regelrecht anlockte.

3 Liquidität für Retail-Kunden über Credit Linked Notes

Manche Banken vertreiben an Retail-Kunden sogenannte Credit Linked Notes (CLNs) – vor allem in Italien gibt es dafür eine gut ausgebildete, auch regulatorisch bedingte Nachfrage, häufig für staatsnahe Namen mit ausgeprägtem „Home Bias“. Die Kunden verkaufen der Bank faktisch eine CDS-Versicherung; die Bank sichert ihr entstehendes Risiko ihrerseits über CDS am Kapitalmarkt ab und streicht die Differenz der beiden Versicherungsprämien als eine Art Vermittlungsprovision ein. Muss die Bank – je nach Kundennachfrage, die saisonal schwankt und mit Emissionszyklen zusammenhängt – phasenweise viel CDS am Markt verkaufen, drückt dies den CDS-Preis u und erzeugt so negative Basis. Im großen Bild ist sie hier eine Kompensation dafür, dass dem Endkunden CLN-Liquidität bereitgestellt wird.

Die genannten Ursachen können sich durchaus gegenseitig bedingen und befeuern, wie schon im CLN-Beispiel mit seinem Bezug zur Regulatorik sichtbar wird. Ein übermäßiger Hebel im System kann bei Drawdowns am Gesamtmarkt selbst zu Stress-Szenarien führen.

FALLBEISPIEL · UK-PENSIONS KASSEN, 2022

Bedingt durch die starken Zinsanstiege 2022 standen einige UK-Versicherer kurz vor dem Kollaps – exakt bedingt durch den oben beschriebenen Hebel aus dem Duration-Matching. Die für das Duration-Matching genutzten Treasury Futures erlitten durch die Zinsanstiege stark negative PnL, während gleichzeitig der Gesamtmarkt schwächelte und auch die riskanteren Assets nachgaben. Beide Verluste zusammen überstiegen durch den impliziten Hebel den zinsgetriebenen Rückgang der Verbindlichkeiten, was die Risikosysteme alarmierte. Die Entspannung kam über eine Kombination aus Notfall-Geldpolitik der Bank of England, einer politischen Kehrtwende der Regierung und im Nachgang strukturellen Anpassungen bei den Pensionskassen selbst – kurz: „weniger Hebel“.

5 Hmm, Leverage und negative Basis – war da nicht mal was?

Oh ja, ganz genau. Das Thema der negativen Basis wurde erstmals populär während der Finanzkrise 2008. Auch im Vorfeld hatten findige Investoren den Negative-Basis-Trade längst entdeckt und gehandelt – allen voran die großen Investmentbanken. Deren Risikoappetit war allerdings deutlich größer als die Kategorie „Geldmarkt plus eine Marktineffizienz-Gebühr“, in der sich konservative Negative-Basis-Investoren normalerweise bewegen.

Warum nicht ein bombensicheres Investment wie den Negative-Basis-Trade mehrfach hebeln – also mit geliehenem Geld umsetzen?

So lautete sinngemäß der Gedanke in einer Zeit, in der ein gewisser Josef Ackermann, damals Chef der Deutschen Bank, das Ziel einer Eigenkapitalrendite von 25 % ausrief. Wie das ausging, wissen wir

im Nachhinein. Negative-Basis-Investoren sind, wie oben erläutert, im großen Bild gewissermaßen als Leverage-Provider anzusehen – und wenn diese Leverage-Provider selbst mehrfach gehebelt sind, ergibt sich mitunter ein eher mäßig gutes systemisches Risiko.

Das ist sicherlich mit ein Grund, warum die globalen Finanzaufsichten den eingangs erwähnten Treasury Basis-Trade genau beäugen: Die involvierten Hedgefonds setzen ihn in aller Regel ebenfalls mehrfach gehebelt um, und die gehandelten Volumina sind sehr beachtlich. Bleibt zu hoffen, dass das besser ausgeht.

Literatur

- [1] **Duffie, D. (2010).** Presidential address: Asset price dynamics with slow-moving capital. *Journal of Finance*, 65, S. 1237–1267.
- [2] **Knecht, N., Mai, J.-F. (2025).** The negative basis: buy the bond or sell credit default swap protection? *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 28, 2650002 (29 Seiten).
- [3] Finale Entscheidung und Begründung des ISDA-Panels zum Ardagh-Restrukturierungsfall:
southsquare.com/wp-content/uploads/2025/12/ardagh-er-final-decision.pdf