

## Kreditderivate: Konzentration von Kontrahenten und Underlyings

Die Grundlage der folgenden Betrachtungen zu Kontrahenten und Underlyings bildet die im Herbst 2006 erschienene Studie von Fitch Ratings (Fitch).<sup>1)</sup> Sie berücksichtigt 75 Marktteilnehmer, darunter 49 globale Banken und Broker, 18 Versicherungs- beziehungsweise Rückversicherungsunternehmen (Versicherer) und acht Finanzgarantieunternehmen. Anhand vorangegangener Studien geht Fitch davon aus, dass die 75 Unternehmen den „Löwenanteil“ des Marktes auf sich vereinen.

### Unveränderte Dominanz weniger Banken

Der Markt für Kreditderivate wird klar von Banken dominiert, wobei speziell europäische Banken immer häufiger als Netto-Sicherungsgeber auftreten, um im Niedrigzinsumfeld ihr Einkommen zu diversifizieren; die Netto-Sicherungsnehmer-Position aller Banken sank bis Ende 2005 auf 268 Milliarden Dollar (2004: 427 Milliarden Dollar). Finanzgarantieunternehmen und Versicherer spielen eine untergeordnete Rolle. Zumindest einige Versicherer scheinen sich eher aus dem Markt zurückzuziehen. Dagegen treten Asset Manager, Pension Funds und vor allem Hedge Funds zunehmend in den Markt ein, wurden von Fitch aber (noch) nicht berücksichtigt.

Wie in Kreditwesen 22-2006 dargelegt, weist der Markt bezogen auf Kontrahenten eine außerordentlich hohe Konzentration auf, etwa im Vergleich mit Zinsderivaten. Gemessen an der Anzahl der Geschäfte vereinen die zehn führenden Kontrahenten 66 Prozent (2004: 70 Prozent), gemessen am Volumen 86 Prozent (2004: 84 Prozent) aller Käufe und Verkäufe auf sich.

Mit Morgan Stanley, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan Chase und UBS sind die Top 5 gegenüber 2004 unverändert.

Gemessen an Anzahl und Volumen gehören acht beziehungsweise neun Kontrahenten bereits 2004 den Top 10 an. Veränderungen ergeben sich hauptsächlich am unteren Ende der Top 25. Während die HVB neben AIG, IXIS und CIBC zu den „Aufsteigern“ gehört, wurden neben Toronto Dominion und Wachovia auch die KfW und WestLB aus der Rangliste verdrängt.

Zwar begründet eine derart starke Konzentration Liquiditätsrisiken, wenn führende Kontrahenten den Markt verlassen. Aufgrund der Höhe der getätigten Investitionen und der signifikanten Ergebnisbeiträge sieht die Fitch-Studie hierin aber ein geringes Risiko. Eher empfänglich wird der Markt für den übereilten Rückzug aus einzelnen Underlyings erachtet. Vergleichbare Strategien und das Verlassen auf ungetestete Annahmen in den Preismodellen könnten zu einer „regelrechten Flucht“ aus bestimmten Titeln führen und die dann ohnehin bestehende Instabilität weiter verschlimmern.

*Dr. Michael Eichhorn, The Royal Bank of Scotland Plc, Group Internal Audit, London, Melanie Eichhorn-Schurig, LL.M., Commerzbank AG, Internal Audit, London*

*Ende vergangenen Jahres haben die Autoren verschiedene aktuelle Studien zur Entwicklung des Marktes für Kreditderivate vorgestellt (Kreditwesen 22-2006). Der Schwerpunkt lag seinerzeit auf der Entwicklung des Gesamtmarktes sowie auf den gehandelten Produkten. Nur am Rande wurde darauf eingegangen, wer handelt und worauf sich die Kreditderivate beziehen. Unter Bezugnahme auf die im statistischen Anhang vorgestellten Befunde verdeutlichen die Autoren, dass sich die Marktverschiebungen bei den Underlyings und mehr noch bei den Kontrahenten in Grenzen halten. (Red.)*

Als Hauptmotive geben die 75 Teilnehmer das Hedging/Kreditrisiko-Management und die Regulatorische Arbitrage an. Von den Banken erklären 89 Prozent den Handel als ein relevantes oder dominantes Motiv (2004: 77 Prozent); auch hieran wird deutlich, dass Banken zunehmend gewillt sind, über das „bloße“ Hedging hinaus als Sicherungsgeber aufzutreten. Daneben kommt der Rolle als Intermediär Bedeutung zu. 43 Prozent stufen es als ein dominantes Motiv ein (2004: 23 Prozent). Im Gegensatz hierzu ist zum Beispiel für Versicherer die Nutzung von Kreditderivaten als alternative Investmentklasse das primäre Motiv.

### Underlyings hauptsächlich auf Non-Financial-Corporates

Nach Branchen entfallen volumenbezogen knapp zwei Drittel der Underlyings auf Non-Financial-Corporates, gefolgt von Finanzunternehmen, sonstigen Underlyings und Sovereigns. Bemerkenswert ist der wachsende Anteil von CDS auf ABS. Auch wenn sie nur vier Prozent ausmachen, verdeckt der Wert ein Wachstum um 140 Prozent auf 495 Milliarden Dollar in 2005 (2004: 206 Milliarden Dollar); Fitch führt dies unter anderem auf die Standardisierung der Dokumentation und die Begegnung neuer Strukturen zurück.

Nach Einzeladressen sind die Top 5 Underlyings nahezu unverändert. Neben Daimler Chrysler gehören General Motors, Ford und France Telecom in 2004 und 2005 zu den Top 4; für Fitch spiegelt sich hierin die anhaltende Sorge um die US-Automobilindustrie wider. Bemerkenswert ist, dass die Deutsche Telekom, zuvor einer der „Stammgäste“ in den Top 5, einige Plätze gefallen ist. Ebenso ist interessant, dass vier Sovereigns (Brasilien, Italien, Russland, Türkei) unter den Top 10 geführt werden, verglichen mit drei in 2004; den „Aufstieg“

## Kreditderivate: Konzentration von Kontrahenten und Underlyings

von Brasilien erklärt Fitch mit der 22-prozentigen Gewichtung im JPM-Emerging Market Bond Index sowie der Nutzung des Sovereigns als Hedge für Investitionen in Non-Sovereigns.

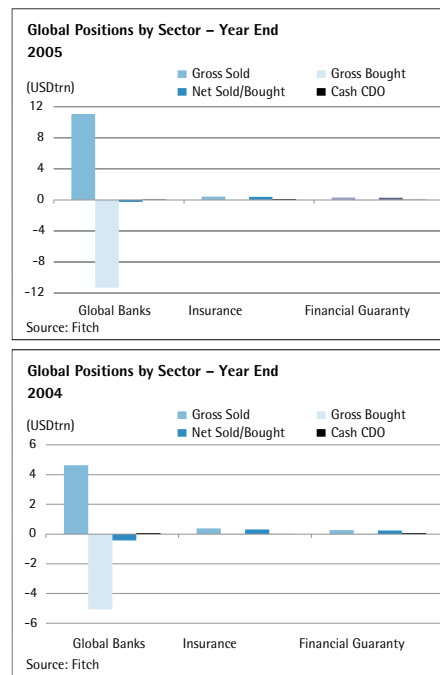
Wenngleich deutlich schwächer als zuvor für Kontrahenten ist auch für Underlyings eine (zunehmende) Konzentration festzustellen. Die Top 5 stehen auf der Verkaufseite für 18 Prozent aller genannten Underlyings (2004: 15 Prozent), auf der Kaufseite für 21 Prozent (2004: 17 Prozent). Ein ähnlicher Trend ergibt sich für die Top 20, die auf der Verkaufseite 38 (2004: 33) Prozent und auf der Kaufseite 41 (2004: 33) Prozent repräsentieren.

### Kreditereignisse vor allem bei Automobilzulieferern und Airlines

In Kreditwesen 22-2006 wurde für Underlyings eine langsame Migration in schwächere Ratingklassen konstatiert. Ebenso lässt sich vermehrt die Wahl längerer Laufzeiten beobachten. So erhöhte sich der Anteil der Kreditderivate mit einer Laufzeit von fünf bis zehn Jahren auf 38 Prozent (2003: 17 Prozent).

Die Anzahl der Kreditereignisse hat 2005 spürbar zugenommen. Hauptsächlich be-

### I: Kontrahenten nach Branchen



troffen waren Automobilzulieferer und Airlines. Die zuvor angesprochene Krise der US-Automobilindustrie findet ihren Niederschlag auch bei den Zulieferern, da sie teilweise oder vollständig von den Herstellern abhängig sind. So ging der Insolvenz von

Dana in 2006 die Insolvenz von Delphi voraus, die auf die Insolvenz des Zulieferers Collins & Aikman folgte. In der Flugbranche haben gestiegene Ölpreise und „Billigflieger“ etablierte Unternehmen wie Delta und Northwest Airlines aus dem Markt gedrängt. Das Energieunternehmen Calphine und der Retailer Winn Dixie vervollständigen die Liste der bedeutendsten Kreditereignisse.

Technisch haben Kreditereignisse wie die Insolvenz von Delphi neue Fragen zu Settlement-Bestimmungen aufgeworfen, etwa die Preisbestimmung des zu liefernden Finanzinstruments, wenn physische Lieferung vereinbart worden ist, das vorhandene Nominalvolumen den Betrag an Lieferverpflichtungen aber deutlich unterschreitet. Auch deshalb nennen die Teilnehmer der Studie, wie in Kreditwesen 22-2006 dargestellt, das Settlement noch vor dem Bestätigungswesen als größte Herausforderung.

### Verschiebungen unterschiedlich stark

Resümierend lässt sich festhalten, dass die Veränderungen mit Blick auf die Kriterien (Produkte, Kontrahenten, Underlyings) unterschiedlich stark ausfallen.

Wie in Kreditwesen 22-2006 erarbeitet, wächst der Markt für Kreditderivate weiter, allerdings zunehmend mit neuen Produkten (zum Beispiel Indexprodukte).

Zwar kommt es auch bei den Underlyings zu Verschiebungen, unter anderem aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung von Adressen, der Entwicklung neuer Produkte (zum Beispiel CDS ABS), der Aufnahme bestimmter Adressen in Indizes (zum Beispiel Brasilien) und der weiteren Marktreife (zum Beispiel Wahl längerer Laufzeiten). Insgesamt fallen die Verschiebungen aber geringer aus.

Noch geringer scheinen sie für Kontrahenten. Auch wenn sich einzelne Marktteilnehmer (zum Beispiel einige Versicherer) zurückziehen und andere (zum Beispiel Hedge Funds) an Bedeutung gewinnen, dominieren nach wie vor wenige Banken den Markt. Aufgrund der getätigten Investitionen und der starken Marktposition ist es unwahrscheinlich, dass etablierte Banken den Markt kurzfristig verlassen. Zudem können die notwendigen Investitionen als Zugangsbarriere für neue Marktteilnehmer wirken.

### II: Kontrahenten nach Bedeutung

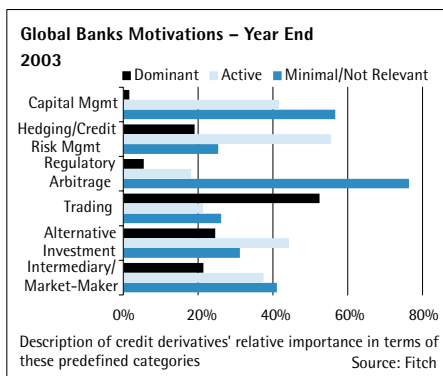
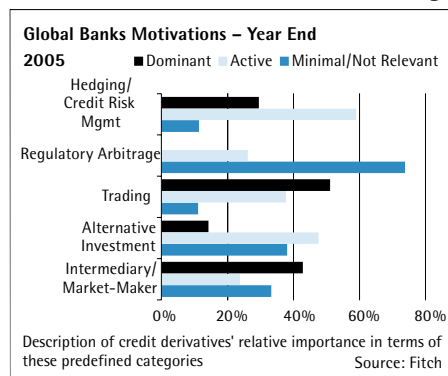
**Top 25 Counterparties** (This is on a count basis, i.e. how many times an institution was cited.)

2005	2004	2003	2002
Morgan Stanley	Deutsche Bank	JP Morgan Chase	JP Morgan Chase
Deutsche Bank	Morgan Stanley	Deutsche Bank	Merrill Lynch
Goldman Sachs	Goldman Sachs	Goldman Sachs	Deutsche Bank
JP Morgan Chase	JP Morgan Chase	Morgan Stanley	Morgan Stanley
UBS	UBS	Merrill Lynch	CSFB
Lehman Brothers	Credit Suisse First Boston	Credit Suisse First Boston	Goldman Sachs
Barclays	Lehman Brothers	UBS	UBS
Citigroup	Merrill Lynch	Lehman Brothers	Lehman Brothers
Credit Suisse First Boston	Citigroup	Citigroup	Citigroup
BNP Paribas	Bear Stearns	Bear Stearns	Commerzbank
Merrill Lynch	Barclays	Commerzbank	Toronto Dominion
Bear Stearns	BNP Paribas	BNP Paribas	BNP Paribas
Bank of America	Bank of America	Bank of America	Bank of America
Dresdner Bank	Dresdner Bank	Dresdner Bank	Bear Stearns
ABN Amro	HSBC	ABN Amro	Société Générale
HSBC	Commerzbank	Société Générale	Royal Bank of Canada
Société Générale	Royal Bank of Scotland	AIG	Barclays
Calyon	Société Générale	Barclays	Dresdner Bank
Royal Bank of Scotland	ABN Amro	Toronto Dominion	Royal Bank of Scotland
AIG	Toronto Dominion	Calyon	ABN Amro
Commerzbank	Wachovia	HSBC	CIBC
HVB	Calyon	Ambac	Rabobank
IXIS	KfW	CDC IXIS Financial Guaranty	WestLB
CIBC	Royal Bank of Canada	KfW	HVB
Royal Bank of Canada	WestLB	Royal Bank of Scotland	AIG

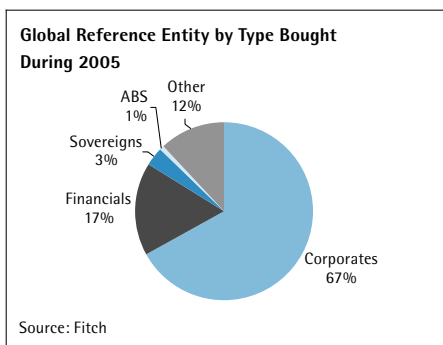
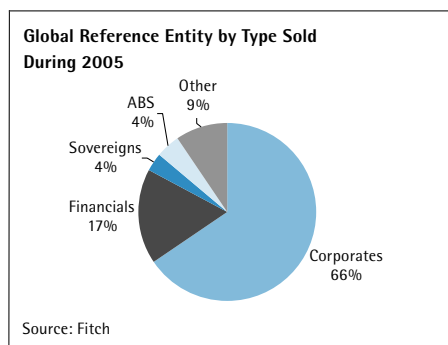
Source: Fitch



### III. Motive von Banken nach Bedeutung



### IV. Underlyings nach Branchen



### V. Underlyings nach Bedeutung

#### Top Reference Entities Year End 2005: Gross Sold and Bought Protection by Count\*

Protection Sold	Protection Bought
1. General Motors/GMAC	General Motors/GMAC
2. Daimler Chrysler	Ford Motor Corp./Ford Motor Credit Co.
3. Ford Motor Corp./Ford Motor Credit Co.	Daimler Chrysler
4. France Telecom	France Telecom
5. General Electric/GECC	Telecom Italia
6. Telecom Italia	Volkswagen
7. Volkswagen	Brazil
8. Italy	General Electric/GECC
9. Deutsche Telekom	Italy
10. Brazil	Deutsche Telekom
11. Russia	United Mexican States
12. Turkey	Russia
13. Fannie Mae	Telefonica
14. AT&T Corp.	AT&T Corp.
15. France	AIG
16. Portugal	Philippines
17. United Mexican States	Turkey
18. Altria Group	Bank of America
19. Deutsche Bank	Eastman Kodak
20. Morgan Stanley	Goldman Sachs
21. Eastman Kodak	JP Morgan Chase
22. Freddie Mac	Suez
23. Gazprom	Time Warner
24. Germany	BBVA
25. Japan	Bombardier

\* Commonly quoted reference entity, based on frequency of occurrence.

Source: Fitch

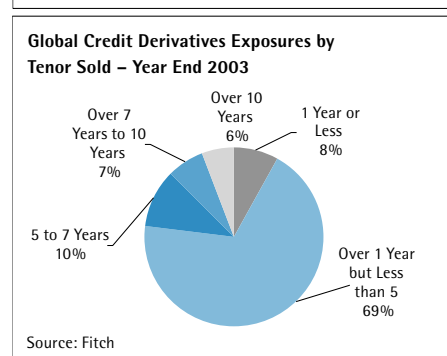
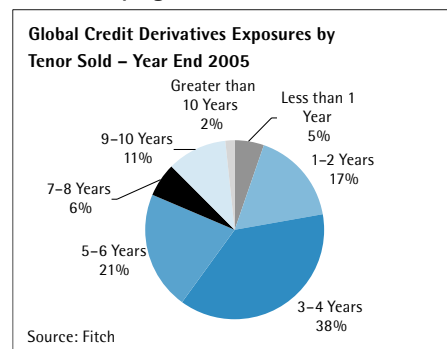
#### Top Reference Entities Year End 2005: Gross Sold and Bought Protection by Volume\*

Protection Sold	Protection Bought
1. General Motors/GMAC	General Motors/GMAC
2. Ford Motor Corp./Ford Motor Credit Co.	Ford Motor Corp./Ford Motor Credit Co.
3. Brazil	Brazil
4. Daimler Chrysler	Daimler Chrysler
5. Italy	Italy
6. France Telecom	General Electric/GECC
7. Russia	Russia
8. General Electric/GECC	France Telecom
9. Turkey	Telecom Italia
10. United Mexican States	Turkey
11. Telecom Italia	United Mexican States
12. Volkswagen	Volkswagen
13. Deutsche Telekom	Gazprom
14. AT&T Corp.	AIG
15. Gazprom	AT&T Corp.
16. France	Deutsche Telekom
17. Fannie Mae	France
18. Hutchison Whampoa	Hutchison Whampoa
19. Japan	Japan
20. AIG	Fannie Mae
21. Spain	Goldman Sachs
22. British American Tobacco	Boots Group
23. Portugal	Philippines
24. Boots Group	JP Morgan Chase
25. Countrywide	PCCW-HKT Telephone

\* Excludes Indices. \* Based on national volumes.

Source: Fitch

### VI. Underlyings nach Laufzeiten



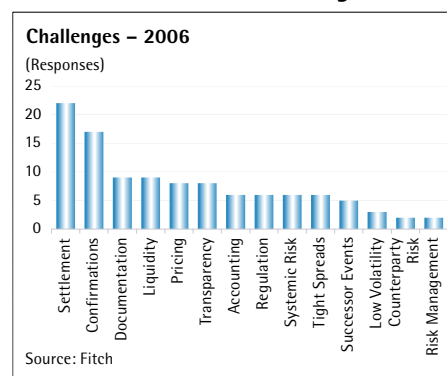
### VII. Kreditereignisse nach Bedeutung

#### Top Credit Events in 2005

Name Sold	Count	Name Bought	Count
Delphi	27	Delphi	21
Calpine	15	Calpine	12
Delta Airlines	14	Northwest Airlines	10
Northwest Airlines	14	Collins & Aikman	9
Collins & Aikman	13	Delta Airlines	9
Winn Dixie	6	Winn Dixie	4

Source: Fitch

### VIII. Probleme nach Bedeutung



Der Beitrag gibt die persönliche Meinung der Autoren wieder.

#### Fußnote:

<sup>1)</sup> Die vollständige Studie „Global Credit Derivatives Survey: Indices Dominate Growth as Banks' Risk Position Shifts“ kann von <http://www.fitchratings.com> heruntergeladen werden.