

Jacob Gyntelberg  
+852 2878-7145  
jacob.gyntelberg@bis.org

Guonan Ma  
+852 2878-7015  
guonan.ma@bis.org

Eli M. Remolona  
+852 2878-7150  
eli.remolona@bis.org

---

## I mercati delle obbligazioni societarie in Asia<sup>1</sup>

*I mercati delle obbligazioni societarie in Asia presentano ampie differenze in termini dimensionali. Taluni mercati primari hanno aperto ai prenditori esteri, mentre altri fanno assegnamento su emittenti quasi-sovrani. I mercati secondari risentono spesso di una scarsa liquidità, dovuta in varia misura a una base di investitori ristretta, a microstrutture inadeguate e alla mancanza di informazioni tempestive sui mutuatari.*

*Classificazione JEL: G140, G180, M400, O160*

Dalla crisi finanziaria del 1997 lo sviluppo di mercati del reddito fisso figura fra le priorità dei *policymaker* asiatici. I mercati obbligazionari in valuta locale sono spesso considerati come un modo per evitare le crisi, dal momento che contribuiscono a ridurre potenziali disallineamenti di valuta e di scadenza nell'economia. Diversi paesi dell'Asia sono riusciti a sviluppare mercati discretamente attivi per l'emissione e la negoziazione di titoli del debito pubblico nazionale.

Negli ultimi anni le autorità di molte economie asiatiche hanno cominciato a rivolgere l'attenzione ai mercati delle obbligazioni private ("societarie") in valuta locale, riconoscendo che un sistema finanziario solido necessita di molteplici canali di finanziamento laddove banche e investitori non bancari si contendono i mutuatari. Come ha dimostrato la stessa crisi finanziaria asiatica, i mercati del credito a breve termine sono soggetti a massicci ritiri di fondi da parte dei prestatori, mentre quelli delle obbligazioni societarie possono fornire all'economia un'importante fonte di finanziamento a lungo termine<sup>2</sup>.

In Asia i mercati primari delle obbligazioni private sono cresciuti in misura significativa, sebbene in alcuni casi l'espansione sembri essere stata alimentata soprattutto da emittenti quasi-sovrani o provvisti comunque di una qualche garanzia creditoria. Ciò si deve forse al fatto che gli investitori hanno

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse in questo studio sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringraziano Claudio Borio, Muhammad Ibrahim, Kim Ng, Indra Sakti, Jeong-Ho Suh, Jim Turnbull e Frank Packer per gli utili commenti e scambi di opinioni.

<sup>2</sup> Greenspan (2000) sostiene che un mercato dei capitali ben funzionante avrebbe potuto fungere da "ruota di scorta" per i paesi asiatici e attenuare così l'impatto della crisi. Diamond (2004) dimostra analiticamente il motivo per cui i mercati del credito a breve termine sono per loro stessa natura esposti al rischio di un simultaneo ritiro dei fondi da parte dei creditori.

avuto scarso accesso a quelle informazioni che avrebbero permesso loro di valutare adeguatamente il rischio creditizio di altri potenziali emittenti. Minore è stata invece la crescita dei mercati secondari, dove in molti casi si sono osservati scambi relativamente contenuti. Nel presente studio si sostiene che tale inattività potrebbe derivare da un insieme di concause: una scarsa diversificazione della base di investitori, microstrutture inadeguate, opacità dei mercati e carenza di informazioni tempestive a disposizione dei prestatori.

Nella sezione che segue vengono descritti i mercati primari delle obbligazioni societarie in Asia, incentrandosi sulla loro dimensione e composizione per emittente. Si passerà poi a esaminare i mercati secondari, avanzando alcune ipotesi per spiegare la scarsa liquidità riscontrata in alcuni di essi.

## Mercati primari: dimensione e composizione

In base alle statistiche della BRI e di Dealogic Bondware vengono analizzate in questo studio la dimensione e la composizione dei mercati delle obbligazioni societarie in valuta locale nella regione Asia-Pacifico, ossia quelli per le denominazioni valutarie di Australia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia. Con "obbligazioni societarie" si intendono qui tutte le emissioni di titoli non governativi a lungo termine in una data valuta facenti capo a emittenti quasi-sovrani, finanziari e non finanziari, siano essi residenti o non residenti.

### *Dimensione del mercato, soglie di liquidità e "spiazzamento"*

A fine 2004 lo stock di obbligazioni societarie dei 12 mercati in valuta locale considerati in questo studio sfiorava i \$3 trilioni. Di questi, i due terzi sono ascrivibili al solo Giappone (tabella 1), cui fanno seguito altri tre mercati che possono essere considerati relativamente ampi: la Corea (\$355 miliardi), la Cina (\$196 miliardi) e l'Australia (\$188 miliardi). Essi superano tutti la soglia di \$100 miliardi che McCauley e Remolona (2000) stimano tendenzialmente necessaria a garantire lo spessore e la liquidità di un mercato di titoli di Stato<sup>3</sup>. Per i mercati dei titoli privati tale soglia dovrebbe essere molto più alta, poiché per definizione le emissioni di obbligazioni societarie sono più eterogenee e di taglio mediamente inferiore rispetto a quelle pubbliche. I fattori che, oltre a quello dimensionale, possono influire sulla liquidità verranno discussi nella seconda parte di questo studio monografico.

Quattro mercati possono considerarsi ampi

Quale che sia la soglia effettiva di liquidità per le obbligazioni societarie, i rimanenti mercati presi in esame sembrerebbero ben lungi dal raggiungerla: il quinto mercato per dimensioni è Hong Kong (\$62 miliardi), seguito da Malaysia (\$50 miliardi), Thailandia (\$32 miliardi), Nuova Zelanda (\$30 miliardi), India (\$24 miliardi) e Singapore (\$22 miliardi). Indonesia e Filippine si collocano

---

<sup>3</sup> Si tratta, naturalmente, di un valore approssimativo che prescinde da una serie di altri fattori che influiscono sulla liquidità.

## Dimensioni dei mercati delle obbligazioni societarie e di altri canali di finanziamento in valuta locale

Fine 2004

	Obbligazioni societarie <sup>1</sup>		Altri canali di finanziamento, in percentuale del PIL		
	Ammontari in essere (miliardi di USD)	In percentuale del PIL	Credito interno	Capitalizzazione di borsa	Titoli di Stato in essere
Australia	187,5	27,1	185,4	111,5	13,8
Cina	195,9	10,6	154,4	33,4	18,0
Corea	355,6	49,3	104,2	74,7	23,7
Filippine	0,2	0,2	49,8	37,5	21,8
Giappone	2 002,0	41,7	146,9	76,9	117,2
Hong Kong SAR	61,9	35,8	148,9	547,7	5,0
India	24,5	3,3	60,2	56,8	29,9
Indonesia	6,8	2,4	42,6	24,5	15,2
Malaysia	49,7	38,8	113,9	140,8	36,1
Nuova Zelanda	29,9	27,8	245,5	41,1	19,9
Singapore	21,7	18,6	70,1	211,4	27,6
Thailandia	31,9	18,3	84,9	67,1	18,5
<i>Per memoria: Stati Uniti</i>	<i>15 116,6</i>	<i>128,8</i>	<i>89,0</i>	<i>138,4</i>	<i>42,5</i>

<sup>1</sup> Obbligazioni e note emesse nella valuta nazionale da residenti e non residenti, sui mercati interno e internazionale.

Fonti: FMI; World Federation of Exchanges; Dealogic Bondware; statistiche nazionali; BRI.

Tabella 1

ancora più in basso. Come si vedrà in seguito, l'apertura a emittenti e investitori stranieri potrebbe aiutare a superare gli svantaggi derivanti da dimensioni esigue.

Spiazzamento di emittenti e investitori

La dimensione del mercato dovrebbe dipendere non soltanto dalla dimensione dell'economia, ma anche dal suo grado di sviluppo. Essa potrebbe inoltre risentire della concorrenza tra le alternative di finanziamento dal lato sia degli emittenti sia degli investitori. Banche e mercati azionari potrebbero trovarsi in competizione con il mercato obbligazionario per gli stessi prenditori societari, mentre il finanziamento di un ampio disavanzo pubblico rischia di "estromettere" altri potenziali emittenti. Non sorprende comunque che i mercati obbligazionari privati con maggiore spessore siano quelli delle economie a più alto reddito (Australia, Corea, Giappone, Hong Kong, Malaysia e Nuova Zelanda); ciascuno di essi, come illustra la tabella 1, supera per dimensioni il 25% del PIL. Né desta stupore il fatto che siano i paesi a più basso reddito (Cina, Filippine, India e Indonesia) ad avere i mercati meno spessi in termini di incidenza sul PIL.

### *Composizione degli emittenti*

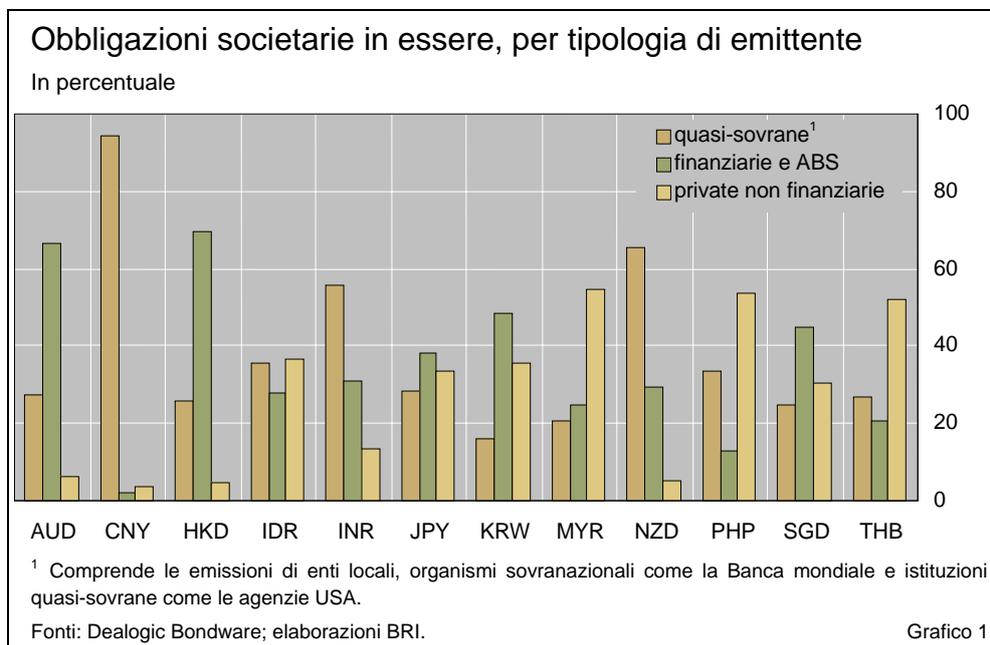
Le tipologie di emittenti riscontrate in un dato mercato possono fornire un'indicazione del suo grado di sviluppo. Gli emittenti naturali in un mercato di obbligazioni private sono le grandi imprese, per le quali gli investitori riterrebbero utile valutare la qualità creditizia sulla base di informazioni disponibili pubblicamente. Pertanto, al di là del fattore dimensionale, una misura del grado di sviluppo di un mercato potrebbe risiedere nella gamma di

rating dei mutuatari che a quel mercato ricorrono. Al tempo stesso, la presenza di emittenti non residenti potrebbe costituire una sorta di “voto di fiducia” per il mercato, una testimonianza della sua capacità di fornire fondi a condizioni competitive con quelle offerte in altre valute.

In taluni mercati asiatici gli emittenti paiono ancora concentrarsi in prossimità della fascia superiore della gamma di rating. In Malaysia il mercato è formato per il 40% circa da prenditori quotati localmente tripla A e per un altro 40% da prenditori con doppia A. In Corea gli emittenti con un rating pari o superiore ad A si aggirano attorno all'80%<sup>4</sup>. In assenza di dati più sistematici sulla qualità creditizia dei prenditori nei vari mercati, è possibile ricavare riscontri indiretti dalla ripartizione degli emittenti fra soggetti quasi-sovrani, istituzioni finanziarie e soggetti non finanziari. Gli emittenti quasi-sovrani<sup>5</sup> dispongono in genere di una garanzia governativa, esplicita o implicita, ed è quindi probabile che presentino il rating creditizio più alto fra quelli disponibili nel paese. Come illustra il grafico 1, questa tipologia di mutuatari risulta prevalere in tre mercati: Cina, India e Nuova Zelanda. Un commento a parte merita il mercato coreano: all'epoca della crisi asiatica esso era dominato da titoli assistiti da garanzia creditoria, mentre oggi tali emissioni rappresentano una frazione trascurabile.

In tre mercati su cui dominano gli emittenti quasi-sovrani

Se è vero che le istituzioni finanziarie godono spesso di garanzie implicite, ciò non sembra verificarsi nei mercati in cui tali istituzioni prevalgono, ossia Australia, Corea, Hong Kong e Singapore, dove le emissioni finanziarie che



<sup>4</sup> La distribuzione per rating è stimata sulla base delle informazioni fornite dalle banche centrali di Malaysia e Corea. A titolo di raffronto, gli emittenti societari nel mercato statunitense si concentrano massimamente nella classe di rating A, seguita dalla tripla B.

<sup>5</sup> La categoria quasi-sovrana ricomprende gli emittenti sovranazionali quali la Banca asiatica di sviluppo (BAS) e la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (BIRS), gli enti locali e alcune istituzioni finanziarie estere di emanazione pubblica, come le agenzie USA.

compongono la maggior parte del mercato presentano in effetti caratteristiche non dissimili da quelle riscontrate sui mercati europei, e – almeno nel caso dell’Australia – consistono spesso di titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*).

Un’ulteriore indicazione dell’importanza degli emittenti quasi-sovrani nei mercati asiatici proviene dalla composizione dell’indice Asian Local Bond Index (ALBI) di HSBC, inteso a replicare l’andamento di titoli liquidi in valuta locale in Cina, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. Esso è formato da numerose emissioni, anche non governative. Queste ultime, tuttavia, fanno capo esclusivamente a mutuatari quasi-sovrani.

Pur essendo incomplete e indirette, le evidenze sopra esposte lasciano chiaramente intuire che, quantomeno in alcuni dei 12 mercati considerati, le emissioni sono in gran parte riconducibili a prenditori con alto merito di credito. Laddove questa caratteristica è persistente, è probabile che gli investitori istituzionali siano vincolati da disposizioni interne ad acquistare unicamente titoli di prima qualità. Ma non è da escludere che tali disposizioni rispecchino semplicemente il fatto che le informazioni disponibili al pubblico non consentono agli operatori di valutare adeguatamente l’affidabilità creditizia di potenziali emittenti con un rischio di insolvenza significativo. Questa eventualità è confortata da Bhattacharya et al. (2003), che rilevano come in Asia le misure dell’opacità degli annunci sugli utili tendano a essere più elevate. Inoltre, secondo Fan e Wong (2002), nei paesi asiatici la valenza informativa di tali annunci è generalmente minore a causa della diffusione di strutture proprietarie piramidali o a partecipazione incrociata.

Dubbi sull’adeguatezza delle informazioni disponibili al pubblico

Obbligazioni societarie in valuta locale, per paese di residenza dell’emittente <sup>1</sup>				
Fine 2004				
	Residenti (miliardi di USD)	In percentuale sul totale	Non residenti (miliardi di USD)	In percentuale sul totale
Australia	134,0	71,5	53,5	28,5
Cina	195,9	100,0	0,0	0,0
Corea	355,2	99,9	0,4	0,1
Filippine	0,2	86,8	0,0	13,2
Giappone	1 646,1	82,2	355,9	17,8
Hong Kong SAR	27,3	44,1	34,6	55,9
India	24,5	100,0	0,0	0,0
Indonesia	6,8	99,8	0,0	0,2
Malaysia	49,5	99,6	0,2	0,4
Nuova Zelanda	4,1	13,8	25,8	86,2
Singapore	13,9	64,0	7,8	36,0
Thailandia	31,8	99,8	0,1	0,2
<i>Per memoria: Stati Uniti</i>	<i>13 535,9</i>	<i>89,5</i>	<i>1 580,7</i>	<i>10,5</i>

<sup>1</sup> Per la definizione di obbligazioni societarie, cfr. la nota 1 alla tabella 1.  
 Fonti: Dealogic Bondware; BRI.

Tabella 2

Come accennato in precedenza, la presenza di investitori esteri può essere indicativa del grado di sviluppo di un mercato. In economie di piccole dimensioni essa può inoltre rispecchiare gli sforzi delle autorità per accrescere le dimensioni e l'affidabilità del mercato. Come mostra la tabella 2, i mercati delle monete di Nuova Zelanda, Hong Kong e Singapore presentano le quote maggiori di emittenti non residenti, pari rispettivamente all'86, 56 e 36% del mercato. Anche nel mercato del dollaro australiano la presenza di emittenti esteri è relativamente forte (28%). Queste percentuali comprendono i non residenti che emettono obbligazioni in valuta locale su mercati esteri (ad esempio, Londra). Inoltre, considerando che i dati relativi alla raccolta sull'interno e sull'estero non sono pienamente comparabili, esse potrebbero sovrastimare la quota di non residenti. Malgrado ciò, le suddette percentuali indicano che, almeno sotto tale aspetto, questi quattro mercati potrebbero essere i meglio sviluppati nella regione.

La presenza di emittenti esteri denota il grado di sviluppo dei mercati

## Mercati secondari

### *Liquidità nei mercati delle obbligazioni societarie*

Prima di considerare i problemi di liquidità nei mercati asiatici, vale la pena rammentare che nemmeno un mercato grande come quello statunitense è perfettamente liquido. Al suo interno la liquidità è concentrata sulle obbligazioni di riferimento, o *benchmark*, mentre la maggior parte degli altri titoli viene trattata attivamente solo nelle prime settimane successive all'emissione, nell'ambito del "processo allocativo". Passato questo periodo, la liquidità è solitamente bassa e soltanto un ristretto gruppo di *market-maker*, composto in prevalenza dai capofila del consorzio di collocamento del titolo, quota prezzi in acquisto e in vendita. Mentre i differenziali denaro-lettera nel comparto *inter-dealer* dei titoli del Tesoro USA sono inferiori a 1 punto base, quelli sul mercato dei titoli societari si aggirano fra i 3 e i 5 punti base<sup>6</sup>. Negli ultimi anni l'introduzione di indici standardizzati di *credit default swap* in Nord America ha aumentato di molto la liquidità dei nominativi sottostanti<sup>7</sup>. Nondimeno, tali indici si limitano ad appena 125 nominativi ciascuno. L'esperienza statunitense dimostra quanto sia difficile creare liquidità persino quando il mercato dei titoli societari è molto sviluppato.

Anche i mercati più grandi non sono perfettamente liquidi

In Asia i mercati secondari delle obbligazioni private in valuta locale accusano inoltre un ritardo rispetto a quelli dei titoli pubblici. Mentre negli ultimi anni i mercati delle obbligazioni governative e alcuni mercati degli swap hanno raggiunto un ragionevole grado di liquidità, quelli dei titoli societari restano

I mercati dei titoli societari in Asia sono relativamente illiquidi

---

<sup>6</sup> Fleming e Remolona (1999) calcolano che il differenziale denaro-lettera sui titoli del Tesoro USA si situa tra un sesto e un terzo di un punto base sul rendimento. Per i titoli privati Chakravarty e Sarkar (2004) stimano che esso si aggiri in media intorno ai 21 centesimi per \$100; per un'obbligazione quinquennale, ciò equivale a circa 4 punti base sul rendimento.

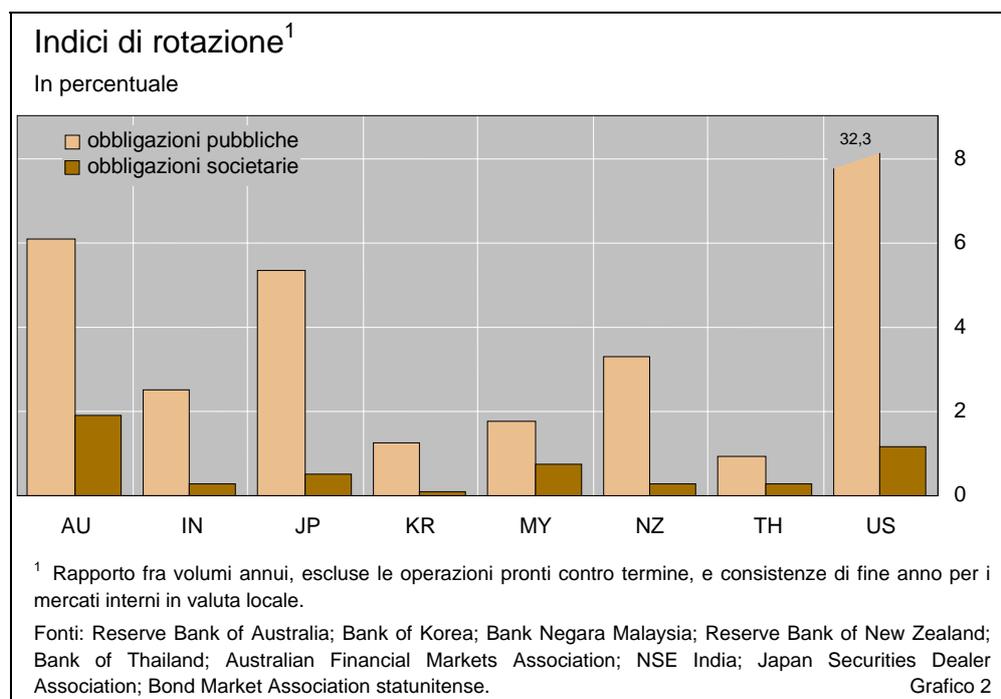
<sup>7</sup> Questi indici comprendono per il Nord America il DJ CDX. Cfr Amato e Gyntelberg (2005).

relativamente illiquidi. In gran parte dei casi il rapporto fra gli indici di rotazione dei mercati obbligazionari privati e quelli dei mercati dei titoli pubblici risulta generalmente inferiore che negli Stati Uniti (grafico 2).

All'origine della scarsa liquidità dei mercati asiatici delle obbligazioni private vi sarebbero quattro fattori principali: una base di investitori non diversificata, microstrutture di mercato inadeguate, l'opacità dei mercati e un limitato flusso di informazioni tempestive riguardo agli emittenti. Nei paragrafi seguenti esamineremo in dettaglio ciascuno di questi fattori.

#### *Diversificazione della base di investitori*

La diversificazione degli investitori stimola l'attività, riducendo l'eventualità che investitori differenti si trovino a operare contemporaneamente dal medesimo lato del mercato, come venditori o come acquirenti. In presenza di una base diversificata è più probabile che gli investitori dissentano sulla qualità creditizia di un emittente – il che dovrebbe accrescere la loro propensione agli scambi – e che non necessitino di liquidità nello stesso momento. In Asia, dove la gamma degli investitori in obbligazioni private è composta in prevalenza da fondi previdenziali a partecipazione statale, compagnie di assicurazione e banche, tale diversificazione sembra piuttosto limitata. Una volta emessa, un'obbligazione tende a “scompare” nei portafogli di investitori *buy-and-hold*, che cioè detengono normalmente i titoli fino a scadenza. Coloro che potrebbero essere maggiormente attivi nella negoziazione, come ad esempio i fondi obbligazionari o quelli speculativi, sono generalmente assenti da questi mercati, oppure sono soggetti a vincoli restrittivi in termini di esposizione al rischio di credito.



Dai mercati asiatici risulta assente un'importante classe di operatori: quella degli investitori esteri, fra cui gli intermediari finanziari internazionali. In generale, la loro presenza viene scoraggiata da una miriade di impedimenti, non da ultime le ritenute fiscali e la mancanza di un mercato per gli strumenti di copertura, quali gli swap su valute. Le autorità del continente ne sono ben consapevoli. Con l'istituzione dell'Asian Bond Fund 2 (ABF2), le banche centrali asiatiche sono riuscite a ridurre taluni di questi impedimenti (cfr. Ma e Remolona, 2005). Ad esempio, le Filippine hanno recentemente abolito l'imposta di bollo sugli scambi di titoli a reddito fisso, che aveva scoraggiato l'ingresso di investitori esteri nel mercato locale del paese.

Manca un'importante classe di investitori

### *Tipologia di mercato*

Di solito, i titoli a reddito fisso vengono trattati più attivamente sui mercati *over-the-counter* (OTC) che non su quelli regolamentati<sup>8</sup>. I mercati OTC più liquidi sono quelli dei titoli di Stato, che – come afferma Sundaresan (2002) – tendono a fare assegnamento su determinati *market-maker*. La presenza di intermediari di questo tipo consente agli operatori di trattare in maniera anonima. L'istituzione di microstrutture siffatte ha spesso richiesto il sostegno del governo. In Cina, Corea, Giappone, India, Malaysia, Singapore e Thailandia, così come negli Stati Uniti, gli operatori primari e i *market-maker* che negoziano obbligazioni di Stato sono nominati dalle autorità e devono impegnarsi a fornire quotazioni in acquisto e in vendita. Rispetto ai titoli pubblici, le obbligazioni societarie sono svantaggiate dal fatto che le emissioni tendono a essere piuttosto eterogenee e di taglio inferiore. Di conseguenza, il sostegno statale necessario per rimuovere gli ostacoli alla provvista di liquidità e istituire le necessarie microstrutture potrebbe essere persino maggiore.

Ruolo del governo nella predisposizione delle microstrutture

In Asia sono state adottate diverse iniziative per promuovere la liquidità dei titoli societari, fra cui la quotazione in borse valori già esistenti o persino l'istituzione di mercati *ad hoc* per la contrattazione di titoli a reddito fisso. Non di rado siffatte misure sono parimenti destinate a migliorare la trasparenza. Ciò nonostante, gli scambi restano finora concentrati sul segmento OTC. A Seoul, per esempio, le contrattazioni di titoli societari si svolgono tuttora per oltre il 90% sul mercato OTC e solo per il 10% nei mercati organizzati. In Thailandia l'indice di rotazione è pari al 30% sull'OTC e all'1% appena sulla borsa valori. In Cina, a causa della frammentazione regolamentare, le emissioni finanziarie sono negoziate unicamente sul locale mercato OTC interbancario, mentre quelle non finanziarie vengono trattate sia su questo mercato sia sui due mercati regolamentati nazionali.

Diversi mercati asiatici per la negoziazione di titoli societari tendono a essere poco competitivi, il che determina differenziali denaro-lettera talmente ampi da scoraggiare le contrattazioni. Secondo gli operatori, in molte piazze

---

<sup>8</sup> Si ritiene che il segmento OTC sia un mercato "basato sulle quotazioni" (*quote-driven*), dove occorrono intermediari disposti a mantenere giacenze, mentre le borse valori sono spesso mercati "basati sugli ordini" (*order-driven*), in cui è necessario un flusso continuo di ordini in acquisto e in vendita.

Alcuni mercati per la negoziazione di titoli societari			
	Tipologia di mercato	Differenziali denaro-lettera <sup>1</sup> (in punti base)	Trasparenza <i>ex-post</i>
Australia	OTC/Borsa	2-10	...
Cina	OTC/Borsa	5-10	...
Corea	OTC/Borsa	2-5	Sì (KSDA)
Hong Kong SAR	OTC	10-15	...
Malaysia	OTC	5-10	Sì (BIDS)
Nuova Zelanda	OTC	5-15	...
Singapore	OTC	10-15	...
Thailandia	OTC	5-10	Sì (ThaiBMA)

<sup>1</sup> Quotazioni denaro-lettera sul mercato obbligazionario interno in valuta locale (di borsa o fuori borsa).  
 Fonti: Citigroup (2005); Bloomberg; contatti informali con operatori di mercato. Tabella 3

del continente essi oscillano tra i 5 e i 10 punti base anche per le emissioni più liquide (tabella 3). In diversi casi una singola emissione viene trattata soltanto da uno o due intermediari, spesso i capofila del consorzio di collocamento. In aggiunta, sebbene le quotazioni indicative offerte siano talvolta disponibili su Bloomberg, in molte piazze i potenziali investitori si devono contentare di ricevere da vari intermediari un fax delle quotazioni, riferite perlopiù a un sottoinsieme ristretto e non comparabile dei nominativi facenti parte dell'universo dei valori trattati – la trasparenza *ex ante* si limita a ciò. Segmenti formalmente dedicati alle negoziazioni fra *dealer* o intermediari specializzati in tali negoziazioni sono presenti in misura significativa solo sui mercati più sviluppati.

#### *Trasparenza ex post*

A influire sulla liquidità vi è un terzo fattore correlato: la trasparenza sugli scambi effettuati, o trasparenza *ex post*, che incoraggia la competitività di prezzo e infonde negli investitori la fiducia di spuntare prezzi favorevoli. L'esperienza statunitense può essere utile per mettere in luce la rilevanza di questo fattore. Fino a circa due anni fa gli scambi di titoli societari USA erano modesti. Dal luglio 2002, però, gli intermediari hanno l'obbligo di segnalare le operazioni effettuate sull'OTC al Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE) della National Association of Securities Dealers (NASD); il TRACE, a sua volta, pubblica i dati notificati. Benché taluni partecipanti al mercato sostengano che questa diffusione immediata riduca la liquidità disponibile per operazioni di elevato ammontare, Edwards et al. (2005) rilevano che essa ha mediamente assottigliato i differenziali denaro-lettera di 5 punti base.

Negli ultimi anni alcuni mercati asiatici hanno cominciato ad adottare obblighi di segnalazione simili, se non anche superiori, a quelli del TRACE. Essi, tuttavia, interessano in buona parte i soli intermediari. In Malaysia opera il Bond Information Dissemination System (BIDS), conformemente al quale gli intermediari sono tenuti a segnalare le transazioni – prezzi e volumi – nei 10 minuti successivi alla loro conclusione (i dati vengono sintetizzati e diffusi al pubblico nel giro di altri 10 minuti). Tali informazioni vengono quindi rese note agli abbonati al servizio BIDS, che solitamente sono anche i venditori sul

Il sistema malese è efficace quanto quello statunitense

mercato. Almeno per gli abbonati, questo sistema sembra offrire una trasparenza *ex post* perfino maggiore del TRACE. La Thai Bond Market Association (ThaiBMA) richiede agli operatori di segnalare le transazioni OTC entro 30 minuti dall'effettuazione e rende disponibili i dati ai suoi iscritti quattro volte al giorno<sup>9</sup>. In Corea gli intermediari sono tenuti a notificare le transazioni alla Korea Security Dealers Association (KSDA) entro 15 minuti, avvalendosi di un apposito sistema informativo che pubblica i dati lo stesso giorno su un sito web. Per accrescere la liquidità dei mercati i requisiti di trasparenza *ex post* potrebbero essere intensificati ulteriormente.

#### *Flussi di informazioni tempestive*

Il quarto fattore inibente è forse quello che presenta la criticità maggiore: in Asia i mercati delle obbligazioni societarie disporrebbero in molti casi di un limitato flusso di informazioni tempestive sugli emittenti. In mercati come quelli dei titoli societari l'attività degli investitori che dissentono sull'evoluzione delle grandezze fondamentali ha il potenziale di accrescere notevolmente la liquidità. Tale attività, basata sulla disponibilità di informazioni, si riverbera positivamente su quanti partecipano al mercato per semplici ragioni di liquidità e tende a intensificarsi in presenza di un significativo flusso di informazioni sulla qualità creditizia degli emittenti, laddove ogni nuova notizia crea un nuovo motivo di dissenso.

Le divergenze di opinioni alimentano gli scambi

Negli Stati Uniti i flussi informativi rilevanti per il mercato possono assumere varie forme. Gli emittenti producono annunci sugli utili e rendiconti finanziari trimestrali, la stampa specializzata e i servizi di informazione coprono le principali transazioni e gli eventi societari di rilievo, mentre le agenzie di rating comunicano in vario modo i mutamenti di valutazione del merito di credito delle società da esse quotate. A ridosso di questi annunci gli scambi di titoli privati tendono ad aumentare.

Le reazioni degli operatori agli annunci delle agenzie di valutazione evidenziano l'importanza di informazioni puntuali. Per volontà delle stesse agenzie, ogni mutamento di rating è improntato a cautela e riflessione, sicché esso viene in genere annunciato con un certo ritardo rispetto al momento in cui l'informazione pertinente raggiunge il mercato. Per accrescere la tempestività, tuttavia, le agenzie hanno ideato le cosiddette *review* – “Watchlist” per Moody's e “CreditWatch” per Standard & Poor's –, che vengono rese note subito dopo l'arrivo di informazioni significative, segnalando la possibilità che il rating vari nel giro di qualche mese. Micu et al. (2004) documentano come le reazioni di prezzo agli annunci delle agenzie di rating siano massime proprio in concomitanza con le *review*.

Sono le *review* gli annunci più tempestivi delle agenzie di rating

Nei mercati asiatici tali flussi informativi sono spesso più limitati. Numerose emissioni sono assistite da qualche forma di garanzia governativa, e ciò rende meno rilevante la qualità creditizia del singolo emittente. Inoltre, secondo quanto rilevano Ball et al. (2003), in alcuni mercati del continente le perdite tendono a non essere riconosciute tempestivamente nelle segnalazioni

---

<sup>9</sup> Queste informazioni sono rese note al pubblico a fine giornata. La ThaiBMA pubblica anche – con cadenza bimensile – le quotazioni proposte dai suoi associati.

Le agenzie locali di rating sono ancora troppo recenti

finanziarie. All'origine di questa tendenza potrebbe esservi il fatto che in un contesto come quello asiatico, in cui le reti di relazioni interpersonali sono estremamente importanti, mancano gli incentivi per un puntuale sistema di *reporting*. Vero è che in Asia esistono agenzie locali di valutazione, e spesso il lancio di prestiti obbligazionari è vincolato all'attribuzione di un rating, ma molte di esse sono di istituzione piuttosto recente, e occorre ancora tempo perché possano far valere un'esperienza su cui fondare la propria reputazione. Sui mercati asiatici operano anche alcune agenzie estere, ma solo di rado forniscono valutazioni sull'intera gamma di emittenti obbligazionari dei singoli paesi.

## Conclusioni

Nello sviluppare i mercati delle obbligazioni societarie in valuta locale, le autorità asiatiche sono poste di fronte a scelte fondamentali. Sul versante dei mercati primari, si pone il quesito se esse debbano favorirne ulteriormente la crescita nonostante il perdurante predominio di emittenti quasi-sovrani (o muniti di garanzia creditoria, esplicita o implicita), o se non sia invece preferibile che incentrino i loro sforzi sulle norme in materia contabile, di informativa e di trasparenza, in modo da fornire agli investitori le informazioni necessarie a valutare il rischio di credito per una più ampia classe di potenziali emittenti. Sebbene il primo di questi due approcci possa costituire un buon punto di partenza, le autorità asiatiche potrebbero trovarsi nella situazione in cui il perseguimento dell'uno va a scapito dell'altro. Quando gli emittenti a più basso rischio saturano il mercato con le loro obbligazioni, si produce un effetto di spiazzamento dei mutuatari più rischiosi, che potrebbe ritardare lo sviluppo di una cultura di valutazione del merito di credito e di *pricing* del rischio.

Nel caso dei mercati secondari, le autorità dovranno scegliere su cosa focalizzare la propria azione: sviluppare le microstrutture di mercato, diversificare la base di investitori o rafforzare le istituzioni che promuovono flussi informativi rilevanti per il mercato. Questi approcci non sono necessariamente incompatibili tra loro e possono anzi essere perseguiti contemporaneamente per accrescerne l'efficacia. In pratica, tuttavia, lo sviluppo delle strutture di mercato – ad esempio l'istituzione di borse per la negoziazione di titoli a reddito fisso – sembra essere la soluzione più semplice, mentre le altre due strade appaiono più complesse e i relativi benefici meno immediati. Nondimeno, nel più lungo periodo sono forse la diversificazione della base di investitori e il miglioramento dei flussi informativi rilevanti ad assumere un'importanza maggiore.

## Riferimenti bibliografici

Amato, J. e J. Gyntelberg (2005): "CDS index tranche e prezzaggio delle correlazioni di rischio creditizio", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 75-90.

Ball R., A. Robin e J.S. Wu (2003): "Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, pagg. 235-270.

- Bhattacharya U., H. Daouk e M. Welker (2003): "The world price of earnings opacity", *Accounting Review*, pagg. 641-678.
- Chakravarty, S. e A. Sarkar (2003): "Trading costs in three US bond markets", *Journal of Fixed Income*, pagg. 39-48.
- Citigroup (2005): *Guide to Asian bond and currency markets 2005*.
- Diamond, D.W. (2004): "Committing to commit: short-term debt when enforcement is costly", *Journal of Finance*, vol. 59, pagg. 1447-1480.
- Edwards, A.K., L.S. Harris e M.S. Piwowar (2005): *Corporate bond market transparency and transaction costs*, Securities and Exchange Commission USA.
- Fan, J.P.H. e T.J. Wong (2002): "Corporate ownership structure and informativeness of accounting earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, pagg. 401-425.
- Fleming, M. ed E. Remolona (1999): "Price formation and liquidity in the US Treasury market: the response to public information", *Journal of Finance*, vol. 54, pagg. 1901-1915.
- Greenspan, A. (2000): "Global challenges", intervento alla Financial Crisis Conference, Council on Foreign Relations, New York, 12 luglio.
- Ma, G. ed E. Remolona (2005): "Il fondo obbligazionario regionale ABF2 e i suoi insegnamenti per l'apertura dei mercati", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 87-100.
- McCauley, R. ed E. Remolona (2000): "Dimensione e liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre.
- Micu, M., E. Remolona e P. Wooldridge (2004): "L'impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 57-68.
- Sundaresan, S. (2002): *Fixed income markets and their derivatives*, seconda edizione, South-Western.