

Marktöffnung mithilfe eines regionalen Anleihefonds: Lehren aus dem ABF2¹

Mit der Schaffung eines regionalen Anleihefonds wollen Zentralbanken in Ostasien und dem pazifischen Raum Hemmnisse an acht Märkten der Region abbauen. Darüber hinaus beinhaltet die Struktur des Fonds einen Anreizmechanismus zur weiteren Reduzierung solcher Hemmnisse.

JEL-Klassifizierung: E440, G150, G160, G180, O160.

Seit der Asien-Krise von 1997 sind die asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung rasch gewachsen. Dennoch dürfte ihr Potenzial im Hinblick auf die Intermediation von Kapitalflüssen zwischen einheimischen Sparern und Schuldner noch immer nicht voll ausgeschöpft sein. Die seit der Krise verzeichneten Kapitalströme zeigen, dass asiatische Anleger überwiegend in niedrig verzinsten ausländischen Wertpapieren, ausländische Anleger dagegen in höher verzinslichen asiatischen Vermögenswerten investieren. In gewissem Umfang ist diese Entwicklung auf die Portfoliodiversifizierung zurückzuführen; insgesamt lässt sie jedoch darauf schließen, dass die Finanzintermediation zu einem beträchtlichen Teil ausserhalb Asiens erfolgt. Um diesen Prozess wieder nach Asien zurückzuverlagern, sind nach Auffassung der dortigen Entscheidungsträger tiefere und liquidere lokale Anleihemärkte erforderlich.

Auf dieser Grundlage wurden in der Region verschiedene länderübergreifende Projekte zur Reform der Märkte eingeleitet. Thema dieses Features ist ein solches Vorhaben, das insofern ungewöhnlich ist, als ein eigentlicher Anleihefonds unter finanzieller Beteiligung der betroffenen Institutionen aufgelegt wurde. Das Vorhaben wird vom Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP) getragen.² Der von den EMEAP-Mitgliedern aufgelegte

¹ Der Dank der Autoren gilt Claudio Borio, Pierre Cardon, Norman Chan, Guy Debelle, Már Gudmundsson, Robert McCauley, Frank Packer, Sakkapop Panyanukul, Ramona Santiago, Atsushi Takeuchi, Philip Wooldridge und Sunny Yung für hilfreiche Diskussionen. Dieser Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Dem EMEAP gehören die folgenden 11 Zentralbanken bzw. Währungsbehörden an: die Reserve Bank of Australia, die People's Bank of China, die Hong Kong Monetary Authority, die Bank Indonesia, die Bank of Japan, die Bank of Korea, die Bank Negara Malaysia, die Reserve Bank of New Zealand, die Bangko Sentral ng Pilipinas, die Monetary Authority of Singapore und die Bank of Thailand.

Anleihefonds wird als Asian Bond Fund 2 (ABF2) bezeichnet. Nach Ansicht der Autoren haben die Reformbemühungen dieser Gruppe in beträchtlichem Masse von den mit der Auflage des Fonds erworbenen Praxiserfahrungen profitiert.

Im Folgenden werden zunächst die jüngsten Entwicklungen an den ostasiatischen Anleihemärkten in Landeswährung zusammengefasst und die grössten Hemmnisse an diesen Märkten beschrieben. Danach werden Struktur und Charakteristika des ABF2 vor dem Hintergrund verschiedener regionaler Initiativen zur Förderung der Anleihemärkte erläutert. Zuletzt stehen die Bedeutung des ABF2 für die Reform der regulatorischen Rahmenbedingungen für Anleihemärkte im Blickpunkt sowie Beispiele für Markthemmnisse, die durch die Schaffung des Fonds reduziert wurden, und Mechanismen, die künftig für Anreize zu einem weiteren Abbau dieser Hemmnisse sorgen sollen.

Ostasiatische Anleihemärkte in Landeswährung

Nach der Asien-Krise 1997 wurden anfänglich Befürchtungen laut, dass asiatische Schuldner aufgrund des Mangels an gut entwickelten Märkten für Schuldtitel in Landeswährung zur Kreditaufnahme in Fremdwährung gezwungen seien, was die Anfälligkeit dieser Länder gegenüber spekulativen Angriffen auf den Wechselkurs erhöhe. Seither haben die Volkswirtschaften der Region jedoch so umfangreiche Währungsreserven angesammelt, dass das Risiko einer erneuten Währungskrise nicht mehr unmittelbar Anlass zur Besorgnis gibt. Wichtiger für die Entscheidungsträger in der Region ist die Befürchtung, dass das Volumen der Währungsreserven auf eine mangelnde Effizienz der inländischen Finanzintermediation hindeuten könnte, da diese Reserven im Vergleich zu den Kosten einer Kreditaufnahme im Ausland offenbar deutlich weniger Zinsen einbringen.

Währungskrise kein
Thema mehr ...

Bei McCauley (2003) wird anhand der Bruttokapitalströme nachgewiesen, dass asiatische Anleger seit der Asien-Krise tatsächlich überwiegend in niedrig verzinslichen ausländischen Vermögenswerten investieren, ausländische Anleger dagegen in höher verzinslichen Vermögenswerten an den asiatischen Inlandsmärkten. Anders ausgedrückt werden asiatische Ersparnisse im Ausland angelegt und kehren in Form ausländischer Investitionen zurück. Die Finanzintermediation findet somit an den weiter entwickelten Finanzmärkten in Europa und Nordamerika statt. Eigentlich sollte dieser Prozess aufgrund der Bedeutung lokal verfügbarer Informationen an den jeweiligen inländischen Märkten stattfinden. Für die Entscheidungsträger in Asien stellt sich nun offenbar die Frage, ob die Intermediation – ordnungsgemäss funktionierende Anleihemärkte in Landeswährung vorausgesetzt – nicht im Inland gehalten und damit bis zu einem gewissen Grad Kreditkosten eingespart werden könnten.

Bestimmte wirtschaftliche Folgen der Asien-Krise hatten die Entwicklung der Anleihemärkte in Landeswährung in der Region bereits vorangetrieben. Aufgrund der Schrumpfung der Volkswirtschaften waren die Regierungen der Region mit Haushaltsdefiziten konfrontiert. Daneben erforderte die gross angelegte Sanierung des Bankensektors umfangreiche Finanzmittel. In dieser Situation bemühten sich die asiatischen Regierungen darum, den Finanzbedarf

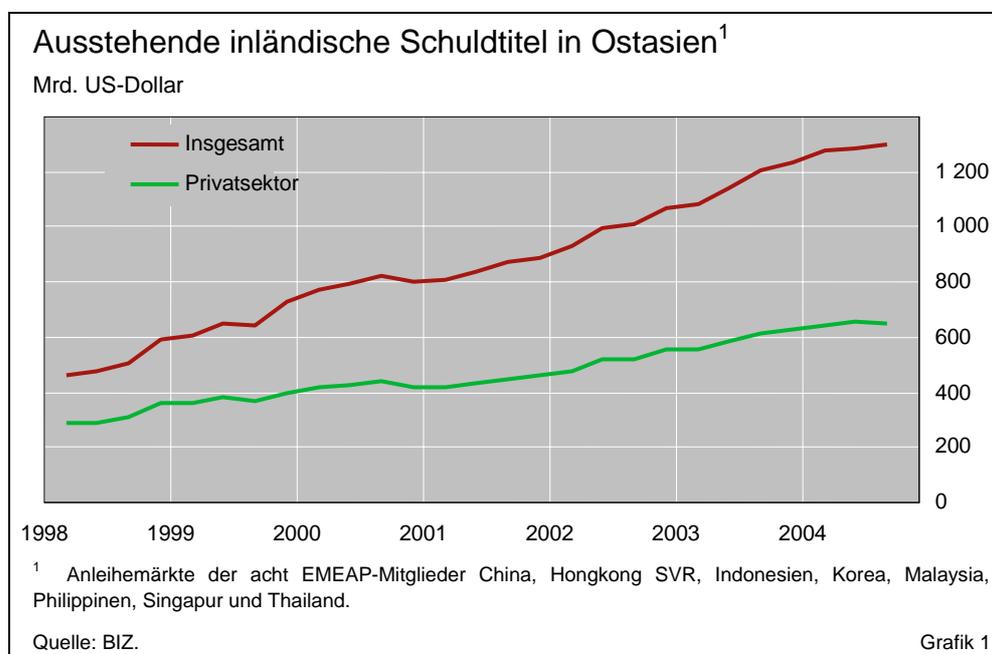
... hat allerdings
eine Rolle gespielt

durch Mittelaufnahme in der Region und in Landeswährung statt durch Auslandskredite zu decken. Infolgedessen hat sich der Gesamtbetrag der ausstehenden inländischen Verschuldung in Ostasien (ohne Japan) seit 1998 nahezu verdreifacht (Grafik 1).³ Insofern als das bloße Schuldenvolumen die Entwicklung der Märkte fördern kann, hat die Asien-Krise also einen Beitrag zur Entstehung von Anleihemärkten in Landeswährung in der Region geleistet.

Andere Faktoren jedoch scheinen sich weiterhin negativ auf die Entwicklung dieser lokalen Märkte auszuwirken. Während die lebhaftere Emissionstätigkeit die Primarmarkte stützt, sind die Sekundärmärkte unverändert durch mangelnde Liquidität geprägt. Daneben bestehen nach wie vor verschiedene grenzüberschreitende und lokale Markthemmnisse. Ein Überblick über die grenzüberschreitenden Hemmnisse in Asien findet sich bei Takeuchi (2004), und die meisten werden auch ausführlich in der Literatur zu Kapitalverkehrskontrollen behandelt; lokale Hemmnisse dagegen wurden als vergleichsweise unbedeutend angesehen und erhielten bisher nicht genügend Aufmerksamkeit.

Im Rahmen von Kapitalverkehrskontrollen ist es ausländischen Anlegern in der Regel untersagt, an lokalen Märkten zu investieren oder investiertes Kapital oder dessen Erträge zu repatriieren. Häufig wird auch der Währungsumtausch eingeschränkt, oder es werden sonstige Verbote erlassen und regulatorische Hürden errichtet, die für Emittenten und Anleger gleichermaßen gelten. Derartige Kontrollen sind in Asien nachweislich noch wirksam. So zeigen z.B. Ma und McCauley (2004), dass die Arbitragetatigkeit immer noch nicht ausreicht, um die Onshore- und Offshore-Renditen an verschiedenen asiatischen Geldmärkten auszugleichen.

Grenzüberschreitende ...



³ Für einen Überblick über die Anleihemarktentwicklung seit der Krise von 1997 s. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999), McCauley und Remolona (2000), Jiang und McCauley (2004), Battellino (2004) und Sheng (2005).

Zu den lokalen Markthemmnissen gehören Steuern, eine unzureichende Marktentwicklung und mangelhafte Einrichtungen für Clearing und Abwicklung. Quellensteuern und Steuern auf Finanztransaktionen sind an einigen lokalen Märkten nach wie vor erhebliche Kostenfaktoren für ausländische Anleger. In manchen EMEAP-Ländern gelten Steuerbefreiungen nur für gebietsfremde Anleger und in einigen Fällen nur für bestimmte Wertpapiere. Eine unzureichende Marktentwicklung zeigt sich beispielsweise durch das Fehlen einer breiten und diversifizierten Anleger-, Emittenten- und Produktbasis; dies wirkt sich ungünstig auf die Liquidität aus. Bei Jiang und McCauley (2004) wurde nachgewiesen, dass die Marktgrösse, eine diversifizierte Anlegerbasis und die Verfügbarkeit von Absicherungsinstrumenten von entscheidender Bedeutung für die Schaffung tiefer und liquider Märkte in Asien sind. Mangelhafte Einrichtungen für Verwahrung, Clearing und Abwicklung hemmen die Entwicklung der Anleihemärkte ebenfalls. An den meisten asiatischen Anleihemärkten ist es immer noch recht mühsam und zuweilen unmöglich, grenzüberschreitende Anleihetransaktionen abzuwickeln.

... und lokale
Hemmnisse

Regionale Zusammenarbeit und das ABF2-Projekt

In Ostasien wurden bereits mehrere regionale Gemeinschaftsinitiativen zur Entwicklung der inländischen Anleihemärkte eingeleitet. Diese regionalen Initiativen haben sich auf die Öffnung der inländischen Märkte für ausländische Portfolioinvestitionen durch den Abbau lokaler und grenzüberschreitender Hemmnisse konzentriert. Allerdings wurden nur im Rahmen der ABF2-Initiative eigentliche Fonds für Anlagen an den Anleihemärkten in Landeswährung aufgelegt. In diesem Abschnitt wird aufgezeigt, dass durch diesen ungewöhnlichen Ansatz die Regulierungsbehörden derart konkret mit Hemmnissen konfrontiert werden, dass ein wirksamer Mechanismus für regulatorische Reformen entsteht. Im Prinzip hätten auch die privaten Anleger bei der Auflage von Investmentfonds auf Reformen drängen können. Marktreformen sind jedoch insofern ein öffentliches Gut, als ihre Vorteile zahlreichen Anlegern zugute kommen. Einzelne Anleger dürften daher nicht bereit sein, für die mit dem Ingangbringen solcher Reformen verbundenen Kosten aufzukommen, da sie nicht allein von ihren Vorzügen profitieren würden.

Regionale Gemeinschaftsinitiativen in Asien

Mindestens drei grössere staatlich unterstützte regionale Organisationen in Asien haben Vorstösse unternommen, um die Entwicklung der Finanzmärkte in der Region voranzutreiben (Battellino 2004). Unter der Schirmherrschaft der Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC)⁴ konzentriert sich eine Initiative auf die Entwicklung von Verbriefungen und Kreditgarantien. Innerhalb der

Drei regionale
Organisationen ...

⁴ Der APEC gehören 21 Volkswirtschaften an: Australien, Brunei Darussalam, Chile, China, Hongkong SVR, Indonesien, Japan, Kanada, Korea, Malaysia, Mexiko, Neuseeland, Papua-Neuguinea, Peru, Philippinen, Russland, Singapur, Taiwan (China), Thailand, USA und Vietnam.

Association of South East Asian Nations Plus Three (ASEAN+3)⁵ wurden sechs Arbeitsgruppen gegründet, die sich mit einer breiten Themenpalette im Zusammenhang mit den lokalen Anleihemärkten in Asien befassen. Als dritte Organisation sind die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden zu nennen, die hinter der Auflage asiatischer Anleihefonds (ABF) stehen.

... sich ergänzende
Initiativen ...

Die Initiativen dieser drei regionalen Organisationen ergänzen einander weitgehend. So hat die „Asian Bond Market“-Initiative der ASEAN+3 dazu beigetragen, dass multilaterale Entwicklungsorganisationen in drei Ländern neu Anleihen in der jeweiligen Landeswährung emittieren können. Die Asiatische Entwicklungsbank (ADB), die International Finance Corporation (IFC) und die Weltbank haben diese Möglichkeit bereits genutzt und jeweils Anleihen in malaysischen Ringgit begeben.⁶ Die ADB hat darüber hinaus eine Emission in thailändischen Baht begeben und plant Anleihen in philippinischen Pesos und chinesischen Renminbi. Solche Aktionen erhöhen das Angebot an den lokalen Anleihemärkten, und der ABF2 verstärkt seinerseits die Nachfrage nach solchen Anleihen.

... und zwei
Anleihefonds

Im Rahmen der ABF-Initiativen hat eine regionale Organisation erstmals finanzielle Mittel zur Auflegung eines eigentlichen Anleihefonds in Asien zur Verfügung gestellt. Im Juni 2003 legten die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden den ersten Fonds – den Asian Bond Fund 1 (ABF1) – auf; hierzu wurden Währungsreserven der 11 Mitglieder in Höhe von \$ 1 Mrd. zusammengelegt und in US-Dollar-Anleihen von staatlichen und staatsnahen Kreditnehmern aus acht EMEAP-Volkswirtschaften investiert.⁷ Dabei wurde zum ersten Mal in Asien ein gemeinsamer Pool von Währungsreserven geschaffen. Die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden haben inzwischen den zweiten Fonds, den Asian Bond Fund 2 (ABF2), aufgelegt. Dieser soll Reserven der EMEAP-Mitglieder im Umfang von \$ 2 Mrd. in Anleihen investieren, die von staatlichen und staatsnahen Emittenten aus denselben acht EMEAP-Volkswirtschaften in Landeswährung begeben werden.⁸

Gemeinsames „learning by doing“: der ABF2

Wie oben dargelegt, besteht der wichtige Unterschied der ABF2-Initiative darin, dass hier ein eigentlicher Anleihefonds in Landeswährung aufgelegt wurde. Der zuvor emittierte ABF1 beschränkte sich auf Dollaranleihen, die überwiegend an weiter entwickelten internationalen Anleihemärkten gehandelt werden.

⁵ Der ASEAN-Gruppe gehören Brunei Darussalam, Indonesien, Kambodscha, Laos, Malaysia, Myanmar, die Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam an. Die „+3“-Länder sind China, Japan und Korea.

⁶ Seit Ende 2004 emittierten drei internationale Organisationen in Malaysia Anleihen in Landeswährung: die ADB (MYR 400 Mio.), die IFC (MYR 500 Mio.) und die Weltbank (MYR 760 Mio.). Im Jahr 2005 legte die ADB in Thailand eine Anleihe mit einem Gesamtvolumen von THB 4 Mrd. auf.

⁷ Die ABF investieren nicht in den drei EMEAP-Ländern Australien, Japan und Neuseeland.

⁸ Der ABF1 wird von der BIZ verwaltet; beim ABF2 nimmt sie lediglich administrative Aufgaben wahr.

Dennoch spielte dieser erste Fonds insofern eine wichtige Rolle, als er den EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden eine Möglichkeit bot, gemeinsam eine Vertrauensbasis für eine engere Zusammenarbeit und die Weiterentwicklung der lokalen Finanzmärkte zu schaffen.

Der ABF2 besteht aus insgesamt neun Einzelfonds: einem Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF; gesamtasiatischer Anleiheindexfonds) und acht Länderfonds für die einzelnen Märkte (Abb. 1). Der PAIF ist ein auf einem einzelnen Index basierender Anleihefonds, der in von staatlichen und staatsnahen Schuldern aus acht EMEAP-Märkten emittierten Anleihen in Landeswährung investiert. Er wird ohne Währungsabsicherung in US-Dollar notiert (vgl. Kasten). Die acht Länderfonds investieren jeweils an dem entsprechenden Anleihemarkt in Landeswährung. Alle neun Fonds bilden für sich einen externen, von der International Index Company (IIC) zusammengestellten Anleiheindex nach. Die IIC war massgeblich an der Entwicklung der äusserst erfolgreichen Credit-Default-Swap-Indizes (CDS-Indizes) in Europa und Nordamerika beteiligt.⁹ Mit dem Management des PAIF und der Länderfonds für die einzelnen Märkte wurden verschiedene Fondsmanager aus dem privaten Sektor betraut, die im Rahmen einer passiven Anlagestrategie jeweils den relevanten Index nachbilden sollen.

Neun einzelne
Fonds ...

Das ABF2-Konzept wird in zwei Phasen realisiert. In Phase 1 sind die Investitionen im PAIF und in den Länderfonds auf die von den 11 EMEAP-Mitgliedern eingelegten Währungsreserven im Gesamtumfang von \$ 2 Mrd. beschränkt. Die EMEAP-Gruppe hat die Phase 1 des ABF2 vor Kurzem offiziell eingeleitet. In Phase 2 sollen der PAIF und die acht Länderfonds allmählich für andere institutionelle Investoren und Privatanleger innerhalb und ausserhalb der EMEAP-Volkswirtschaften geöffnet werden. Dabei können die neun Anleihefonds in den einzelnen Ländern in unterschiedlichem Tempo und zu unterschiedlichen Zeitpunkten für die Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. Der PAIF dürfte ungefähr Ende Juni 2005 für andere Anleger geöffnet werden; bei einigen Länderfonds könnte sich der Prozess über einen etwas längeren Zeitraum erstrecken. Die schrittweise Umsetzung des Vorhabens ermöglicht es den Zentralbanken, Markthemmnisse nach und nach zu erkennen und sie in einem realistischen Zeitrahmen zu beseitigen.

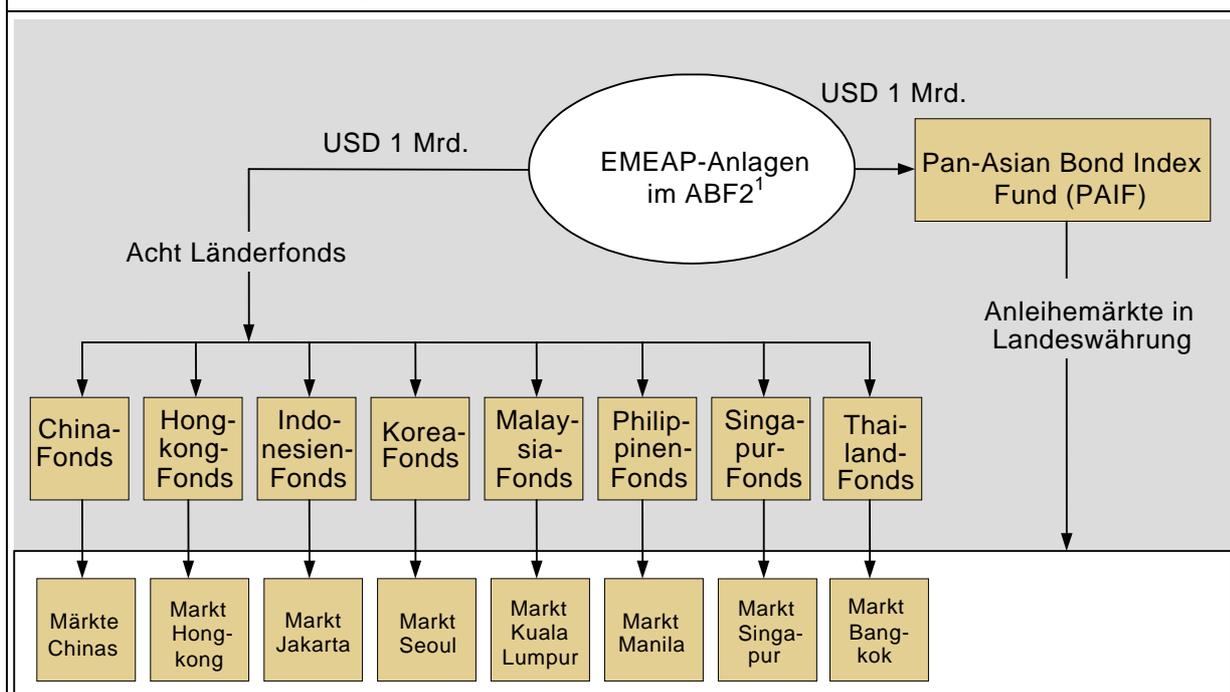
... in zwei Phasen

Wenn im Rahmen der Reformbemühungen eigentliche Fonds aufgelegt werden, hat dies den entscheidenden Vorteil, dass aus Praxiserfahrungen gelernt werden kann. Diskussionen mit den Verantwortlichen deuten darauf hin, dass die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden bei der Schaffung des ABF2 mit unzähligen Markthemmnissen konfrontiert waren, die häufig für sich genommen zunächst geringfügig erschienen, aber doch allesamt von entscheidender Bedeutung für das Funktionieren der Fonds waren. Selbst

„Learning by doing“

⁹ CDS-Indizes sind inzwischen das am häufigsten gehandelte Instrument an den Kreditmärkten. Die wichtigsten CDS-Indizes sind der DJ iTraxx für Europa und der DJ CDX für Nordamerika. Beide wurden durch die Fusion zweier konkurrierender Indexfamilien – Trac-x und iBoxx – geschaffen. S. Amato und Gyntelberg (2005).

ABF2-Struktur für Anlagen der EMEAP-Mitglieder



¹ Die BIZ nimmt bei den Anlagen der EMEAP-Mitglieder im ABF2 administrative Aufgaben wahr.

Abb. 1

wenn die Hemmnisse bereits vor der ABF2-Initiative bekannt waren, stellten sie sich zum Teil als bedeutsamer heraus als ursprünglich angenommen. Die Tatsache, dass es sich bei dem Projekt um eine Gemeinschaftsinitiative handelte, führte zu einem besseren Verständnis der EMEAP-Mitglieder für besondere Hemmnisse an ihren jeweiligen inländischen Anleihemärkten und für mögliche Wege, diese Hemmnisse zu überwinden. So beschleunigten Währungsbehörden angesichts der bereits erfolgten Umsetzung bestimmter Marktreformen in den Nachbarländern ihre eigenen Initiativen. Häufig arbeiteten die Mitarbeiter der Zentralbanken gemeinsam mit Kollegen des Finanzministeriums oder der Wertpapieraufsicht am Abbau der jeweiligen Hemmnisse.

Die Zentralbanken haben erkannt, dass ihre Arbeit in dieser Hinsicht bei Weitem noch nicht abgeschlossen ist, und sich auf einen Anreizmechanismus zum weiteren Abbau von Markthemmnissen geeinigt. Diese Hemmnisse werden insbesondere bei der Allokation des Portfolios auf die verschiedenen inländischen Märkte berücksichtigt: Das Gewicht eines einzelnen Marktes im Portfolio des ABF2 nimmt in dem Masse zu, wie grenzüberschreitende und lokale Markthemmnisse beseitigt werden.

Die Einrichtung eines liquiden gesamtasiatischen Anleiheindexfonds

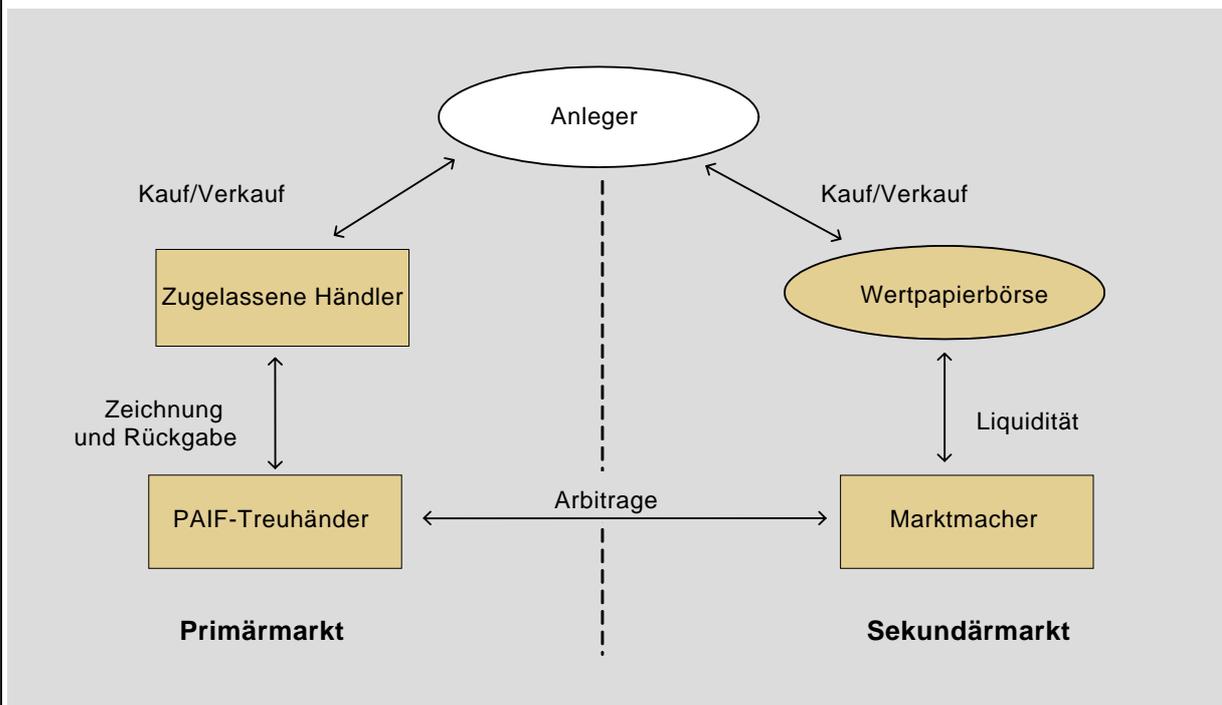
Pierre Cardon

Ziel des Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF) ist es, institutionellen Investoren und Privatanlegern einen einfachen, transparenten und kostengünstigen Zugang zu den lokalen asiatischen Anleihemärkten zu ermöglichen. Die zentrale Herausforderung bestand darin, die aus den Skaleneffekten der passiven Nachbildung eines regionalen Index gewonnenen Kostenvorteile an die Anleger weiterzugeben. Als Index wurde der ohne Währungsabsicherung in US-Dollar notierte iBoxx Pan Asia Index ausgewählt, der acht lokale asiatische Anleihemärkte über eine transparente Indexstruktur abbildet.

Aufgrund der regionalen Ausrichtung des Fonds gab es keine „natürliche“ Vorgabe für den Heimatmarkt innerhalb der EMEAP-Volkswirtschaften. Aus steuerlicher, rechtlicher und operativer Sicht sowie aus Marketingüberlegungen erschien ein in Singapur domizilierter offener Investmentfonds mit anfänglicher Börsennotierung an der Hongkonger Börse als attraktivster Lösungsansatz für alle Anleger: Diese bislang einzigartige Kombination von Heimatmarkt und Börsennotierung steht noch unter dem Vorbehalt der Genehmigung durch die zuständigen Behörden.

Der Fonds wird als offener, börsennotierter Investmentfonds ausgestaltet; diese Strukturmerkmale ermöglichen auch an relativ illiquiden lokalen Anleihemärkten eine stabile Preisbildung für einen passiv verwalteten Fonds. Anleger können beim Handel des PAIF zwischen zwei Alternativen wählen. Wie in der nachstehenden Abbildung gezeigt, können sie entweder über Händler auf Fondstreuhänder zugreifen und so Fondsanteile zum Nettoinventarwert auf Basis tagesgleicher Schlusskurse kaufen bzw. zurückgeben („Primärmarkt“) oder Anteile an der Börse kaufen bzw. verkaufen („Sekundärmarkt“). Nach dem Vorbild anderer in der Region aufgelegter Fonds unterliegt der Primärmarkthandel von PAIF-Anteilen bestimmten Einschränkungen, um so die Liquidität am Sekundärmarkt zu konzentrieren. Dessen ungeachtet kommt dem Primärmarkt nach wie vor eine wichtige Rolle in der Preisbildung zu: Durch Arbitrage zwischen Primär- und Sekundärmarkt wird sichergestellt, dass sich die Preise am Sekundärmarkt am Nettoinventarwert des Fonds orientieren.

Zwei Möglichkeiten zum Handel des PAIF



Der Primärmarkt für den PAIF wird auf einen begrenzten Kreis zugelassener Händler beschränkt, über die erst nach Abschluss einer Vereinbarung mit dem Fondsmanager täglich Zeichnungen und Rückgaben vorgenommen werden können. Hierbei gilt eine Mindesttransaktionsgrösse, die dem Fondsmanager die Handhabung von Mittelzu- bzw. -abflüssen erleichtern soll. Für Zeichnungen bzw. Rückgaben gegen Barzahlung gilt eine tägliche Volumengrenze; darüber hinaus erhebt der Fondsmanager eine Verwässerungsgebühr. Bei Zeichnungen gegen Sacheinlage oder Rückgaben gegen Sachauskehrung – also jeweils im Tausch gegen einen Korb von Anleihen – gilt keine Volumenbegrenzung, und die Verwässerungsgebühr entfällt. Die Durchführung solcher Transaktionen liegt im Ermessen des Fondsmanagers. Die Handelsmöglichkeit gegen Sacheinlage bzw. -auskehrung beim PAIF ähnelt der Struktur eines börsengehandelten Anleihefonds, bei dem dieser Mechanismus jedoch stärker formalisiert ist.

Im Sekundärmarkt ernannt der Fondsmanager Marktmacher zur Bereitstellung von Liquidität im börslichen Anteilshandel. Neben der Verpflichtung zur Notierung enger Geld-Brief-Spannen an der Börse ist es deren Aufgabe, den Nettoinventarwert des Fonds laufend gegen den Börsenpreis abzugleichen und gegebenenfalls durch Arbitrage einzugreifen. Zur Erleichterung der Liquiditätsversorgung des Marktes erhalten Marktmacher Priorität bei Primärmarkttransaktionen bis zu einem festgelegten Tagesvolumen und können sich Fondsanteile von institutionellen Anlegern ausleihen.

Der PAIF wird voraussichtlich ab Ende Juni 2005 öffentlich handelbar sein. Vor der Börsennotierung werden die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden durch Sacheinlage von Anleihen in Landeswährung im Gegenwert von rund \$ 1 Mrd., die während Phase 1 des ABF2-Projekts erworben wurden, einen offenen Investmentfonds errichten. Das Fondsvolumen wird anschliessend über eine Privatplatzierung bei institutionellen Anlegern, zugelassenen Händlern und Marktmachern erhöht, bevor der Fonds an die Börse gebracht und somit für alle anderen Anleger am Sekundärmarkt zugänglich gemacht wird. Mit dieser Vorgehensweise sollen sowohl die Kosten niedrig gehalten werden als auch die oftmals mit einer absatzorientierten Erstnotierung verbundene Volatilität vermieden werden. Weitere Notierungen an anderen EMEAP-Börsen sind möglich, hängen jedoch von der Nachfrage lokaler Anleger sowie dem jeweiligen regulatorischen Umfeld ab.

Nach der Börseneinführung wird der PAIF der erste kostengünstige, passiv verwaltete Investmentfonds sein, der in den acht lokalen Anleihemärkten der EMEAP-Volkswirtschaften investiert. Zudem ist der PAIF der erste ausländische Fonds, dem direkter Zugang zum chinesischen Interbankanleihemarkt gewährt wurde. Vor diesem Hintergrund dürfte der PAIF besonders für Pensionsfonds und ähnliche Vorsorgevermögen interessant sein, die Diversifizierungsmöglichkeiten und attraktive langfristige Erträge suchen.

Bereits abgebaute Hemmnisse

In Anbetracht des relativ geringfügigen Anlagevolumens war die ABF2-Initiative anscheinend ungewöhnlich erfolgreich bei der Unterstützung von Reformen an den lokalen Anleihemärkten.¹⁰ Da parallel zum ABF2 weitere Initiativen eingeleitet wurden, lassen sich Änderungen im regulatorischen Umfeld nicht einfach nur auf den ABF2 zurückführen. Zahlreiche Beteiligte sind jedoch der Auffassung, dass er viel bewirkt hat. In diesem Abschnitt werden ein paar wenige Beispiele für den Abbau von Hemmnissen genannt. Eine umfassendere Übersicht soll Gegenstand künftiger Studien sein.

Der offensichtlichste Reformbedarf besteht auf dem Gebiet der Kapitalverkehrskontrollen. So hat Malaysia Massnahmen zur Liberalisierung des Devisenmarktes angekündigt, durch die im Wesentlichen der Zustand vor den während der Asien-Krise eingeführten Kapitalverkehrskontrollen wieder-

Lockerung von
Kapitalverkehrs-
kontrollen

¹⁰ In dieser Hinsicht ist das geringe Volumen insofern von Vorteil, als das Risiko einer übermässigen Absorption der am Markt verfügbaren handelbaren Papiere durch einen passiven Investor wegfällt.

hergestellt wird. Die malaysischen Behörden haben alle Einschränkungen für Absicherungsgeschäfte von Gebietsfremden aufgehoben. Von ausländischen Eigentümern kontrollierte Unternehmen haben nun uneingeschränkten Zugang zu inländischen Ringgit-Kreditfazilitäten. Gebietsansässige, die im Inland keine Kredite in Ringgit aufgenommen haben, können ohne Einschränkung im Ausland investieren. Und zuletzt wurde multilateralen Entwicklungsorganisationen gestattet, Anleihen in Landeswährung am inländischen Markt zu begeben und ihre Wechselkursrisiken bei einheimischen Banken abzusichern. Auch die aktive Beteiligung Chinas am ABF2 ist ein positives Zeichen für die Bereitschaft des Landes, seine nach wie vor umfangreichen Regelungen zu grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen zu vereinfachen und die Hürden an den weiterhin fragmentierten und von zahlreichen Behörden beaufsichtigten inländischen Anleihemärkten zu senken. Der PAIF hat als erster ausländischer institutioneller Anleger direkten Zugang zum chinesischen Interbank-Anleihemarkt erhalten.¹¹

Auch bei Quellen- und sonstigen Steuern wurden Reformen durchgeführt. Thailand hat ausländische Anleger bereits von der Quellensteuer auf Einnahmen aus in Baht denominierten Staatsanleihen und aus den meisten staatlich garantierten Anleihen am einheimischen Markt befreit. Auch Malaysia hat angekündigt, inländische Zinseinkünfte aus Ringgit-Anleihen, die von ausländischen Anlegern gehalten werden, von der Quellensteuer auszunehmen. Bisher haben fünf der acht EMEAP-Mitglieder Ausländer bei Investitionen in staatliche oder staatsnahe Anleihen in Landeswährung von der Quellensteuer befreit. Auf den Philippinen soll die Urkundensteuer mit der Einführung des philippinischen Länderfonds abgeschafft werden.

Ein unerwarteter Reformschritt war die rechtliche Klärung der Standortfrage, sodass Fondsanteile ausserhalb des jeweiligen Heimatmarktes verkauft werden können. Der PAIF z.B. soll den Heimatmarkt Singapur bekommen, um so von zahlreichen Gegebenheiten, u.a. den bilateralen Steuerabkommen zwischen Singapur und den anderen EMEAP-Mitgliedern, profitieren zu können. Die Börsennotierung soll jedoch zunächst an der Börse in Hongkong erfolgen, nicht zuletzt um die hohe Liquidität und Tiefe des dortigen Marktes auszunutzen. Diese in Asien erstmalig umgesetzte Kombination von Heimatmarkt und Börsennotierung erfordert einen beträchtlichen Lernprozess seitens der einzelnen Regulierungsbehörden.¹² Damit dies möglich wurde, mussten die beteiligten Zentralbanken und Regulierungsbehörden zusammenarbeiten, um die unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen miteinander in Einklang zu bringen. Dank der direkten Teilnahme der EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden an den Anleihemärkten in Landeswährung konnten diese somit weitere

Länderübergreifend

¹¹ Zuvor konnten zugelassene ausländische institutionelle Anleger lediglich direkt in Anleihen und Aktien investieren, die an den kleineren Börsen von Shanghai und Shenzhen gehandelt wurden.

¹² Künftig könnte der PAIF auch an anderen Börsen der Region notiert werden; auch könnten einzelne der acht Länderfonds in anderen Ländern verwaltet werden als in denjenigen, in denen sie registriert und börsennotiert sind.

Markthemmnisse erkennen, im Detail analysieren und bewerten und sich der Vielfalt der jeweiligen regulatorischen Rahmenbedingungen besser bewusst werden. Letzteres wiederum dürfte die Grundlage für eine weitere Verringerung der Marktregulierung in der Region darstellen.

Anreize zum weiteren Abbau von Hemmnissen

Die an der ABF2-Initiative beteiligten Zentralbanken haben einen Mechanismus entwickelt, der Anreize zum weiteren Abbau von Hemmnissen an den lokalen Anleihemärkten geben soll. Diese Anreize beruhen auf der Gewichtung der einzelnen Märkte im Portfolio des PAIF und der einzelnen Länderfonds.

Gewichtung der einzelnen Märkte

Gewichtung bei
der Portfolio-
allokation ...

Die Portfolioallokation des PAIF und der EMEAP-Anlagen in den acht Länderfonds hängt zu einem wesentlichen Teil von der Gewichtung der einzelnen Märkte ab, bei der eine Reihe von Faktoren berücksichtigt werden. Genauer gesagt handelt es sich um vier Faktoren: die Grösse des lokalen Marktes, den Umsatz an diesem Markt, die Bonität des Landes¹³ sowie einen Faktor für die Offenheit des Marktes. Ausgehend von einer Gleichgewichtung der Investitionen an allen lokalen Märkten wird die jeweilige Allokation auf der Grundlage dieser vier Faktoren angepasst. Sie wird erhöht, wenn die Anpassungsfaktoren für den jeweiligen Markt über dem Durchschnittswert für die acht Märkte liegen. Dabei werden Marktgrösse, Umsatz und Bonität jeweils mit 20% gewichtet. Die Offenheit des Marktes spielt für eine Anpassung der Allokation die grösste Rolle; dieser Faktor wird mit 40% gewichtet.

Faktor für die Marktoffenheit

... berücksichtigt
Marktoffenheit

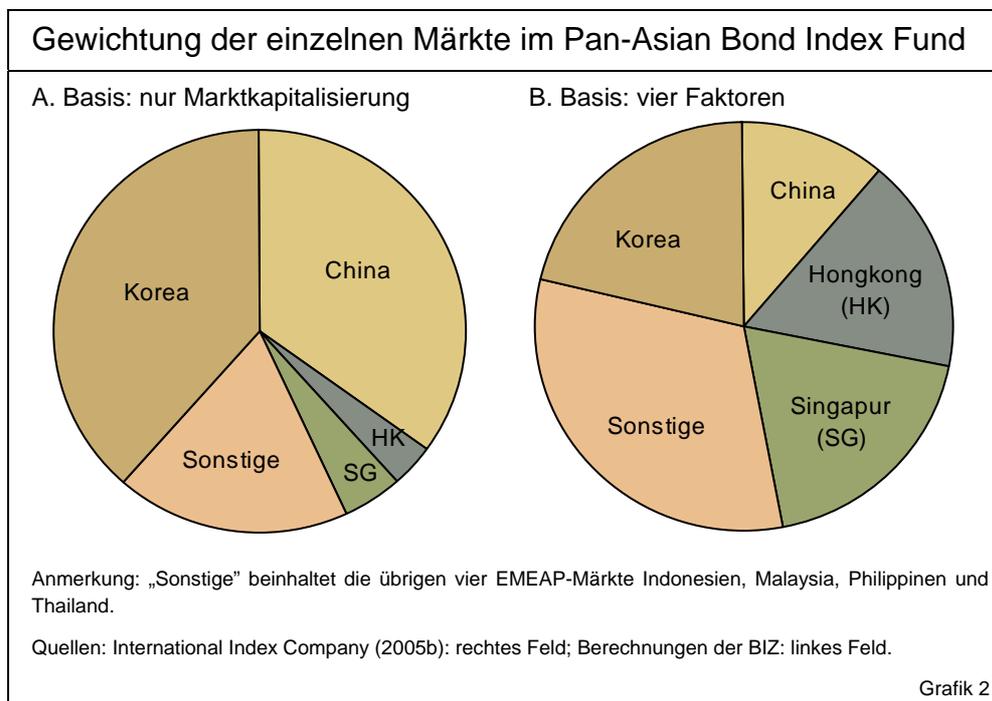
IIC, die die Anleihemarktindizes entwickelt hatte, die von den neun ABF2-Fonds nachzubilden sind, hat einen qualitativen Faktor für die relative Marktoffenheit der acht Märkte konstruiert (IIC 2005a). Dabei beriet sie sich – über ihr Asian Index Committee bzw. Asian Oversight Committee – mit einer Reihe internationaler und inländischer Marktteilnehmer, um die Glaubwürdigkeit und Marktakzeptanz der Indizes zu gewährleisten (EMEAP 2005). Wie bei einer Beurteilung der Marktoffenheit zu erwarten, werden Faktoren wie das Fehlen von Kapitalverkehrskontrollen, die Höhe der Quellensteuern, die Verfügbarkeit von Absicherungsinstrumenten, die Einrichtungen zur Bruttoabwicklung in Echtzeit und die Möglichkeiten für das internationale Clearing lokaler Anleihen berücksichtigt. Je höher der Faktor für die Marktoffenheit eines bestimmten Marktes, desto mehr Mittel aus dem Portfolio werden an diesem Markt investiert. Die Gewichtung der einzelnen Märkte, und damit der Faktor für die Marktoffenheit, wird jedes Jahr im September überprüft. Sofern Markthemmnisse abgebaut werden, dürfte dies zu einer Anpassung des regionalen Portfolios führen.

¹³ Für diesen Faktor werden die von den drei internationalen Rating-Agenturen (Fitch, Moody's und Standard & Poor's) erteilten Ratings für langfristige Verschuldung in Landeswährung verwendet.

Ein Beispiel

In Grafik 2 ist dargestellt, wie sich solche Anpassungen der Gewichte auswirken. Dabei wird die Gewichtung gemäss den Rohdaten zur Marktkapitalisierung mit der angepassten Gewichtung im PAIF-Portfolio zum Auflagezeitpunkt verglichen. Die angepasste Gewichtung unterscheidet sich wesentlich von der Gewichtung auf der Grundlage der Rohdaten zur Marktkapitalisierung. Die Allokationen des PAIF in China und Korea liegen deutlich unter der kapitalisierungsbasierten Gewichtung, wohingegen die Allokationen in den übrigen sechs Märkten über der jeweiligen kapitalisierungsbasierten Gewichtung liegen. Insbesondere die Allokationen in Hongkong und Singapur steigen auf mehr als das Vierfache an.

Die ABF2-Indizes werden die Entwicklung der asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung zumindest in zweierlei Hinsicht vorantreiben: Erstens stellen sie einen dynamischen Mechanismus dar, der die acht EMEAP-Mitglieder motiviert, ihre Bemühungen um eine Marktliberalisierung fortzusetzen. Die Marktoffenheit ist der wichtigste Anpassungsfaktor bei der Gewichtung der einzelnen Märkte, und diese wird jährlich überprüft. Zweitens werden Transparenz, Nachbildungsfähigkeit und Glaubwürdigkeit dieser Marktindizes die Benchmarks liefern, die sich bereits in anderen Ländern bei der Entwicklung von Märkten für Unternehmensanleihen als nützlich erwiesen haben.



Zusammenfassung

Der ABF2 ist eine Gemeinschaftsinitiative zur Förderung der asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung. Sie unterscheidet sich insofern von anderen Bemühungen, als eigentliche Anleihefonds aufgelegt wurden. Dies ist von wesentlicher Bedeutung, da die EMEAP-Mitglieder aufgrund der hieraus gewonnenen Erfahrungen wichtige Markthemmnisse im Detail ausmachen konnten, die zuvor unterschätzt worden waren. Der Prozess hat bereits dazu beigetragen, dass eine Reihe von grenzüberschreitenden und lokalen Markthemmnissen abgebaut wurden. Gleichzeitig wird für Anreize zu einem weiteren Abbau von Markthemmnissen gesorgt.

Unternehmens-
anleihen als
nächster Schritt?

Ein wichtiger Prüfstein des Konzepts besteht in der Frage, ob sich auf dieser Grundlage künftig auch Märkte für Unternehmensanleihen in Landeswährung entwickeln lassen. Der ABF2 erweitert bereits die Palette an Instrumenten, die an den lokalen Märkten zur Verfügung stehen. Als börsennotierter, offener Indexfonds ist der PAIF ein relativ preiswerter und transparenter Fonds mit kleiner Stückelung, der potenziell ein breites Spektrum an institutionellen und privaten Anlegern ansprechen sollte. Insofern könnte der PAIF dazu beitragen, sowohl die Auswahl an Anlagemöglichkeiten als auch die Anlegerbasis zu verbreitern. Für fünf der acht Länderfonds ist die Börsennotierung vorgesehen; ein weiterer Markt dürfte bald folgen. So werden z.B. der Hongkong- und der Singapur-Fonds als börsengehandelte Anleihefonds ausgestaltet. Auch China will seinen Fonds in der zweiten Phase des ABF2 als börsengehandelten Anleihefonds ausgestalten. Thailand und Malaysia arbeiten aktiv an eigenen Regelwerken für solche börsengehandelten Anleihefonds. Ihre Einführung sowie einer Reihe transparenter und nachbildungsfähiger Benchmark-Indizes für asiatische Anleihemärkte in Landeswährung dürfte die Entwicklung anderer Festzins- und Derivativprodukte wie z.B. Unternehmensanleihen und Credit Default Swaps erleichtern.

Bibliografie

Amato, J. und J. Gyntelberg (2005): „Indextranchen von Credit Default Swaps und die Bewertung von Kreditrisikokorrelationen“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 83–98.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999): *How should we design deep and liquid markets? The case of government securities*, Oktober.

Battellino, R. (2004): „Recent developments in Asian bond markets“, Rede an der 17. Australian Finance and Banking Conference, Dezember.

Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (2005): „The Asian Bond Fund 2 has moved into implementation phase“, 12. Mai (www.emeap.org/press//12May05.htm).

International Index Company (2005a): iBoxx ABF Index Family Guide, Version 2.0, April (www.indexco.com/news/Attach/DM73/iBoxx_ABF_IndexGuide.pdf).

International Index Company (2005b): „iBoxx ABF bond indices launched“, 12. Mai (www.indexco.com/news/Attach/DM74/iBoxx_ABF2_BondIndices.pdf).

Jiang, G. und R.N. McCauley (2004): „Asiatische Märkte für Anleihen in Landeswährung“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 77–91.

Ma, G. und R.N. McCauley (2004): „Effectiveness of China’s capital controls: some empirical evidence“, Papier vorgelegt am zweiten KIEP-PRI-Seminar „Financial independence and exchange rate regimes in East Asia“, Tokio, Dezember.

McCauley, R.N. (2003): „Kapitalströme in Ostasien seit der Krise von 1997“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 45–61.

McCauley, R.N. und E. Remolona (2000): „Umfang und Liquidität der Märkte für Staatsanleihen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 56–63.

Sheng, A. (2005): „Corporate debt in Asia and Asian financial market development“, Rede an der Konferenz „Advancing East Asian Integration“, 3./4. März.

Takeuchi, A. (2004): *Study of impediments to cross-border investment and issuance in Asian countries*, Zwischenbericht der „ASEAN+3 Asian Bond Market Initiative“, November.