

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

Die Märkte für Unternehmensanleihen in Asien¹

Die Grösse der Märkte für Unternehmensanleihen in Asien ist sehr unterschiedlich. Während sich einige Primärmärkte für ausländische Emittenten geöffnet haben, konzentrieren sich andere auf staatsnahe Emittenten. Die Sekundärmärkte leiden oft unter mangelnder Liquidität, was in unterschiedlichem Ausmass einer schmalen Anlegerbasis, inadäquaten Marktmikrostrukturen und dem Fehlen zeitnaher Informationen über die Emittenten zuzuschreiben ist.

JEL-Klassifizierung: G140, G180, M400, O160.

Seit der asiatischen Finanzkrise von 1997 ist die Entwicklung der Anleihemärkte ein vorrangiges wirtschaftspolitisches Ziel in Asien. Der Aufbau von Anleihemärkten in Landeswährung wird häufig als ein Mittel zur Vermeidung von Finanzkrisen angesehen, da diese Märkte dazu beitragen, potenzielle Währungs- und Laufzeiteninkongruenzen im Inland zu verringern. Tatsächlich ist es mehreren asiatischen Volkswirtschaften gelungen, recht lebhaft Primär- und Sekundärmärkte für inländische Staatsanleihen zu entwickeln.

In den letzten Jahren galt die Aufmerksamkeit in vielen asiatischen Volkswirtschaften zunehmend den Märkten für Anleihen von nicht staatlichen Emittenten (bzw. Unternehmen) in Landeswährung. Man hat erkannt, dass ein stabiles Finanzsystem vielfältige Finanzierungskanäle erfordert, über die Banken und andere Anlegergruppen im Wettbewerb um die Kreditnehmer stehen. Wie die asiatische Finanzkrise selbst gezeigt hat, sind die kurzfristigen Kreditmärkte anfällig für eine Massenflucht der Gläubiger, und ein Markt für Unternehmensanleihen kann für eine Volkswirtschaft eine wichtige Quelle langfristiger Finanzierungen darstellen.²

¹ Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Die Autoren danken Claudio Borio, Muhammad Ibrahim, Kim Ng, Indra Sakti, Jeong-Ho Suh, Jim Turnbull und Frank Packer für hilfreiche Anmerkungen und Gespräche.

² Nach Greenspans Worten (2000) wäre ein funktionierender Kapitalmarkt für die Länder Asiens möglicherweise ein „Reserverad“ gewesen, mit dessen Hilfe die Krise hätte gemildert werden können. Diamond (2004) weist formell nach, warum die kurzfristigen Kreditmärkte zwangsläufig für eine Massenflucht der Gläubiger anfällig sind.

Die asiatischen Primärmärkte für Unternehmensanleihen sind zwar deutlich gewachsen, aber in einigen Fällen ist dieses Wachstum offenbar weitgehend staatsnahen Emittenten oder Emittenten mit Kreditgarantien in irgendeiner Form zuzuschreiben. Diese Märkte haben sich möglicherweise deshalb in eine solche Richtung entwickelt, weil die Anleger kaum Zugang zu Informationen haben, mit denen sie die Kreditrisiken anderer potenzieller Emittenten angemessen bewerten könnten. An den Sekundärmärkten verlief die Entwicklung langsamer, und in vielen Märkten bleiben die Umsätze relativ gering. Vermutlich liegt die Ursache dafür in einer Kombination aus fehlender Anlegervielfalt, inadäquaten Marktstrukturen, der Undurchsichtigkeit des Marktes und den unzureichenden zeitnahen Informationen für die Gläubiger.

Im Folgenden werden zunächst die Primärmärkte für Unternehmensanleihen in der Asien-Pazifik-Region in Bezug auf ihre Grösse und die Zusammensetzung der Emittenten beschrieben. Anschliessend werden die Sekundärmärkte analysiert und mögliche Gründe für die mangelnde Liquidität einiger dieser Märkte aufgezeigt.

Primärmärkte: Grösse und Zusammensetzung

Die Analyse der Grösse und Zusammensetzung der Märkte für Unternehmensanleihen in Landeswährung in der Asien-Pazifik-Region stützt sich sowohl auf die BIZ-Statistiken als auch auf Angaben von Dealogic Bondware. „Landeswährung“ umfasst die Währungen von Australien, China, der Sonderverwaltungsregion Hongkong, Indien, Indonesien, Japan, Korea, Malaysia, Neuseeland, den Philippinen, Singapur und Thailand. Mit „Unternehmensanleihen“ sind alle langfristigen Schuldtitel von nicht staatlichen Schuldern in einer bestimmten Währung gemeint. Zu den nicht staatlichen Schuldnern zählen staatsnahe Emittenten, Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen, und zwar gebietsansässige wie auch gebietsfremde Emittenten.

Marktvolumen, Liquiditätsschwellen und die Verdrängung von Marktteilnehmern

Ende 2004 betrug der Umlauf von Unternehmensanleihen in Landeswährung an den 12 hier berücksichtigten Märkten nahezu \$ 3 Bio. Allein auf den japanischen Markt (\$ 2 Bio.) entfielen zwei Drittel des Gesamtvolumens (Tabelle 1). Hinter Japan folgen drei weitere Märkte, die als relativ gross angesehen werden können: Korea mit \$ 355 Mrd., China mit \$ 196 Mrd. und Australien mit \$ 188 Mrd. Diese vier Märkte sind insofern als „gross“ zu bezeichnen, als sie über dem Schwellenwert von \$ 100 Mrd. liegen, der nach Schätzungen von McCauley und Remolona (2000) in der Regel überschritten werden muss, damit ein Markt für Staatsanleihen als tief und liquide gelten kann.³ Im Gegensatz zu den Staatsanleihen sind jedoch die Emissionen von Unternehmensanleihen definitionsgemäss heterogener und weniger umfangreich, weshalb der

Vier als „gross“
einzustufende
Märkte

³ Hierbei handelt es sich natürlich nur um einen ungefähren Wert, der mehrere andere Faktoren, die die Liquidität beeinflussen, ausser Acht lässt.

Grösse der Märkte für Unternehmensanleihen und Finanzierungsalternativen in Landeswährung

Ende 2004

	Unternehmensanleihen ¹		Andere Finanzierungen in Prozent des BIP		
	Umlauf (Mrd. USD)	In Prozent des BIP	Inlandskredite	Aktienmarkt-kapitalisierung	Umlaufende Staatsanleihen
Australien	187,5	27,1	185,4	111,5	13,8
China	195,9	10,6	154,4	33,4	18,0
Hongkong SVR	61,9	35,8	148,9	547,7	5,0
Indien	24,5	3,3	60,2	56,8	29,9
Indonesien	6,8	2,4	42,6	24,5	15,2
Japan	2 002,0	41,7	146,9	76,9	117,2
Korea	355,6	49,3	104,2	74,7	23,7
Malaysia	49,7	38,8	113,9	140,8	36,1
Neuseeland	29,9	27,8	245,5	41,1	19,9
Philippinen	0,2	0,2	49,8	37,5	21,8
Singapur	21,7	18,6	70,1	211,4	27,6
Thailand	31,9	18,3	84,9	67,1	18,5
<i>Nachrichtlich: USA</i>	<i>15 116,6</i>	<i>128,8</i>	<i>89,0</i>	<i>138,4</i>	<i>42,5</i>

¹ Definiert als Anleihen und Notes in Landeswährung, die von Gebietsansässigen oder Gebietsfremden am Inlandsmarkt oder am internationalen Markt emittiert wurden.

Quellen: IWF; World Federation of Exchanges; Dealogic Bondware; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle 1

Schwellenwert bei Märkten für Unternehmensanleihen tendenziell deutlich höher sein dürfte. Auf andere Faktoren – abgesehen vom Marktvolumen –, die die Liquidität ebenfalls beeinflussen, wird im zweiten Teil dieses Beitrags eingegangen.

Wo auch immer die tatsächliche Liquiditätsschwelle liegen mag, die übrigen Märkte für Unternehmensanleihen dürften weit davon entfernt sein, sie zu erreichen: Hongkong (\$ 62 Mrd.), Malaysia (\$ 50 Mrd.), Thailand (\$ 32 Mrd.), Neuseeland (\$ 30 Mrd.), Indien (\$ 24 Mrd.) und Singapur (\$ 22 Mrd.). Die beiden letzten Volkswirtschaften – Indonesien und die Philippinen – haben noch kleinere Märkte. Wie weiter unten erläutert, könnte die Öffnung eines Marktes für ausländische Emittenten und Anleger dazu beitragen, die Nachteile eines geringen Volumens auszugleichen.

Das Marktvolumen hängt nicht nur von der Grösse der Volkswirtschaft, sondern auch von ihrem Entwicklungsstand ab. Zudem kann das Marktvolumen durch den Wettbewerb unter den einzelnen Finanzierungsalternativen sowohl auf der Emittenten- als auch auf der Anlegerseite beeinflusst werden. Während einerseits die Banken oder der Aktienmarkt mit dem Anleihemarkt im Wettbewerb um dieselben potenziellen Emittenten aus dem Unternehmensbereich stehen, kann andererseits die Finanzierung hoher staatlicher Haushaltsdefizite potenzielle Anleger verdrängen. Trotzdem überrascht es nicht, dass die tiefsten Märkte für Unternehmensanleihen in einkommensstärkeren Volkswirtschaften – Australien, Hongkong, Japan, Korea, Malaysia und Neuseeland – zu finden sind. Tabelle 1 zeigt, dass das Marktvolumen in jeder dieser Volkswirtschaften bei über 25% des BIP liegt. Es überrascht auch nicht, dass die Märkte mit

Verdrängung von Emittenten und Anlegern

einem gemessen am BIP geringen Volumen in den einkommensschwächeren Volkswirtschaften – China, Indien, Indonesien und Philippinen – liegen.

Zusammensetzung der Emittenten

Die Art der Emittenten, die an einem bestimmten Markt anzutreffen sind, erlaubt möglicherweise Rückschlüsse darüber, wie weit die Märkte in den 12 berücksichtigten Währungen entwickelt sind. Die natürlichen Emittenten am Markt für Unternehmensanleihen sind die Grossfirmen, bei denen die Anleger eine Bewertung der Kreditqualität anhand öffentlich verfügbarer Informationen als lohnenswert erachten. Deshalb ist neben dem Marktvolumen auch das Spektrum der Kreditqualität der am Markt aktiven Schuldner als Massstab für den Entwicklungsstand eines Marktes anzusehen. Gleichzeitig dürfte die Präsenz gebietsfremder Emittenten einen Vertrauensbeweis darstellen, der darauf hindeutet, dass der Markt Finanzmittel zu international wettbewerbsfähigen Konditionen zur Verfügung stellen kann.

In Asien sind die Emittenten an einigen Märkten offenbar noch am oberen Ende des Kreditqualitätsspektrums konzentriert. In Malaysia liegt der Anteil der Emittenten mit einem lokalen AAA-Rating bei etwa 40%, und weitere 40% der Emittenten weisen ein AA-Rating auf. In Korea sind rund 80% aller Emittenten mit „A“ oder darüber eingestuft.⁴ Zwar fehlen systematischere Daten zur Kreditqualität der Emittenten an den verschiedenen Märkten, doch lassen sich aus der Unterteilung in staatsnahe Emittenten, Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen indirekte Daten ableiten. Staatsnahe Emittenten nehmen bei der Kreditaufnahme wahrscheinlich explizite oder implizite Staatsgarantien in Anspruch.⁵ Daher dürften sie die höchste in dem betreffenden Land verfügbare Ratingeinstufung aufweisen. Wie in Grafik 1 dargestellt, beherrschen staatsnahe Emittenten drei der 12 Märkte: China, Indien und Neuseeland. Bemerkenswert ist, dass am koreanischen Markt, an dem während der Asienkrise noch mit Kreditgarantien ausgestattete Emissionen dominierten, diese inzwischen nur noch einen unerheblichen Bruchteil ausmachen.

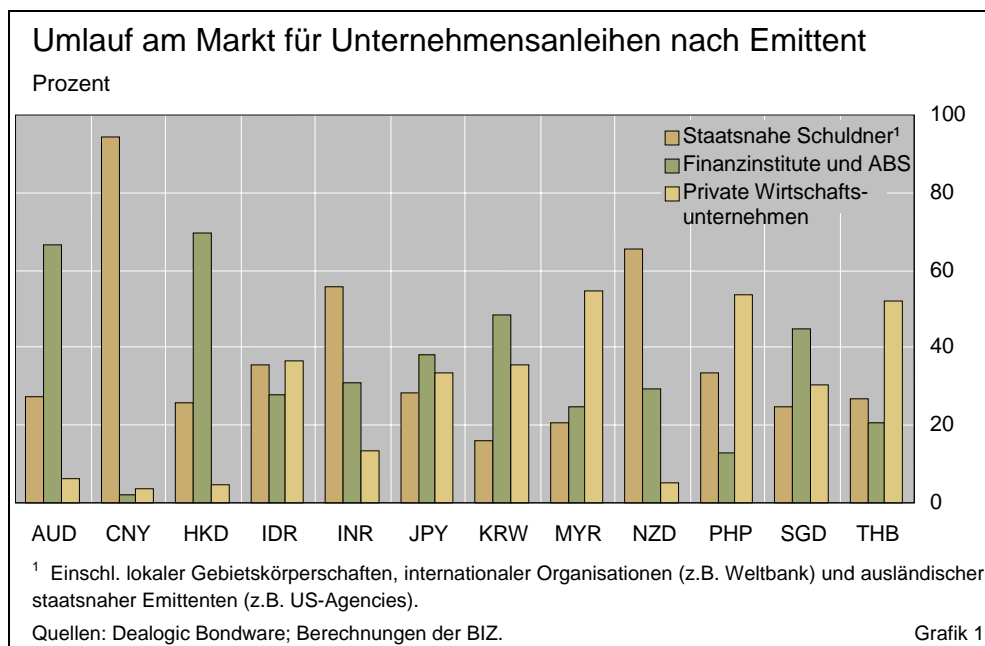
Staatsnahe
Emittenten an drei
Märkten
dominierend

Emissionen von Finanzinstituten verfügen zwar oft über implizite Garantien, aber an den Märkten, die von solchen Instituten beherrscht werden, nämlich Australien, Hongkong, Korea und Singapur, ist dies offenbar nicht der Fall. Wie in Europa stellen Emissionen von Finanzinstituten an diesen Märkten den Hauptanteil, und zumindest in Australien handelt es sich dabei vielfach sogar um forderungsunterlegte Wertpapiere („asset-backed securities“, ABS).

Ein weiterer Hinweis auf die Bedeutung staatsnaher Emittenten an den asiatischen Märkten für Unternehmensanleihen ergibt sich aus der Zusammen-

⁴ Die geschätzte Aufschlüsselung nach Bonität basiert auf Angaben der Bank Negara Malaysia und der Bank of Korea. Zum Vergleich: Am US-Markt besitzen die meisten Emittenten im Unternehmensbereich ein A-Rating, gefolgt von Emittenten mit einem BBB-Rating.

⁵ In der vorliegenden Untersuchung zählen zu den staatsnahen Emittenten auch internationale Organisationen wie etwa die Asiatische Entwicklungsbank (ADB) und die Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (IBRD), lokale Gebietskörperschaften und eine Reihe ausländischer staatsnaher Finanzinstitute, z.B. die US-Agencies.



setzung des HSBC Asian Local Bond Index (ALBI). Dieser Index soll die Wertentwicklung liquider Landeswährungsanleihen in China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, auf den Philippinen, in Singapur, Taiwan (China) und Thailand abbilden. Er umfasst eine grosse Zahl von Anleihen, auch nicht staatlicher Emittenten. Bezeichnenderweise beschränken sich diese „nicht staatlichen“ Anleihen des Index jedoch auf Emissionen staatsnaher Schuldner.

Sind die öffentlich verfügbaren Informationen unzureichend?

Die oben dargestellten Daten sind zwar unvollständig und indirekt abgeleitet, dennoch lassen sie darauf schliessen, dass zumindest an einigen der 12 betrachteten Märkte Emissionen von Schuldnern mit hoher Kreditqualität vorherrschend sind. Wahrscheinlich folgen institutionelle Anleger an diesen Märkten internen Richtlinien, die ihre Anlagen auf hoch eingestufte Wertpapiere begrenzen. Dennoch dürften solche Richtlinien lediglich die Tatsache widerspiegeln, dass die öffentlich verfügbaren Informationen nicht ausreichen, damit die Anleger die Kreditwürdigkeit potenzieller Emittenten mit erheblichem Ausfallrisiko bewerten können. Diese Vermutung wird von Bhattacharya et al. (2003) gestützt, die anhand bestimmter Messgrössen eine im Allgemeinen niedrigere Transparenz bei Gewinnmeldungen in asiatischen Ländern nachweisen. Des Weiteren argumentieren Fan und Wong (2002), dass solche Meldungen in Asien wegen Überkreuzbeteiligungen und pyramidenartiger Eigentümerstrukturen tendenziell weniger informativ sind.

Ausländische Emittenten als Vertrauensbeweis

Wie bereits angesprochen, liefert die Präsenz ausländischer Emittenten möglicherweise einen Anhaltspunkt für den Entwicklungsstand eines Marktes. Sie könnte auch das Bestreben kleiner Volkswirtschaften widerspiegeln, ihren Markt zu vergrössern und ihn funktionsfähiger zu machen. Wie in Tabelle 2 dargestellt, haben Neuseeland, Hongkong und Singapur mit 86%, 56% und 36% die höchsten Anteile gebietsfremder Emittenten am Landeswährungsmarkt. In Australien liegt der Anteil mit 28% ebenfalls relativ hoch. Bei der Berechnung der Anteile werden auch Gebietsfremde berücksichtigt, die

Unternehmensanleihen ¹ in Landeswährung nach Sitzland des Emittenten				
Ende 2004				
	Gebietsansässige (Mrd. USD)	In Prozent des Gesamtvolumens	Gebietsfremde (Mrd. USD)	In Prozent des Gesamtvolumens
Australien	134,0	71,5	53,5	28,5
China	195,9	100,0	0,0	0,0
Hongkong SVR	27,3	44,1	34,6	55,9
Indien	24,5	100,0	0,0	0,0
Indonesien	6,8	99,8	0,0	0,2
Japan	1 646,1	82,2	355,9	17,8
Korea	355,2	99,9	0,4	0,1
Malaysia	49,5	99,6	0,2	0,4
Neuseeland	4,1	13,8	25,8	86,2
Philippinen	0,2	86,8	0,0	13,2
Singapur	13,9	64,0	7,8	36,0
Thailand	31,8	99,8	0,1	0,2
<i>Nachrichtlich: USA</i>	<i>13 535,9</i>	<i>89,5</i>	<i>1 580,7</i>	<i>10,5</i>
¹ Definition s. Fussnote 1 in Tabelle 1.				
Quellen: Dealogic Bondware; BIZ.				
				Tabelle 2

Anleihen in der betreffenden Landeswährung im Ausland (z.B. in London) emittieren. Ausserdem sind die Daten zu den Emissionen im In- und Ausland nicht ganz vergleichbar, weshalb die Anteile Gebietsfremder möglicherweise überzeichnet sind. Dennoch lässt diese Berechnung vermuten, dass diese vier Märkte in der Region am weitesten entwickelt sind.

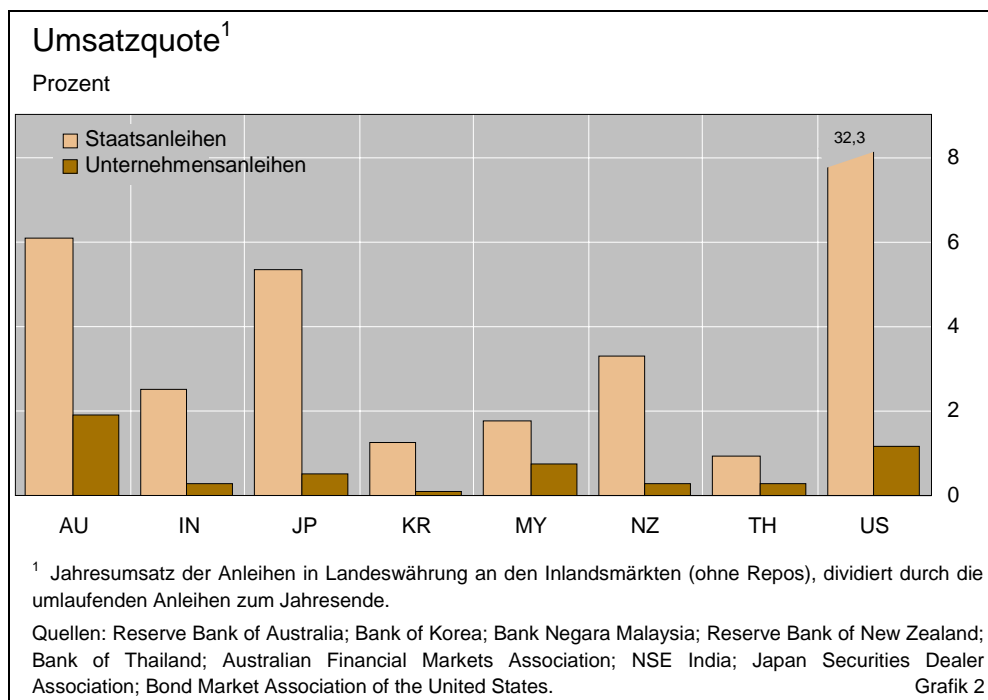
Sekundärmärkte

Liquidität der Märkte für Unternehmensanleihen

Bevor die Liquiditätsprobleme der asiatischen Märkte erörtert werden, ist festzuhalten, dass selbst grosse Märkte wie etwa der Markt in den USA nicht völlig liquide sind. Dort konzentriert sich die Liquidität auf sogenannte Referenzanleihen. Die meisten anderen Unternehmensanleihen werden nur in den ersten Wochen nach der Emission im Rahmen des „Allokationsprozesses“ rege gehandelt. Danach ist die Liquidität meist niedrig, wobei Geld- und Briefkurse nur von wenigen Marktmachern, in erster Linie von den federführenden Emissionsinstituten, gestellt werden. Während die Geld-Brief-Spannen von US-Schatztiteln am Händlermarkt weniger als einen Basispunkt betragen, liegen sie am Markt für Unternehmensanleihen bei etwa 3 bis 5 Basispunkten.⁶ In den letzten Jahren hat die Einführung von standardisierten Indizes für

Selbst die grössten Märkte nicht völlig liquide

⁶ Berechnungen von Fleming und Remolona (1999) ergaben für US-Schatztitel eine Geld-Brief-Spanne auf die Rendite von einem Sechstel bis zu einem Drittel eines Basispunktes. Chakravarty und Sarkar (2004) schätzen die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne von Unternehmensanleihen auf etwa 21 Cent je \$ 100. Bei einer Anleihe mit 5-jähriger Laufzeit entspricht dies einer Geld-Brief-Spanne von etwa 4 Basispunkten auf die Rendite.



Credit-Default-Swaps (CDS) in Nordamerika die Liquidität der zugrundeliegenden Adressen erheblich verbessert.⁷ Diese Indizes beschränken sich jedoch auf nur je 125 Adressen. Dies macht deutlich, welche Herausforderung es selbst in weit entwickelten Märkten für Unternehmensanleihen darstellt, Liquidität zu erzeugen.

Auch an den asiatischen Sekundärmärkten klafft eine Lücke zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen in Landeswährung. Während in Asien die Märkte für Staatsanleihen und in einigen Fällen die Swapmärkte in den letzten Jahren einigermaßen liquide wurden, sind die Märkte für Unternehmensanleihen weiterhin relativ illiquide. Im Vergleich zu den USA stellen die Umsätze an den meisten asiatischen Märkten für Unternehmensanleihen in der Regel einen geringeren Bruchteil der Umsätze an den Märkten für Staatsanleihen dar (Grafik 2).

Dabei scheinen vier Hauptfaktoren die Liquidität an den asiatischen Märkten für Unternehmensanleihen niedrig zu halten: die fehlende Anlegervielfalt, inadäquate Mikrostrukturen des Marktes, die Undurchsichtigkeit des Marktes und unzureichende zeitnahe Emittenteninformationen für die Gläubiger. Diese Faktoren werden im Folgenden einzeln erörtert.

Diversifizierte Anlegerbasis

Vielfalt unter den Anlegern fördert den Umsatz. Ist diese Vielfalt vorhanden, so sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass sich verschiedene Anleger – entweder als Verkäufer oder als Käufer – auf derselben Seite des Marktes befinden. Die Wahrscheinlichkeit ist grösser, dass sie unterschiedlicher Meinung über die Kreditqualität eines Emittenten sind und deshalb bereitwilliger Schuldtitel

⁷ Dazu gehört auch der Index DJ CDX in Nordamerika. S. Amato und Gyntelberg (2005).

Märkte für Unternehmensanleihen in Asien relativ illiquide

handeln. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit geringer, dass sie zur gleichen Zeit Liquidität benötigen. In Asien ist eine solche Vielfalt offenbar kaum vorhanden. Die Anlegerbasis bei den Unternehmensanleihen wird tendenziell von staatlich kontrollierten Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und Banken beherrscht. Direkt nach der Emission verschwindet eine Anleihe gewöhnlich in den Portfolios von langfristig orientierten Anlegern („buy and hold“). Anleger, die aktiver handeln, wie etwa auf festverzinsliche Wertpapiere spezialisierte Fonds und Hedge-Fonds, sind normalerweise an diesen Märkten nicht präsent oder dürfen nur sehr begrenzte Kreditrisiken eingehen.

Eine wichtige Anlegerkategorie, die an einigen asiatischen Märkten fehlt, sind ausländische Anleger, darunter weltweit tätige Finanzintermediäre. Im Allgemeinen werden sie durch unzählige Markthemmnisse von einer Teilnahme an den lokalen Märkten abgehalten. Zu diesen Hemmnissen zählen Quellensteuern und das Fehlen eines Marktes für Absicherungsinstrumente, wie z.B. Devisenswaps. Die politischen Entscheidungsträger in Asien sind sich dessen bewusst. Wie Ma und Remolona (2005) erläutern, konnten asiatische Zentralbanken bei der Auflage des Asian Bond Fund 2 (ABF2) einige dieser Hemmnisse abbauen. Die Philippinen zum Beispiel schafften kürzlich die Urkundensteuer auf den Sekundärhandel mit festverzinslichen Wertpapieren ab, die ausländische Anleger von einer Teilnahme an diesem lokalen Markt abgehalten hatte.

Wichtige Anlegerkategorie fehlt

Marktform

Festverzinsliche Schuldtitel werden an ausserbörslichen Märkten tendenziell lebhafter gehandelt als an der Börse.⁸ Die ausserbörslichen Märkte für Staatschuldtitel sind am liquidesten und stützen sich, wie von Sundaresan (2002) erörtert, zumeist auf ausgewiesene Marktmacher. Händler können über Inter-Dealer-Broker ihre Geschäfte untereinander anonym tätigen. Oftmals hat nur staatliche Förderung zum Aufbau solcher Mikrostrukturen geführt. So werden in China, Indien, Japan, Korea, Malaysia, Singapur und Thailand – ebenso wie in den USA – Primärhändler und Marktmacher für Staatspapiere von den Behörden ernannt, womit sie die Verpflichtung eingehen, den Markt für Staatspapiere zu machen. Im Vergleich zu Staatsanleihen weisen Unternehmensanleihen den Nachteil auf, dass die Emissionen eher heterogen und die Emissionsvolumina geringer sind. Deshalb dürfte hier eine noch stärkere Unterstützung durch die Behörden nötig sein, um Hindernisse für die Bereitstellung von Liquidität zu beseitigen und Mikrostrukturen aufzubauen.

Rolle des Staates beim Aufbau der Mikrostrukturen

In Asien werden zur Förderung der Liquidität von Unternehmensanleihen diese Anleihen auch an bestehenden Börsen notiert oder sogar Börsen gegründet, die auf festverzinsliche Wertpapiere spezialisiert sind. Ziel solcher Massnahmen ist oftmals auch eine Verbesserung der Transparenz. Dennoch

⁸ Allgemein gilt, dass die ausserbörslichen Märkte durch Kursstellung geprägte Märkte sind, an denen die Händler Wertpapierbestände vorhalten müssen, während Börsen oftmals von den erteilten Orders bestimmt werden und einen beständigen Fluss von Kauf- und Verkaufsaufträgen erfordern.

Ausgewählte Sekundärmärkte für Unternehmensanleihen			
	Marktform	Geld-Brief-Spanne ¹ (Basispunkte)	Ex-post-Transparenz
Australien	OTC/Börse	2–10	...
China	OTC/Börse	5–10	...
Hongkong SVR	OTC	10–15	...
Korea	OTC/Börse	2–5	Ja (KSDA)
Malaysia	OTC	5–10	Ja (BIDS)
Neuseeland	OTC	5–15	...
Singapur	OTC	10–15	...
Thailand	OTC	5–10	Ja (ThaiBMA)

¹ Geld- und Briefkurse für Anleihen am jeweiligen Inlandsmarkt in Landeswährung (Börse oder ausserbörslich, d.h. OTC).
Quellen: Citigroup (2005); Bloomberg; informelle Gespräche mit Marktteilnehmern. Tabelle 3

wird der Handel bislang immer noch überwiegend am ausserbörslichen Markt getätigt. In Seoul z.B. findet der Sekundärhandel mit Unternehmensanleihen nach wie vor zu mehr als 90% am ausserbörslichen Markt und nur zu 10% an der Börse statt. In Thailand liegt die Umsatzquote am ausserbörslichen Markt bei 30% gegenüber nur 1% an der lokalen Börse. In China erfolgt der Handel mit Anleihen von Finanzinstituten aufgrund der aufsichtsrechtlichen Fragmentierung bislang nur am lokalen ausserbörslichen Interbankmarkt, während Titel von Wirtschaftsunternehmen entweder an den zwei inländischen Börsen oder am ausserbörslichen Interbankmarkt gehandelt werden.

Mehrere asiatische Sekundärmärkte für Unternehmensanleihen weisen wegen eines geringeren Wettbewerbs grosse Geld-Brief-Spannen auf, die den Handel bremsen. Marktteilnehmer vermuten, dass die Geld-Brief-Spannen an vielen asiatischen Märkten selbst für die liquidesten Schuldtitel etwa 5 bis 10 Basispunkte betragen (Tabelle 3). An einigen Märkten gibt es gewöhnlich einen oder zwei Händler für einen einzelnen Schuldtitel, wobei es sich oft um die federführenden Emissionsinstitute handelt. Des Weiteren sind zwar manchmal indikative Notierungen von Händlern auf Bloomberg verfügbar, doch besteht die Ex-ante-Transparenz an vielen Märkten darin, dass verschiedene Händler an potenzielle Anleger Kurszettel faxen, die oftmals lediglich eine begrenzte und untereinander nicht vergleichbare Untergruppe von Emittenten aus dem Unternehmensbereich enthalten. Formelle Händlermärkte oder Inter-Dealer-Broker, die sich auf Unternehmensanleihen spezialisieren, sind nur an den weiter entwickelten Märkten wirklich präsent.

Transparenz hinsichtlich erfolgter Handelsgeschäfte

Ein dritter und damit verbundener Faktor, der die Liquidität beeinflusst, ist die Transparenz im Hinblick auf abgeschlossene Handelsgeschäfte. Eine solche Ex-post-Transparenz fördert eine wettbewerbsgerechte Preissetzung und gibt den Anlegern die Sicherheit, dass sie gute Kurse bekommen. Ihre Relevanz lässt sich durch das Beispiel der USA unterstreichen. Bis vor etwa zwei Jahren verlief der Handel mit US-Unternehmensanleihen schleppend. Seit Juli 2002 jedoch sind die Händler von Unternehmensanleihen verpflichtet,

ausserbörsliche Geschäfte der Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE) der National Association of Securities Dealers (NASD) zu melden. Anschliessend publiziert TRACE diese Handelsangaben. Zwar argumentieren einige Marktteilnehmer, dass die sofortige Veröffentlichung die Liquidität für grossvolumige Einzelgeschäfte verringert, doch kommen Edwards et al. (2005) zu dem Ergebnis, dass sich die Geld-Brief-Spannen aufgrund der grösseren Transparenz um durchschnittlich 5 Basispunkte verringert haben.

In den letzten Jahren haben einige asiatische Märkte begonnen, Meldepflichten einzuführen, die mit denen von TRACE vergleichbar sind bzw. sogar darüber hinausgehen. Die Transparenzanforderungen beschränken sich jedoch weitgehend auf die Händler. In Malaysia gibt es das Bond Information Dissemination System (BIDS), das Händler verpflichtet, Handelsgeschäfte (d.h. Angaben zu Kurs und Volumen) innerhalb von 10 Minuten nach Abschluss in das System einzugeben. (Entsprechende Kurzinformationen gelangen mit 10-minütiger Verzögerung an die Öffentlichkeit.) Anschliessend werden diese Angaben den BIDS-Abonnenten – bei denen es sich gewöhnlich um Teilnehmer auf der „Verkaufsseite“ des Marktes handelt – zur Verfügung gestellt. Zumindest denjenigen, die Zugang zu BIDS haben, bietet dieses System offenbar eine noch höhere Ex-post-Transparenz als TRACE. Die Thai Bond Market Association (ThaiBMA) verlangt von den Händlern, ausserbörsliche Handelsgeschäfte innerhalb von 30 Minuten zu melden, und gibt die Handelsinformationen 4-mal täglich an die Mitglieder der ThaiBMA weiter.⁹ Die Korea Security Dealers Association (KSDA) verpflichtet die Händler, ihre Transaktionen innerhalb von 15 Minuten in das KSDA-System einzugeben, das die Informationen am gleichen Tag im Internet veröffentlicht. Wenn die Liquidität an den Märkten zunehmen soll, muss die Ex-post-Transparenz wahrscheinlich noch weiter verbessert werden.

Malaysisches BIDS
so gut wie TRACE

Zeitnahe Informationen

Der vierte liquiditätshemmende Faktor ist vielleicht der einflussreichste. An vielen Märkten für Unternehmensanleihen in Asien stehen zeitnahe Informationen über Emittenten offenbar nur begrenzt zur Verfügung. Handelsgeschäfte von Anlegern, die unterschiedliche Auffassungen hinsichtlich der Fundamentaldaten vertreten, können an Märkten wie denjenigen für Unternehmensanleihen viel Liquidität schaffen. Von diesem informationsbasierten Handel profitieren auch andere Marktteilnehmer, die lediglich Liquidität benötigen. Zudem blüht ein solcher Handel tendenziell dann, wenn der Informationsfluss zur Kreditqualität der Emittenten beträchtlich ist, da jede neue Information einen weiteren Anlass zu Meinungsunterschieden darstellt.

Meinungsunterschiede fördern Handelsaktivität

In den USA nimmt der Fluss marktrelevanter Informationen verschiedene Formen an. Die Emittenten selber veröffentlichen vierteljährlich Finanzausweise und Gewinnwarnungen, die Finanzpresse und Informationsdienste berichten über grössere Transaktionen und wichtige Unternehmensereignisse,

⁹ Diese Informationen werden am Ende des Tages veröffentlicht. Ausserdem publiziert die ThaiBMA alle zwei Wochen die Kursnotierungen ihrer Mitglieder.

und die Ratingagenturen machen diverse Ankündigungen, wenn sich ihre Einschätzung von gerateten Unternehmen ändert. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung solcher Informationen nimmt der Handel mit Unternehmensanleihen in der Regel zu.

Die Marktreaktionen auf Ankündigungen der Ratingagenturen verdeutlichen die Bedeutung zeitnaher Informationen. Die Ratingagenturen gehen im Hinblick auf Veränderungen von Bonitätseinstufungen mit Absicht sehr vorsichtig und bedächtig vor, weshalb Ratingänderungen gewöhnlich erst mit erheblicher Verzögerung auf das Bekanntwerden von marktrelevanten Informationen folgen. Zur Wahrung der Aktualität haben die Ratingagenturen Ankündigungen für Emittenten „unter Beobachtung“ entwickelt – „Watchlist“ im Falle von Moody's und „CreditWatch“ im Falle von Standard & Poor's. Diese Ankündigungen erfolgen unmittelbar nach dem Bekanntwerden wichtiger Informationen, und sie signalisieren eine mögliche Ratingänderung innerhalb weniger Monate. Micu et al. (2004) haben festgestellt, dass diese „Review“-Ankündigungen von allen Ankündigungen der Ratingagenturen die stärksten Preisreaktionen auslösen.

Solche Informationen sind an den asiatischen Märkten häufig nur begrenzt verfügbar. Zahlreiche Emissionen weisen die eine oder andere Form von Staatsgarantie auf, wodurch die eigentliche Kreditqualität des Emittenten an Relevanz verliert. Zudem haben Ball et al. (2003) die Tendenz festgestellt, dass die Finanzausweise in einigen asiatischen Märkten Verluste nicht rechtzeitig berücksichtigen. Ein Grund hierfür mag sein, dass in Asien, wo persönliche Beziehungen in der Wirtschaft so wichtig sind, Anreize für eine aktuelle Berichterstattung fehlen. In dieser Region gibt es zwar auch lokale Ratingagenturen, und oftmals ist das Vorhandensein eines Ratings Voraussetzung für eine Anleiheemission. Viele dieser Ratingagenturen gibt es jedoch erst seit relativ kurzer Zeit, und sie benötigen mehr Zeit für einen Erfolgsnachweis, der ihnen Ansehen verschafft. Eine Handvoll ausländischer Ratingagenturen sind ebenfalls in den asiatischen Märkten tätig, doch decken ihre Ratings das Spektrum von Anleiheemittenten in den einzelnen Ländern oft nicht vollständig ab.

Zusammenfassung

In ihren Bemühungen um den Aufbau von Märkten für Unternehmensanleihen in Landeswährung stehen die politischen Entscheidungsträger in Asien vor grundsätzlichen Fragen. Sollen sie im Fall der Primärmärkte weiteres Wachstum selbst dann in den Vordergrund stellen, wenn die Emissionen auf staatsnahe Schuldner oder Schuldner mit expliziten oder impliziten Kreditgarantien konzentriert bleiben? Oder sollen sie ihr Augenmerk auf Offenlegungsvorschriften, Rechnungslegungsstandards und Transparenz richten, sodass die Anleger die Informationen bekommen, die ihnen die Bewertung des Kreditrisikos in Bezug auf einen breiteren Kreis potenzieller Emittenten ermöglichen? Der erstgenannte Ansatz mag eine gute Anfangsstrategie darstellen, doch befinden sich die asiatischen Behörden möglicherweise schon in der Phase,

„Review“ als
aktuellste
Ankündigungen der
Ratingagenturen

Lokale
Ratingagenturen
noch zu jung

wo das eine zulasten des anderen geht. Falls die Anleiheemittenten mit dem geringsten Risiko den Markt sättigen, werden vielleicht die Schuldner mit höheren Risiken verdrängt, und die Entwicklung einer Marktkultur in Bezug auf Risikobewertung und Preisgestaltung von Kreditrisiken wird somit gebremst.

Im Fall der Sekundärmärkte steht die Wirtschaftspolitik vor dem Dilemma, ob sie sich auf den Aufbau der Marktstrukturen, auf eine Diversifizierung der Anlegerbasis oder auf eine Stärkung der Institutionen, die den Fluss marktrelevanter Informationen fördern, konzentrieren soll. Diese Ansätze schliessen sich nicht notwendigerweise gegenseitig aus und können zur Steigerung der Wirksamkeit gleichzeitig verfolgt werden. In der Praxis jedoch scheint der Aufbau von Marktstrukturen – z.B. die Gründung von Börsen für den Handel festverzinslicher Wertpapiere – der einfachste Ansatz zu sein, während die beiden anderen komplexer erscheinen und erst nach einer gewissen Zeit zu Ergebnissen führen dürften. Dennoch ist es auf längere Sicht vielleicht von grösserer Bedeutung, die Anlegerbasis zu diversifizieren und den Fluss kreditrisikorelevanter Informationen zu verbessern.

Bibliografie

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

Ball R., A. Robin und J.S. Wu (2003): „Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries“, *Journal of Accounting and Economics*, 36, S. 235–270.

Bhattacharya U., H. Daouk und M. Welker (2003): „The world price of earnings opacity“, *Accounting Review*, S. 641–678.

Chakravarty, S. und A. Sarkar (2003): „Trading costs in three US bond markets“, *Journal of Fixed Income*, S. 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, S. 1447–1480.

Edwards, A.K., L.S. Harris und M.S. Piwowar (2005): *Corporate bond market transparency and transaction costs*, US Securities and Exchange Commission.

Fan, J.P.H. und T.J. Wong (2002): „Corporate ownership structure and informativeness of accounting earnings in East Asia“, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, S. 401–425.

Fleming, M. und E. Remolona (1999): „Price formation and liquidity in the US Treasury market: the response to public information“, *Journal of Finance*, 54, S. 1901–1915.

Greenspan, A. (2000): „Global challenges“, Rede anlässlich der Financial Crisis Conference, Council on Foreign Relations, New York, 12. Juli.

Ma, G. und E. Remolona (2005): „Marktöffnung mithilfe eines regionalen Anleihefonds: Lehren aus dem ABF2“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 93–106.

McCauley, R. und E. Remolona (2000): „Umfang und Liquidität der Märkte für Staatsanleihen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 56–65.

Micu, M., E. Remolona und P. Wooldridge (2004): „Preiseffekte von Ratingmeldungen: Untersuchungen am Markt für Credit Default Swaps“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 63–75.

Sundaresan, S. (2002): *Fixed income markets and their derivatives*, 2. Auflage, South-Western.

