

# ANALYSE ZUR TRANSPARENZ DER EUROPÄISCHEN ANLEIHEMÄRKTE

Dieser Issue Brief analysiert den derzeitigen Transparenzgrad der Anleihemärkte und das Potenzial für eine erhöhte Transparenz in Europa. In vielerlei Hinsicht decken sich diese Politikvorschläge mit den bevorstehenden Bestimmungen der EU-Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID), mit denen die Anforderungen an Vor- und Nachhandels-Transparenz über die Aktienmärkte hinaus ausgeweitet werden sollen.

## ZUSAMMENFASSUNG

Bislang hat in Europa nur Italien diese Vorschriften auf Anleihen ausgeweitet. Wir berücksichtigen in unserer Analyse die Erfahrungen Italiens, um potenzielle Kosten und Vorteile einer erhöhten Transparenz aufzuzeigen. Untersucht wird ferner die Umsetzung des US-amerikanischen TRACE-Systems zum Reporting von Transaktionen in festverzinslichen Wertpapieren, um mögliche Vor- und Nachteile ähnlicher Transparenzvorschriften in anderen entwickelten Märkten herauszufinden. Ein Überblick über akademische Veröffentlichungen bietet außerdem Einsichten, wie sich eine stärkere Transparenz auf die Marktliquidität einerseits und die Handelskosten andererseits auswirken könnte.

Unseres Erachtens würden die Anleger vom Zugang zu aktuellen Informationen über Preise und Umfang vergangener Transaktionen profitieren. Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass den durchaus berechtigten Bedenken der Marktteilnehmer auf eine Art entsprochen werden kann, die nicht auf Kosten einer erhöhten Transparenz geht.

Das CFA Institute empfiehlt eine stufenweise Einführung der Nachhandels-Transparenzvorschriften für Anleihetransaktionen in der Europäischen Union. Bestimmungen zur Nachhandels-Transparenz sollten dergestalt sein, dass eine verspätete Berichterstattung sehr großer Transaktionen möglich ist. Die Behörden sollten Mindeststandards bezüglich des Inhalts und Formats von Nachhandelsdaten setzen, um eine hohe Qualität und beständige Informationen sicherzustellen. Letzten Endes sollten die Anleger Zugang zu zuverlässigen Informationen erhalten, die ihnen einen guten Überblick über die Aktivitäten an den Anleihemärkten verschaffen. Wir sind ferner der Ansicht, dass technologische Neuerungen zu einer zunehmenden Anlegerpräferenz für elektronische Handelsplattformen geführt haben, die eine erhöhte Vorhandels-Transparenz weniger dringlich machen.



Für weitere Informationen:  
[www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)

T **UK +44 (0)20 7330 9500**  
T **Brüssel +32 (0)24 0168 29**  
E [info@cfainstitute.org](mailto:info@cfainstitute.org)

## UNSERE ÜBERLEGUNGEN

In der Regel haben Käufer und Verkäufer bei Anleihetransaktionen einen ungleichen Zugang zu Informationen über Preise und Marktbedingungen, insbesondere im außerbörslichen Handel. Diese Asymmetrie nutzt möglicherweise den Market Makern, welche am Markt für Liquidität sorgen, da ihre Positionen vor opportunistischen Händlern geschützt werden, die ansonsten versuchen würden, von derlei Informationen zu profitieren.

Im Gegensatz zu den Aktienmärkten spielen Market Maker an den Anleihemärkten eine wichtige Rolle. Die immens hohe Anzahl von Schuldtiteln, die großen Handelsvolumina und, abgesehen von Staatsanleihen, die relativ unregelmäßige Transaktionshäufigkeit sowie die niedrige Sekundärmarktliquidität haben zur Folge, dass der Handel mit Anleihen in erster Linie „over the counter“ (OTC) erfolgt.

Die Market Maker agieren dabei als Mittler und führen Bestandsbücher für die bilateralen Geschäfte, bevor sie ihre Positionen am Inter-Dealer-Markt anpassen. Die Anleger müssen sich auf die indikativen Kurse der Händler verlassen, die allerdings oft stark von den tatsächlichen Abwicklungspreisen abweichen können.

Aus diesem Grund dürften die Anleger von einer erhöhten Transparenz und von einem erwarteten Rückgang der Handelskosten profitieren, zumal der Informationsvorteil der Market Maker schwindet. Anstatt willkürlicher indikativer Kurse würden alle Händler zunehmend auf der Basis eines Preiswettbewerbs operieren.

### Umsetzung von Nachhandels-Transparenzvorschriften an den europäischen Anleihemärkten

› **Gestaltung der Transparenz-anforderungen unter Berücksichtigung des Volumens und der Liquidität von Emissionen.** Die anzugebenden Informationen und die zeitlichen Anforderungen an die Berichterstattung sollten Auskunft über das Transaktionsvolumen im Vergleich

zum Emissionsvolumen sowie die jüngsten Transaktionen in einer Emission geben. Die Berücksichtigung des relativen Handelsvolumens bei der Festlegung der Angabevorschriften wird wohl einige Bedenken zerstreuen, dass Händlerpositionen unnötigen Marktrisiken ausgesetzt sein könnten, was wiederum die Liquidität mindern könnte.

- › **Stufenweise Einführung der neuen Anforderungen.** Die Marktteilnehmer werden Zeit benötigen, um ihre Handelsprozesse auf etwaige neue Anforderungen anzupassen. Außerdem wird die Entwicklung benötigter Infrastrukturen Zeit in Anspruch nehmen. Ein stufenweiser Ansatz würde das Risiko eines vorübergehenden Liquiditätsschocks mindern.
- › **Entwicklung von Standards hinsichtlich des Inhalts, Formats und der Verteilung von Nachhandelsdaten.** Anleger benötigen Zugang zu richtigen und kohärenten Informationen über Transaktionen in festverzinslichen Wertpapieren, um leichter Anlageentscheidungen treffen zu können. Beständige Standards zur Berichterstattung sind notwendig, um eine Konsolidierung der Nachhandelsdaten zu erleichtern und so den Anlegern einen Überblick über die Transaktionen an den Anleihemärkten zu vermitteln. Die Anleger sollten zu angemessenen geschäftlichen Bedingungen auf Basis getroffener Veröffentlichungsvereinbarungen Zugang zu Nachhandelsdaten erhalten.

### Abwarten in Bezug auf Vorhandels-Transparenz

› **Eine einheitliche Vorhandels-Transparenzvorschrift für Transaktionen im Freiverkehr wäre unpraktisch.** Die Anforderung, in einem illiquiden Markt Kurse zu tausenden von Emissionen zur Verfügung zu stellen, würde wahrscheinlich dazu führen, dass weniger Händler als Market Maker auftreten, dass die Liquidität abnimmt und dass den Anlegern größere Kosten entstehen, vor allem, solange der Handel „over the counter“ (OTC) dominiert.



Aus diesem Grund dürften die Anleger von einer erhöhten Transparenz und von einem erwarteten Rückgang der Handelskosten profitieren

### Abwarten in Bezug auf Vorhandels-Transparenz

› **Bei Börsentransaktionen sind Vorhandels-Transparenzvorschriften aufgrund bestehender elektronischer Handelsplattformen weniger dringlich.** In Anbetracht der fortlaufenden Entwicklung elektronischer Handelsplattformen sollten die Behörden bei der Definition des Anwendungsbereichs künftiger Vorhandels-Transparenzvorschriften für Börsentransaktionen berücksichtigen, welche Art von Transparenz diese Plattformen bereits bieten und wie nützlich sie für die Anleger sind.

### ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

#### Marktstruktur

- › Europas Anleihemärkte umfassen über 150.000 Schuldtitel. Dies vergleicht sich mit rund 6.000 Aktien, die an den geregelten Märkten in Europa gehandelt werden. Während ein Unternehmen unter Umständen nur eine oder zwei Klassen von Aktien emittiert, weist seine Fremdkapitalstruktur häufig verschiedene Emissionen unterschiedlichen Rangs auf.
- › Während Aktien in der Regel hunderte Male am Tag gehandelt werden, werden Unternehmensanleihen auf Tagesbasis im Durchschnitt nur wenig gehandelt. Das Handelsvolumen bei Anleihen liegt dagegen in der Regel ein Zehnfaches über dem von Aktien, sowohl bei institutionellen als auch bei privaten Anlegern.
- › Anleihen werden in der Regel OTC und auf bilateraler Basis gehandelt, und der Anleihemarkt wird vom Market-Maker-Prinzip dominiert, dem zufolge die Marktmacher verbindlich Kurse stellen (Quote-Driven Market). In der Regel holen die Anleger Kursangebote für Anleihetransaktionen von mehreren Händlern ein. Bei Anlagen in Aktien lassen sich indes die Handelsinformationen von mehreren Marktteilnehmern fast in Echtzeit verfolgen, gegen deren Orders direkt Transaktionen eingegangen werden können.

› An den Anleihemärkten wird die Liquidität fast ausschließlich von Händlern zur Verfügung gestellt, die auf eigene Rechnung oder im Auftrag anderer handeln können.

#### Kosten und Vorteile der verbesserten Transparenz

- › Zu den potenziellen Vorteilen einer erhöhten Transparenz gehören u. a. die Beseitigung von Informationsasymmetrien, die derzeit Anleger unter Umständen abschrecken, die Tatsache, dass die Anleger verstärkt von einer besten Orderausführung profitieren können sowie eine verbesserte Markteffizienz und Preisfindung.
- › Zu den möglichen Nachteilen gehören eine erhöhte Risikoscheu der Händler, deren Positionen unter Umständen nur zu hohen Kosten abgesichert werden können. Ferner kann bei Anlegern der falsche Eindruck erweckt werden, sie hätten es mit liquiden Märkten zu tun, um sich dann mit illiquiden Märkten und mit Preisen konfrontiert zu sehen, die nur begrenzte Handelsvolumina bieten oder in Stresssituationen deutliche Abweichungen von den indikativen Kursen aufweisen. Darüber hinaus könnten die Händler die Kosten erhöhter Transparenzanforderungen auf den Endkunden abwälzen.

#### Die Erfahrungen am italienischen Anleihemarkt

- › Italien ist Europas größter Anleihemarkt und eines der wenigen Länder, in denen die Transparenzinitiativen über die Aktienmärkte hinweg auf die Anleihemärkte Anwendung gefunden haben.
- › Elektronische Handelsplattformen sind in Italien weithin akzeptiert. Borsa Italiana überwacht drei elektronische Handelsplattformen, die den Handel in

europäischen Unternehmensanleihen abdecken. Da die Berichterstattungsanforderungen bezogen auf die Nachhandels-Transparenz an allen potenziellen Handelsplätzen einander ähneln, scheinen die Teilnehmer keine Präferenzen zu haben.

#### Amerikas Erfahrung mit TRACE

- › Das TRACE-System (Trade Reporting and Compliance Engine) wurde 2002 eingeführt, um die Nachhandels-Transparenz am US-Markt für Unternehmensanleihen zu erhöhen.
- › Seitdem wurde TRACE nicht nur im Segment Investment-Grade sondern auch für Hochzins- und Wandelanleihen eingeführt, und mittlerweile werden auch Asset Backed Securities, Mortgage Backed Securities, Agency-Titel und der Primärhandel in Unternehmensanleihen abgedeckt.
- › Die Einführung von TRACE führte zu keiner Konzentration auf an den US-Anleihemärkten tätige Händler. Die Analysen bieten ferner keinerlei Anhaltspunkte dafür, dass die Händler seit der Einführung von TRACE Liquidität vorenthielten.

#### Vorteile erhöhter Transparenz aus Sicht der Wissenschaft

- › In zahlreichen akademischen Studien wurden bereits die potenziellen Kosten und Vorteile einer erhöhten Transparenz beleuchtet. Die Ergebnisse dieser Studien lassen sich als recht gemischt bewerten. Am positivsten wird die Einführung von TRACE in den USA bewertet.
- › Die Schlussfolgerungen über etwaige negative Auswirkungen einer erhöhten Transparenz an den Märkten Europas drehen sich in der Regel um eine reduzierte Liquidität, da die Market Maker den Märkten eher den Rücken kehren, als erhöhte Risiken und Absicherungskosten zu schultern.

Europas Anleihemärkte umfassen über 150.000 Schuldtitel. Dies vergleicht sich mit rund 6.000 Aktien, die an den geregelten Märkten in Europa gehandelt werden. Während ein Unternehmen unter Umständen nur eine oder zwei Klassen von Aktien emittiert, weist seine Fremdkapitalstruktur häufig verschiedene Emissionen unterschiedlichen Rangs auf

## ÜBER DAS CFA INSTITUTE

Unser Ziel ist es, Stimme für den Berufsstand der Finanzexperten weltweit zu sein und für höchste Standards in Ethik, Weiterbildung und fachlicher Exzellenz einzutreten.

### Das CFA Institute verfolgt dieses Ziel

- › durch die Einführung und Einhaltung weltweiter Standards und Verhaltenskodizes für die Investmentbranche, die auch die „Global Investment Performance Standards“ (GIPS) einschließen
- › durch Optimierung von Finanzberichtsstandards, um für Investoren eine transparente und einheitliche Darstellung zu gewährleisten
- › indem es sich für die Integrität der Kapitalmärkte einsetzt. Dazu werden Richtlinien und Stellungnahmen veröffentlicht, Roundtables veranstaltet und Publikationen zu Themen wie Corporate Governance und Anlegerschutz herausgegeben
- › durch einen weltweiten Anleger-Service mit Workshops zu ethischen Fragen, Grundsatzthemen der Finanzindustrie und Research Reports
- › durch den Aufbau eines Netzwerks von Berufsorganisationen, Beratungsgremien, Regulatoren und verwandten Organisationen

Unser Ziel ist es, Stimme für den Berufsstand der Finanzexperten weltweit zu sein und für höchste Standards in Ethik, Weiterbildung und fachlicher Exzellenz einzutreten.

## EUROPA, NAHER UND MITTLERER OSTEN, AFRIKA

Die sogenannte EMEA-Region (Europe, Middle East, Africa) umfasst einen geographischen und kulturellen Großraum, der sich über drei Kontinente erstreckt. Die zuständigen Büros des CFA Institute in London und Brüssel betreuen die Mitglieder, Kandidaten und lokalen Gesellschaften und sind Ansprechpartner für die Finanzindustrie in diesem Raum.

In den vergangenen 10 Jahren hat sich die Zahl der Mitglieder des CFA Institute in dieser Region mehr als vervierfacht. Derzeit gibt es mehr als 19.000 Mitglieder, die überwiegend von den 34 nationalen CFA-Gesellschaften betreut werden beispielweise der German CFA Society, mit Sitz in Frankfurt am Main.



## KONTAKT

**Rhodri Preece, CFA,**  
Director, Capital Markets Policy,  
CFA Institute  
T **+44 (0)20 7330 9522**  
E **rhodri.preece@cfainstitute.org**

**Agnès Le Thiec, CFA,**  
Director, Capital Markets Policy,  
CFA Institute  
T **+32 (0) 2 401 68 29**  
E **agnes.lethiec@cfainstitute.org**

## FÜR WEITERE INFORMATIONEN

 [twitter.com/CFAInstitute](https://twitter.com/CFAInstitute)

 [facebook.com/CFAInstitute](https://facebook.com/CFAInstitute)

 [LinkedIn: Member Group](#)

[LinkedIn: Candidate Group](#)



Für weitere Informationen: [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)

T **UK +44 (0)20 7330 9500**

T **Brüssel +32 (0)24 0168 29**

E **info@cfainstitute.org**