

Ist der Telefonhandel für Obligationen am Ende?

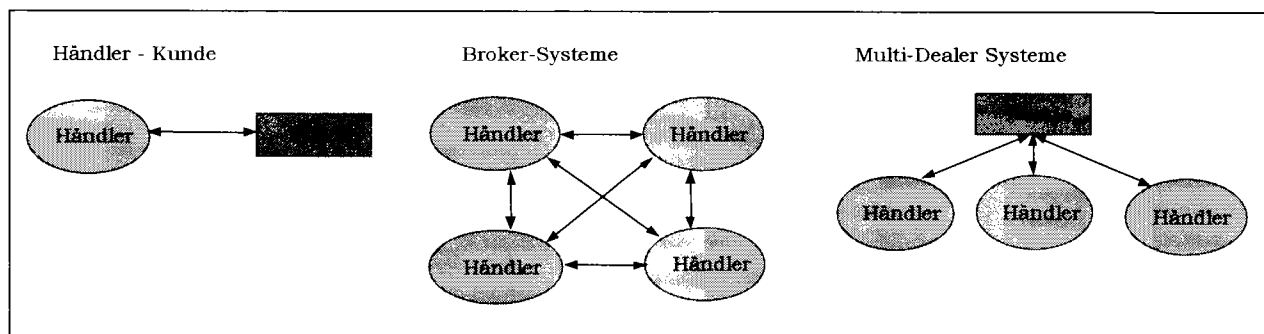
1. Einleitung

Anders als Aktien, die seit jeher an organisierten und regulierten Börsen gehandelt werden, wurden in der Vergangenheit Obligationen im institutionellen Geschäft fast ausschliesslich Over-the-Counter über Telefon gehandelt.[1] Die Marktteilnehmer mussten die verschiedenen Broker anrufen, um die offerierten Preise zu erfragen. Dies war nicht nur zeitaufwendig, sondern führte während langer Zeit zu einem sehr intransparenten Markt, in dem niemand wusste, wo der effektive Preis eines Wertpapiers zu einem bestimmten Zeitpunkt war. Dass in einem solchen Markt die Bid-Ask-Spreads sehr gross waren, kann weiter nicht erstaunen. Davon profitierten vor allem die grossen Obligationenhändler, währenddem die Anleger das Nachsehen hatten.

Die Entwicklung der Informationstechnologien hat diesen Markt grundlegend verändert, obwohl seine Grundstruktur, der Telefonhandel, erhalten blieb. Informationssysteme wie Bloomberg, Reuters und ähnliche erlaubten es dem Anleger, sich über die aktuell gebotenen Preise besser zu informieren und die Broker, die er für eine Preis-anfrage kontaktieren will, gezielter auszuwählen. Dies führte vor allem bei homogenen und sehr liquiden Märkten wie denjenigen für amerikanische Treasuries oder für europäische Staatsanleihen zu einer drastischen Verengung der Bid-Ask-Spreads.

Mit dem Aufkommen der Internet-Technologie ist eine grosse Anzahl von Handelssystemen entstanden, um den Obligationenhandel elektronisch abzuwickeln. Es ist zur Zeit jedoch nicht einfach, den Überblick über die vorhandenen Systeme zu behalten. Fast monatlich wird irgendwo auf der Welt ein neues Handelssystem angepriesen, das jedoch meistens rasch und still wieder verschwindet. Praktisch jede grössere Bank bietet ihren Kunden ein Handelssystem vom Typ „Händler – Kunde“ an, über das Geschäfte elektronisch abgewickelt werden können. Dazu zählt beispielsweise die „Autobahn“ der Deutschen Bank als bekanntestes System dieser Art, aber im weitesten Sinne auch alle Internetportale der Banken, die den Kunden verfügbar gemacht werden. Eine andere Stossrichtung sind die Brokersysteme, über welche die Händler unter sich Geschäfte abwickeln, die den Anlegern jedoch nicht zur Verfügung stehen. In diesem Bereich haben sich einige Systeme wie das „Euro MTS“ für europäische Staatsanleihen oder das „Brokertec“ in den USA bereits sehr gut etabliert. Zudem werden Multi-Dealer-Systeme entwickelt, über welche die institutionellen Anleger einen direkten Zugang zu mehreren Händlern erhalten. Da heute noch sehr unklar ist, welche Art von Handelssystem sich am Ende durchsetzen wird, beteiligen sich die grossen Investmentbanken an verschiedenen Systemen in allen drei Bereichen. Der entsprechende Aufwand an finanziellen und vor allem an personellen Ressourcen ist dabei ungemein hoch.

Abbildung 1: Verschiedene Typen von Handelssystemen



Nachfolgend stelle ich je ein Brokersystem und ein Multi-Dealer-System kurz dar. Diese versuchen aus unterschiedlichen Ausgangslagen und mit einem unterschiedlichen Ansatzpunkt, sich in diesem Markt zu behaupten.

Gleichzeitig stellt sich die Frage, wie diese Systeme den Handel mit Obligationen aus der Sicht des Anlegers und aus derjenigen des Händlers verändern und ob sie in der heutigen Form überhaupt einen Mehrwert schaffen.

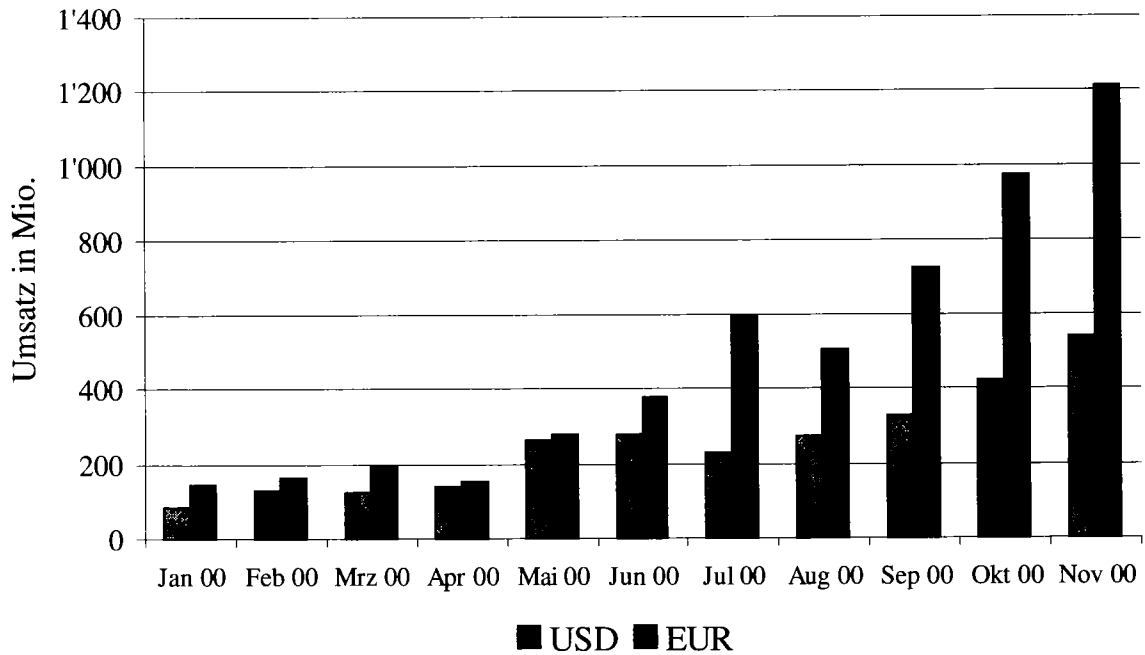
2. Beispiele von Handelssystemen

Die Schweizer Börse SWX betreibt seit einigen Monaten ein Handelssystem für Eurobonds in US Dollar und Euro. Das System basiert auf der für den Handel von Aktien verwendeten Plattform mit den integrierten Abwicklungsfunktionen. Zugelassen zum Handel sind nur die Mitglieder der SWX, womit es sich um ein reines Brokersystem handelt. Der Handel unterliegt der gleichen regulatorischen Überwachung wie der herkömmliche Aktienhandel der Börse. Nach anfänglichen Schwierigkeiten hat sich das umgesetzte Volumen im letzten Jahr deutlich erhöht, wie aus der Abbildung 2 zu ersehen ist. Das System ist auf den Retailbereich ausgerichtet und bewegt sich in einem für den elektronischen Handel schwierigen Marktsegment. Es ist nicht einfach, einen bereits an sich nicht sehr

liquiden Handel auf ein neues System zu übertragen. Der Vorteil bei SWX Eurobonds liegt darin, dass ein bewährtes Handelssystem und ein integrierter Abwicklungsprozess angeboten werden.

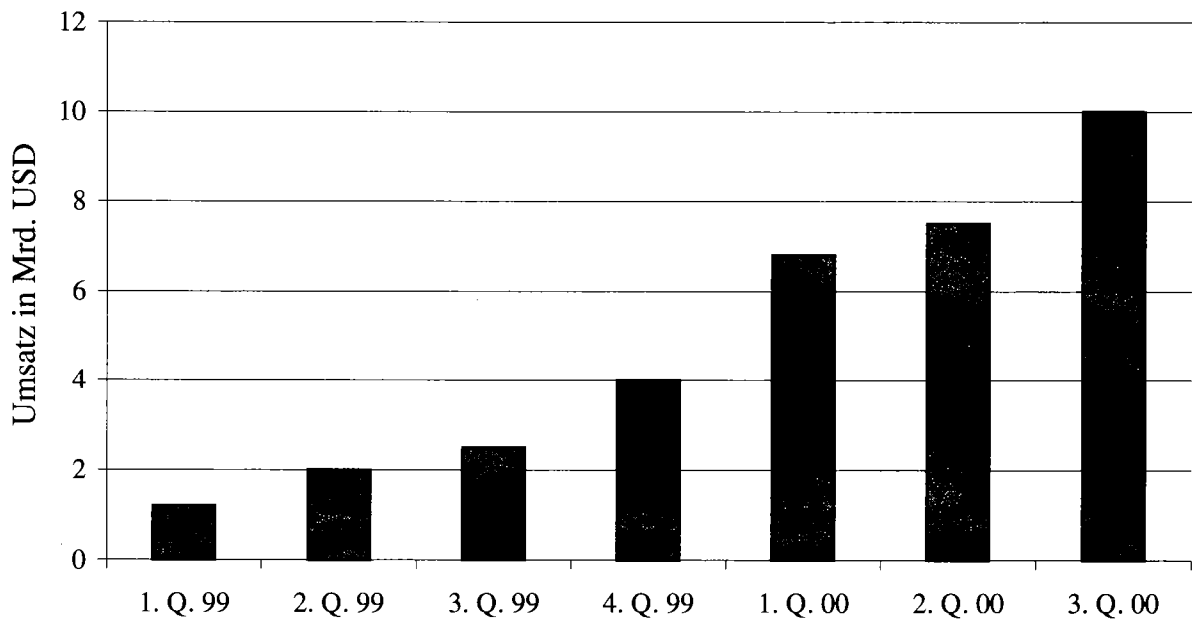
Dass ein Handelssystem für Obligationen durch eine regulierte Börse angeboten wird, ist eher die Ausnahme. Die meisten dieser Systeme unterstehen keiner direkten Börsenaufsicht. Dies gilt auch für TradeWeb, ein Handelssystem für amerikanische Treasuries und Anleihen der amerikanischen Agencies[2]. Währenddem SWX Eurobonds den Aktienhandel auf die Obligationen überträgt, bildet TradeWeb den traditionellen Telefonhandel elektronisch ab. Es ist ein Multi-Dealer-System, über das der institutionelle Portfoliomanager gleichzeitig von mehreren Brokern direkt die gebotenen Preise abfragen kann[3]. Anschliessend kann er einer der angefragten Gegenparteien den Zuschlag geben und das Geschäft über das System abschliessen. Der Vorteil des Systems liegt dabei darin, dass der Anleger ohne grossen personellen Aufwand den aktuellen Preis von bis zu fünf Brokern ermitteln kann. Zudem beinhaltet TradeWeb einige Analysetools, die den Anlageentscheid des Portfoliomanagers unterstützen. Gemäss TradeWeb belief sich der tägliche Umsatz im Oktober 2000 auf durchschnittlich 10 Milliarden US Dollar. Damit wird bereits rund 10% des Kundenhandels in amerikanischen Treasuries über das System abgewickelt.

Abbildung 2: Monatliche Umsätze über SWX Eurobonds



Quelle: SWX Eurobonds

Abbildung 3: Tägliche Umsätze über TradeWeb



Quelle: TradeWeb, eigene Berechnungen

3. Verändert E-Trading den Obligationenhandel?

Die Wachstumszahlen der umgesetzten Volumen über TradeWeb und ähnlichen Systemen sind eindrücklich. Damit sich diese Art von Handel jedoch durchsetzen kann, muss damit auch ein Mehrwert erzielt werden können, einerseits für die Anleger, andererseits auch für die Investmentbanken. Ob dies geschieht, geht in der Technologie-Euphorie oft unter.

Die Anleger sind an einem effizienten und vor allem transparenten Handel interessiert. Die Transparenz ist bei einem reinen Telefonhandel häufig nicht gegeben oder nur mit grossem Aufwand zu erreichen. Multi-Dealer-Systeme tragen wesentlich zur Markttransparenz bei, sofern über sie ein bedeutender Teil des Handels läuft und die wichtigen Marktteilnehmer daran beteiligt sind. Die Preisgebote der verschiedenen Händler können gleichzeitig mit sehr geringem Aufwand beschafft und beurteilt werden. Der Handel als Teil des Anlageprozesses wird dadurch wesentlich vereinfacht und weniger aufwendig. Zudem kann aus der Sicht des Compliance kontrolliert werden, ob die Geschäfte vom Portfoliomanager zum besten gebotenen Preis abgewickelt wurden. Dies ist bei einem reinen Telefonhandel nur schwer möglich.

Die verbesserte Transparenz erhöht die Wettbewerbsintensität und reduziert dadurch den Bid-Ask-Spread noch mehr. Ein kleinerer Bid-Ask-Spread verleitet die Portfoliomanager jedoch dazu, mehr Geschäfte zu tätigen, da das einzelne Geschäft ja weniger kostet und somit schneller rentabel erscheint. Ob die Gesamtkosten des Handels durch die Handelssysteme kleiner werden, ist somit fraglich.

Eine Problem beim Fehlen einer allgemein anerkannten Börse für ein Wertpapier ist die Definition des korrekten Preises für die Bewertung der Portefeuilles. Die Portfoliomanager von Obligationenportfolios kennen den Ärger am Quartals- oder Jahresende, wenn die Betreiber der Benchmarkindizes die im Index enthaltenen Obligationen

mit einem anderen Preis bewerten als dies der Custodian des Kunden oder die eigene Bank bei der Bewertung der Portfolios tut. Die Aufregung ist besonders gross, wenn der Preis im Index höher ist als der Bewertungspreis im Portfolio[4]. Durch eine Börse oder zumindest ein System, das allgemein als die wichtigste Handelsplattform für ein Marktsegment anerkannt wird, kann dieses Problem weitgehend gelöst werden, wie dies üblicherweise im Aktienbereich bereits der Fall ist.

Aus der Sicht der Anleger sind somit solche Handelssysteme sicher vorteilhaft. Sind sie es aber auch für die Banken? Auf den ersten Blick scheint dies nicht der Fall zu sein, da der verschärfte Wettbewerb die Margen verkleinert. Aber warum investieren die Banken dann soviel in die neue Technologie?

Ob die Erträge durch die tieferen Margen wirklich kleiner werden, ist wie zuvor erwähnt, nicht sicher. Es ist wahrscheinlich, dass zumindest ein Teil durch höhere Umsätze wieder wettgemacht werden kann. Die Banken können zudem den ganzen Handelsprozess effizienter gestalten. Dies fängt bei den Kundenbetreuern an. Der zahlenmässige Bedarf an Kundenbetreuern wird abnehmen, da die reinen Preisanfragen über das Telefon wegfallen. Auf der anderen Seite steigen die Qualitätsanforderungen an die Betreuer, da die Beratung der Kunden wichtiger wird. Per Saldo werden die Kosten für die Kundenbetreuung wahrscheinlich nicht sinken. Demgegenüber dürften bei den eigentlichen Händlern deutliche Einsparungen möglich sein, da ein grosser Teil des Handelsvolumens systemmässig abgewickelt werden kann. Die Zahl der benötigten Händler wird dadurch deutlich abnehmen.

Die grössten Einsparungen sollten jedoch im Abwicklungsprozess möglich sein. Dies ist auch die Hauptmotivation für die grossen Investitionen. Der heutige Telefonhandel ist sehr anfällig für kleinere und grössere Fehler im Verlaufe des Handelsablaufs, deren Behebung sehr teuer und personalintensiv ist. Ein System, das von der Preisanfrage über den Geschäftsabschluss bis zum Settlement des Geschäfts voll integriert ist und

gleichzeitig die automatische Übertragung der Geschäftsdaten in die Risiko- und Buchhaltungssysteme der Bank vornimmt, wird die Zahl dieser Fehler deutlich verringern. Dabei sind es insbesondere das Vermeiden der häufigen „kleinen Fehler“, die die Kosteneffizienz des Prozesses verbessern können.

Dies führt uns wieder zurück zu den bestehenden Börsen wie die SWX, die in diesem Bereich über Vorteile verfügen, da sie technologisch weiter sind und mehr Erfahrung aufweisen als die Anbieter der neuen Internet-Plattformen. Sie besitzen damit einen Wettbewerbsvorteil, den sie eigentlich nutzen müssten.

4. Wie geht es weiter?

Der Anteil an elektronischem Handel im Obligationenmarkt wird zunehmen und den Telefonhandel zum grossen Teil verdrängen, auch wenn der Widerstandswille bei den Händlern zum Teil noch sehr gross ist. Dabei wird die heute unübersichtliche Situation betreffend der Art des Systems und der Zahl der Anbieter relativ rasch klarer werden. Aus meiner Sicht werden sich ein paar wenige Multi-Dealer-Systeme durchsetzen. Es ist möglich, dass verschiedene Marktsegmente durch verschiedene Systeme abgedeckt werden. Ob die institutionellen Anleger direkt angeschlossen sein werden oder ob es sich um reine Brokersysteme handeln wird, hängt von der rechtlichen Ausgestaltung, bzw. den Anforderungen für eine Teilnahme an den Systemen ab. Ich gehe jedoch davon aus, dass die grossen Anleger direkt teilnehmen wollen, da sie sonst die Vorteile des direkten Ansprechens von verschiedenen Brokern nicht voll ausnützen können. Die Einzelsysteme zwischen der Bank und den Kunden werden im institutionellen Geschäft nur eine marginale Rolle spielen.

Der Markt wird sich weiter segmentieren. Auf der einen Seite werden homogene Wertpapiere wie die Staatsanleihen, Pfandbriefe oder sehr grosse Eurobond-Emissionen sehr liquide gehandelt wer-

den. Die Emittenten werden sich bemühen, möglichst grosse, einheitliche Anleihen herauszugeben, um in den Kreis dieser Papiere aufgenommen zu werden. Sie können dann von tieferen Finanzierungskosten profitieren, da die Prämie für mangelnde Liquidität wegfällt. Die gehandelten Volumen in den liquiden Anleihen werden ansteigen, da die Kosten des einzelnen Geschäftes aufgrund engerer Bid-Ask-Spreads kleiner sind und ein Geschäft somit eher getätigt wird. Andererseits werden die kleineren Emittenten und die weniger liquiden Anleihen vom Haupthandel, wahrscheinlich sogar vom elektronischen Handel als Ganzes, ausgeschlossen. Einzelne Banken werden versuchen, einen Markt in diesen Anleihen aufzubauen und vielleicht sogar recht gut damit verdienen.

Letztlich stellt sich die Frage, wie die Regulatoren auf diese Entwicklung reagieren werden. Ein Multi-Dealer-System stellt nichts anderes als eine Börse dar. Die Aufsichtsbehörden werden dazu Stellung nehmen müssen, ob und wie sie den Handel über ein solches System überwachen und eventuell regulieren wollen. Insbesondere die bestehenden, regulierten Börsen sollten ein Interesse daran haben, dass die neuen Systeme den gleichen Regeln unterworfen werden wie sie selbst. Doch dies ist einfacher gesagt als getan.

Fussnoten

- [1] Einzelne Segmente wie beispielsweise die Franken-Obligationen sind ebenfalls an einer Börse kotiert.
- [2] Es ist geplant, dass im Verlaufe von 2001 auch Staatsanleihen europäischer Staaten über TradeWeb gehandelt werden können.
- [3] Per Ende 2000 sind 14 Handelshäuser an TradeWeb beteiligt und handeln über das System.
- [4] Die Auswirkungen der unterschiedliche Bewertung der Papiere durch die verschiedenen Marktteilnehmer werden umso gravierender, je mehr finanzielle Zahlungen an den Erfolg gebunden werden, beispielsweise Performance-Fees oder Bonuszahlungen.

Literatur

SWX Eurobonds (2000): „SWX Eurobonds Monthly Report, November 2000“, Nr. 11.

TradeWeb LLC. (2000): „E-Bond Review“, October 2000, Issue Number 11. (www.tradeweb.com)