

## Die Liquidität an den Märkten

Der Markt für Unternehmensanleihen droht auszutrocknen. Für Großanleger wird es schwieriger, Papiere zu handeln.

- ▶ Investoren und Aufseher fürchten Verwerfungen.
- ▶ Spannen zwischen An- und Verkaufskursen hoch.

Andrea Cünnen  
Frankfurt

Die Europäische Zentralbank sorgt sich, die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist beunruhigt, viele Banken und große Fondshäuser wie Allianz Global Investors oder Blackrock fürchten ebenfalls, dass der Anleihemarkt langsam, aber sicher austrocknet. Fondsmanager und Banker sind sich einig, dass es deutlich schwieriger geworden ist, Anleihen im Volumen von mehr als 20 Millionen Euro zu handeln. Zudem sind die Spannen zwischen An- und Verkaufskursen heute höher als vor der Finanzkrise.

Als Hauptgrund für das schwierigere Geschäft gilt, dass sich die Banken als sogenannte Market Maker im Handel zurückhalten. Das liegt daran, dass die Geldhäuser ihre Bilanzen schrumpfen und Wertpapiere mit mehr Eigenkapital unterlegen müssen. Damit wollen die Aufseher die Banken sicherer machen. Doch das sorgt auch für unerwünschte Nebenwirkungen. Dank der strengeren Anforderungen der Regulierer können die Banken nicht mehr wie früher als Mittelsmänner im Anleihegeschäft auftreten. Die Liquidität sinkt, und das kann gerade in hektischen Marktphasen zu gefährlichen Kursverwerfungen führen.

Das Liquiditätsproblem bei Bonds betrifft laut BIZ vor allem Unternehmensanleihen - ein Markt, der im Euro-Raum knapp 900 Milliarden Euro schwer ist. Dabei sinkt der Handelsumsatz im Vergleich zum ausstehenden Volumen (siehe Grafik). Doch auch der Flash-Crash am Markt für US-Staatsbonds im Oktober,

als die Rendite der zehnjährigen Anleihe plötzlich abstürzte, sowie die seit Mitte April rasant gestiegenen Renditen der Bundesanleihen machen Investoren nervös.

„Destabilisierende Ereignisse“ wie Leitzinserhöhungen oder eine Zuspitzung der Lage in Griechenland könnten „eine Verkaufswelle auslösen, die sich selbst verstärkt“, warnt der bekannte Anleiheinvestor Bill Gross von Janus Capital. Einen solchen Herdentrieb fürchtet auch die BIZ.

Dabei ist die Lage schon jetzt schlimmer, als es auf den ersten Blick scheint. „Die Liquidität, die auf den Bildschirmen im Handel angezeigt wird, sieht zunächst gar nicht so schlecht aus, aber wenn



Die Liquidität, die auf den Bildschirmen im Handel angezeigt wird, sieht zunächst gar nicht so schlecht aus. Aber wenn Investoren handeln wollen, ist die Lage oft anders.

Händler bei einer Großbank

Investoren dann wirklich etwas kaufen oder verkaufen wollen, ist die Lage oft anders“, räumt ein Händler einer großen Bank ein.

Christian Schmitt, Fondsmanager beim unabhängigen Vermögensverwalter GS&P, kann davon ein Lied singen. „Seit Herbst haben wir jede zehnte Unternehmensanleihe, die wir gerne gekauft hätten, nicht bekommen“, klagt Schmitt. „Und bei weiteren zehn Prozent der Bonds, die wir kaufen - oder in selten Fällen verkaufen - wollten, hätten wir deut-

lich schlechtere Kurse bekommen als angenommen.“

Wenn Schmitt sich für eine Unternehmensanleihe interessiert, informiert er sich über Kurse und Anbieter beim Informationsdienst Bloomberg, der auch elektronischen Bondhandel über seine Terminals anbietet. In das System stellen Bankhändler und Börsen ein, wie viel sie von einer bestimmten Anleihe kaufen und verkaufen wollen.

Solche elektronischen Handelsplattformen gibt es viele. Nach einer Studie der Berater von McKinsey geht es dabei aber zu 90 Prozent lediglich um den Austausch von Informationen. Der tatsächliche Handel läuft meist noch ganz altmodisch per Telefon. Anders als bei Aktien findet der Handel bei Bonds kaum an regulierten Börsen statt.

Fondsmanager Schmitt selbst handelt nicht, sondern beauftragt damit seine Depotbank. Dort bekommt er aber oft von seinem zuständigen Händler zu hören, dass er diese Anleihen entweder gar nicht oder nur zu anderen Kursen als angegeben bekommen könne.

„Fünf Minuten später steht das angeblich nicht zu bekommende Angebot aber mit aktualisierter Uhrzeit wieder auf Bloomberg“, ärgert sich Schmitt, der in der Regel Anleihen im Umfang von einer halben Million Euro kaufen will -

was als Mindestgröße im professionellen Bondhandel gilt. Beides - fehlendes Angebot und schlechte Preise - mache den Handel angesichts der ohnehin schon niedrigen Renditen sehr unattraktiv und lasse ihn deswegen viele Geschäfte abbrechen, sagt Schmitt.

Auch Manager großer Fonds machen die Erfahrung, dass die angebotenen Kurse auf Plattformen wie Bloomberg oder Tradeweb oft nicht das halten, was sie versprechen. „Viele Händler nutzen diese Plattformen schlicht als Informationsquelle und stellen dort lediglich Kurse ein, um selbst ein Gespür dafür zu bekommen, was geht und was nicht“, sagt ein Portfoliomanager bei einem großen Haus. „Mitunter nutzen Broker die Plattformen auch nur als Schaufenster, um zu zeigen, dass Sie im Handel mitmischen“, ergänzt ein Händler. Matt King, ein leitender Analyst bei der US-Bank Citi, spricht beim elektronischen Bondhandel gar von einer „Phantom-Liquidität“.

Damit kommt es bei Bonds darauf an, die richtigen Händler zu kennen und gute Kontakte zu haben. „Es geht eigentlich immer was, aber man muss gut informiert sein, wissen, wen man anruft und von welchen Banken die Angebote auf Handelsplattformen ernst zu nehmen sind“, sagt Wilhelm, der Anleihe mandate im Umfang von 600 Millionen Euro verwaltet und selbst 17 Jahre als Händler gearbeitet hat.

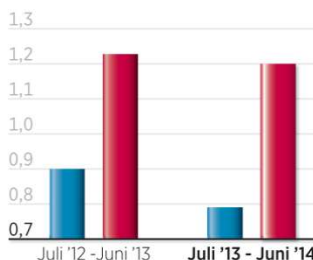
Wilhelm kauft oder verkauft auf einen Schlag meist Bonds im Umfang von einer bis fünf Millionen Euro. Dabei gebe es auch Market Maker, bei denen man unter fünf Millionen Euro gar nicht anzukommen brauche, auch das müsse man im Vorhinein wissen.

Prinzipiell hätten es größere Häuser leichter als ganz kleine Verwalter ohne Kontakte. Überspitzt bringt Wilhelm das so auf den Punkt: „Mit einer Allianz zum Beispiel will jeder Händler Geschäfte machen, bei Kundenanfragen aus der Region ist der Händler auch mal wegen mehrerer Meetings nicht erreichbar.“

### Euro-Firmenbonds

Handelsvolumen im Vergleich zum ausstehenden Volumen

■ Investment-Grade Rating  
■ Non-Investment-Grade Rating



Quellen: BofAML, Trax,

Handelsblatt, Bloomberg, LBBW Research