

L. Ederington • W. Guan • P. K. Yadav

**dealer spreads in the corporate bond market: agent vs.
market-making roles**

CFR working paper 15-11

Finanzintermediäre treten am Markt für US-amerikanische Staatsanleihen als Broker-Dealer mit zwei Funktionen auf: In ihrer Broker-Funktion nehmen sie als Agenten Aufträge von Marktteilnehmern ohne Börsenzugang entgegen; als Dealer erfüllen sie hingegen eine Market Making Funktion. Bei jeder Transaktion kann der Intermediär dabei nur als Agent, nur als Market Maker oder in beiden Rollen auftreten. Betrifft die Transaktion den Intermediär in beiden Funktionen, so fallen unterschiedliche Kosten an. Bisherige Studien haben die unterschiedlichen Spreads bislang nicht differenziert betrachtet.

In diesem Papier untersuchen die Autoren getrennt die Dealer-Spreads, die durch die unterschiedlichen Rollen des Finanzintermediäres für den Kunden entstehen. Neben deren Determinanten analysieren sie zusätzlich einen möglichen Informationsvorteil für einen Market Maker, wenn er direkt mit dem Kunden anstatt über einen Broker handelt. Er kann bei einer direkten Interaktion besser abschätzen, wie (un)informiert der Händler ist.

Die Autoren nutzen hierfür einen wesentlichen Anteil der Transaktionen in amerikanischen Unternehmensanleihen, in denen ein Intermediär nur als Agent, also als Broker, handelt. Da dieser keine Preis- oder Inventarkosten tragen muss, fallen dem Kunden für ihn alleine Such- und Abwicklungskosten der Order an. Für den Dealer, der dabei als Market Maker agiert, entstehen zwar keine Suchkosten, dafür aber Inventar- und Informationskosten. Sie vergleichen die Spreads, die bei derartigen Orders entstehen, mit denen von Transaktionen, in denen der Dealer sowohl als Agent als auch als Market Maker auftritt und direkt mit dem Kunden die Order abwickelt.

Die Ergebnisse der Studie sind vielfältig: Erstens sind Agenten-Dealer-Spreads von vergleichbarer Höhe wie Market Maker-Dealer Spreads, d.h. die Kosten, die mit der Broker-Funktion einhergehen, entsprechen in etwa dem Umfang der Kosten aus der Market Maker-Rolle. Zweitens steigen die Market-Maker Spreads sowie die Spreads, wenn der Intermediär beide Funktionen wahrnimmt, mit der Marktunsicherheit, da sie Inventar- und Informationsrisiken beinhalten. Broker-Spreads sind hingegen nicht mit der Marktunsicherheit korreliert. Drittens können Market Maker den Händler tatsächlich besser einschätzen, wenn sie zusätzlich die Broker-Funktion übernehmen. Zuletzt weisen die Autoren auf Zusammenhänge zwischen den unterschiedlichen Spreads und der Ordergröße, der Anleiheliquidität, dem Anleiherating sowie der Fälligkeit hin. Schlussendlich stellen die Autoren dar, dass bisherige Untersuchungen die Kosten für die Händler tatsächlich unterschätzen, da sie vernachlässigen, dass einige Transaktionen aus zwei Teilen und Spreads bestehen.