

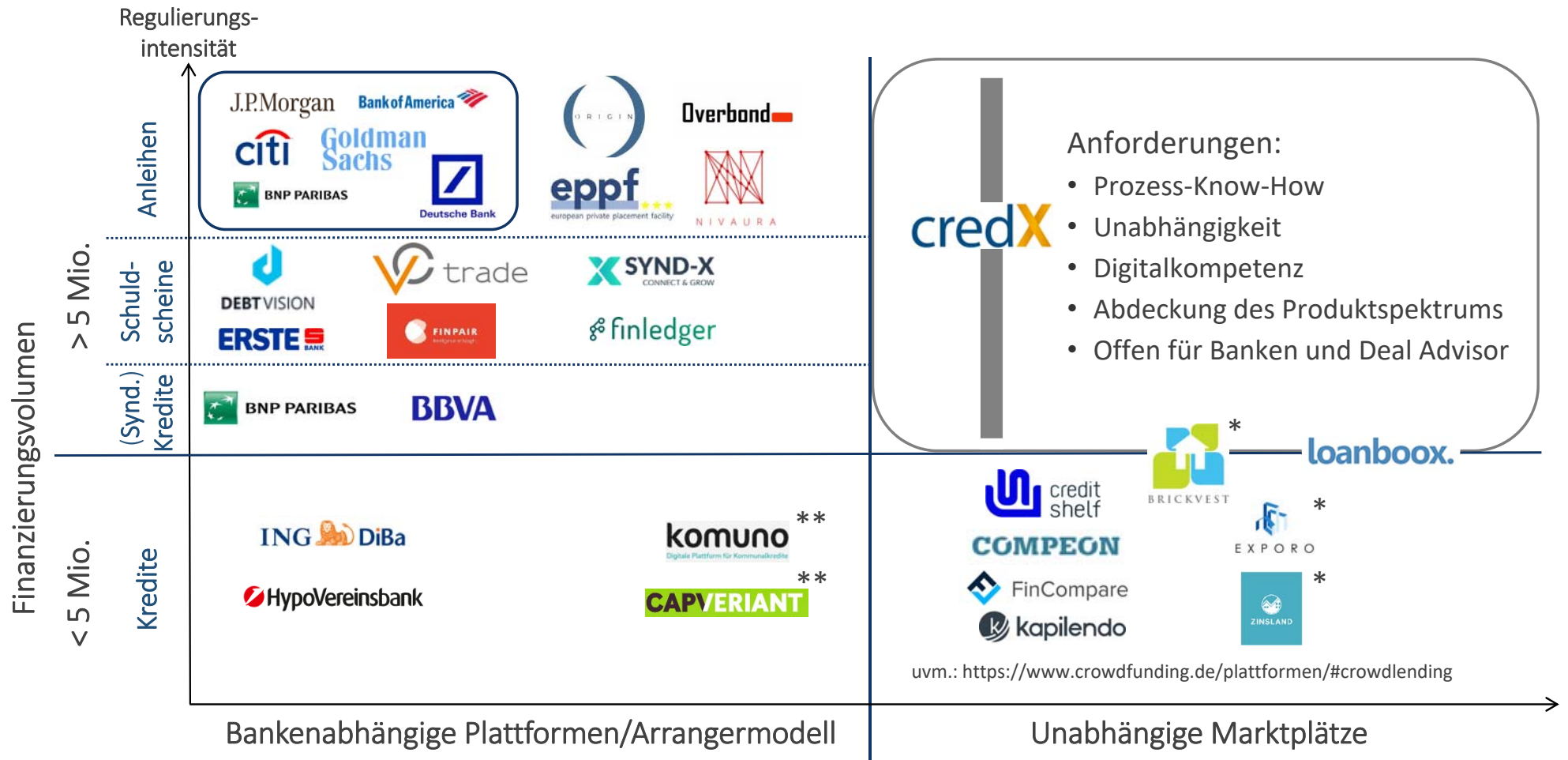
Ein digitaler B2B-Marktplatz für die Vergabe von Fremdkapital

Schmalenbach Arbeitskreis
Strategieentwicklung und Controlling in Banken

Bonn, 30. August 2019

Prof. Dr. Lutz Johanning
WHU – Otto Beisheim School of Management
Burgplatz 2, 56179 Vallendar
Tel.: +49 261 6509-720
Fax: +49 261 6509-729
lutz.johanning@whu.edu
www.whu.edu

Der Markt für die Vergabe von Fremdkapital im Überblick



* Nur Immobilien (FK und EK)

** Nur Kommunalgeschäft

Agenda

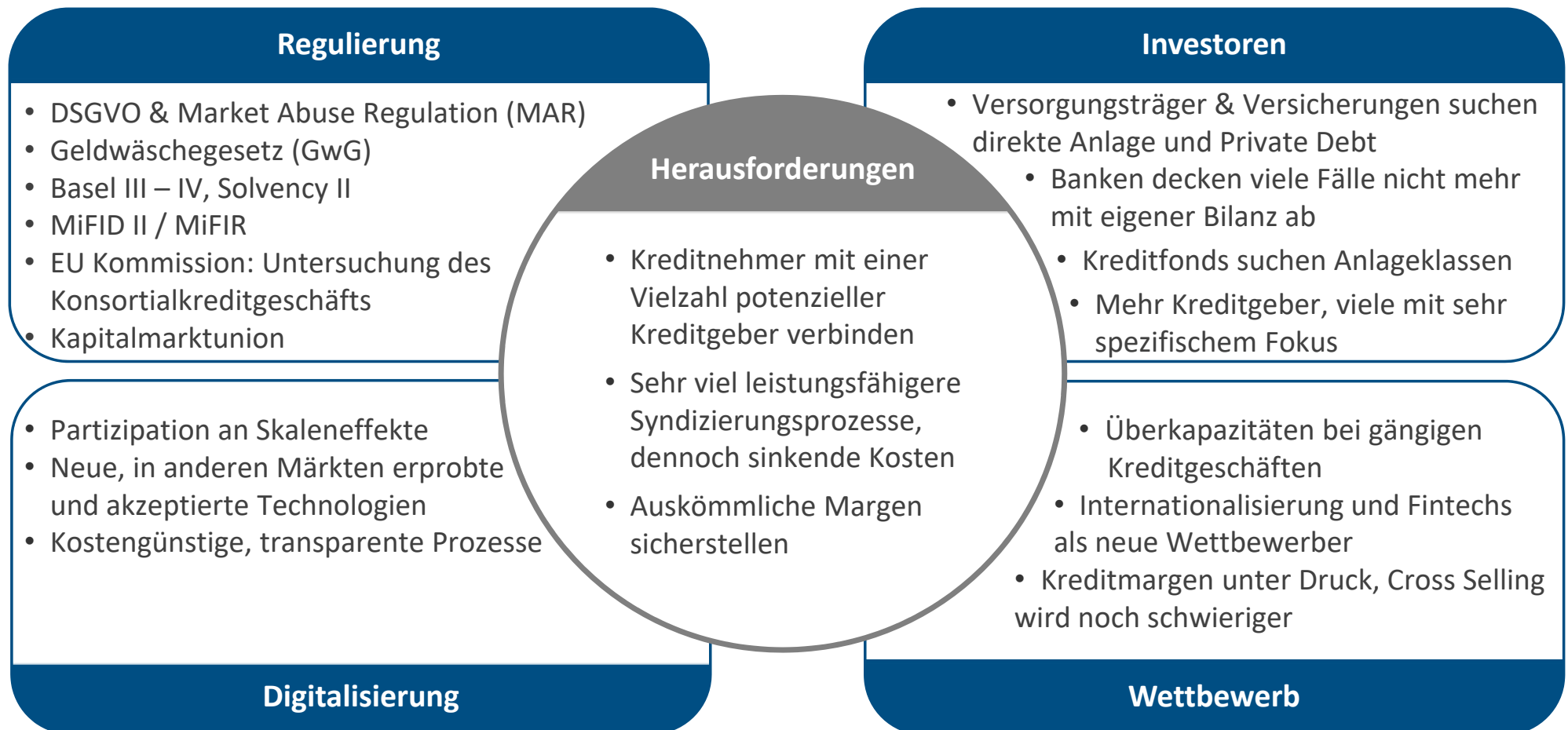
1. Ökonomisches und regulatorisches Umfeld

2. Literatur zur Emission von Fremdkapital

3. credX: unabhängiger und neutraler Marktplatz für Fremdkapital

4. Implikationen für die Marktorganisation und die Bankenstrategie

Der Markt für Fremdkapital ändert sich schnell und umfassend



Regulatorisches Umfeld

	Zielsetzung	Regulatorische Anforderungen
Wertpapiergeschäft (MiFID/MiFIR)	<ul style="list-style-type: none"> • Erhöhung des Investorenschutzes • Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts • Einführung 2018 mit hohen Anforderungen an Banken 	<ul style="list-style-type: none"> • Nur vom Emittenten autorisierter Informationsaustausch bei „Market Sounding“ • Informationen an Emittenten vor Mandatsübernahme über <ul style="list-style-type: none"> – Finanzierungsalternativen (dazu zählen auch Kredite, wenn von Bank angeboten) – über Investorentypen (Zielmarkt) • Revisions sichere Aufzeichnungen zu: <ul style="list-style-type: none"> – Vorschlägen zu Allokationen sowie angefragten Allokationen nach Investorentyp – Weiteren Vorgaben des Emittenten und anderer Mitglieder des Konsortiums – Begründungen der finalen Zuteilungen insbes. für die Top 20 %-Investoren
Konsortial- kreditgeschäft	<ul style="list-style-type: none"> • Untersuchung des Konsortialkreditgeschäfts und mögliche negative Implikationen für den Wettbewerb im Kreditmarkt • Veröffentlichung April 2019 mit wichtigen Implikationen für herkömmliche Konsortialkreditprozesse 	<ul style="list-style-type: none"> • "Duty of care to clients" <ul style="list-style-type: none"> – Management von Interessenskonflikten, wenn Bank auch „Debt Advisor“ – Pflicht zum Vorschlag von Finanzierungsalternativen; kompetitiver Bieterprozess • Vermeidung eines unerwünschten Informationsaustauschs in der Bank • Sicherstellung des Preiswettbewerbs durch Einschränkung von „Cross Sales“ • Koordinationsprobleme der Marktteilnehmer bei KYC und Settlement

Agenda

1. Ökonomisches und regulatorisches Umfeld

2. Literatur zur Emission von Fremdkapital

3. credX: unabhängiger und neutraler Marktplatz für Fremdkapital

4. Implikationen für die Marktorganisation und die Bankenstrategie

Corporate Bonds – Underpricing

Artikel	Untersuchter Markt	Def. Underpricing	UP/bps
Wasserfallen und Wydler (1988)	Schweiz, 1980-1982	1d return in excess of other outstanding (own) bond	46
Welch (2000)	USA, 1994-1995	3w (market index) cumulative excess return	44
Goh und Yang (2017)	USA, 2005-2012	2d (market index) excess return, only Investmend Grade	58
Nagler und Ottonello (2017)	USA, 2003-2013	10d (market index) excess return	41

Determinanten:

1. Informationsasymmetrie über Qualität des Emittenten

- Bond IPO höheres UP als Seasoned Bond Offering (*Hale und Santos, 2006; Cai et al., 2007*)
- Aktien des emittierenden Unternehmens an Börsen handelbar führt zu niedrigerem UP (*Datta et al., 1997; Cai et al., 2007*)
- Höhere Reputation des Underwriters führt zu niedrigerem UP (*Datta et al., 1997*)

2. Unternehmens-Rating

- Investment-grade Rating als Zeichen für Qualität führt zu niedrigerem UP (*Hale und Santos, 2006*)
- Bei Junk-Rating: Viele Investoren von Marktaudienz ausgeschlossen; deswegen höheres UP (*Cai et al., 2007*)

3. Liquidität

- Große Emissionsvolumen (Amount Issued) sind schwieriger zu platzieren; deswegen höheres UP (*Goh und Yang, 2017*)

4. Transaktionskosten

- Underpricing als indirekte Transaktionskosten (*Fung und Rudd, 1986; Wasserfallen und Wydler, 1988*)

5. Marktmacht von Underwritern

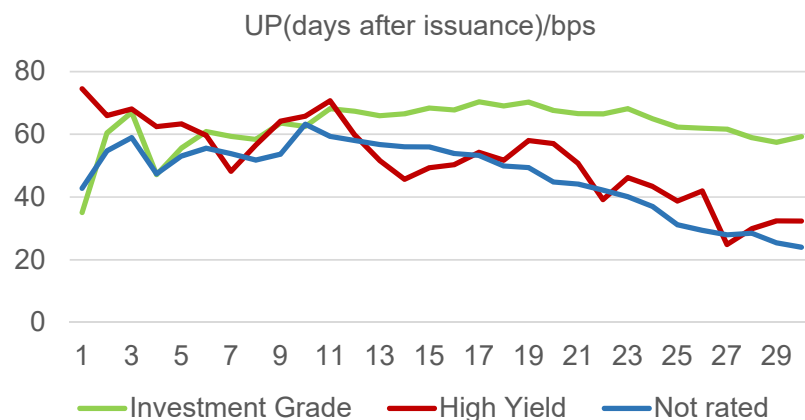
- Underwriter underpreisen bewusst, um wichtigen Investoren zu bevorzugen (*Nagler & Ottonello, 2017*)
- Eine langfristige Beziehung zwischen Emittent und Underwriter kann Underpricing reduzieren (*Daetz et al., 2017*)

Corporate Bonds – Underpricing

7.229 Unternehmensanleihen – USA – 1.1.2002-31.12.2017, Non-financial – straight – no private placement

- Issuance information (Time to maturity, Issue price, Amount issued,...)
- Issuer information (Issuer age, Issuer total assets, Issuer profitability (ROIC), ...)
- Central bank interest rate at time of issuance
- Proxies describing underwriter market power

$Underpricing_t = \frac{Anleihepreis_t}{Emissionspreis} - 1 - Benchmarkrendite_t$ mit $t = 10d$ in der Untersuchung



Vorläufige Ergebnisse

Underpricing vorhanden (63 bps), hoch signifikant

Die „üblichen“ Faktoren scheinen die Höhe des

Underpricing zu beeinflussen:

- Time to maturity (+)
- Amount issued (+)
- Coupon (+)
- Bei High Yield: Anzahl der Underwriter (+)
- Alter des emittierenden Unternehmens (-)
- Market Value des emittierenden Unternehmens (-)
- Total Assets (-)

Dor and Xu (2015): Barclays Research Paper

Concessions in Corporate Bond Issuance - Magnitude, Determinants, and Post-Issuance Dynamics

- „To entice investors' demand, the bonds are typically offered at a spread that is wider than that of similar bonds from the same issuer. The „concession“ or the difference in spreads between the newly issued bond and otherwise similar outstanding bonds is a key factor in determining the level of investors' participation in any individual offering [...].“ (p. 2)
- „[...] Concessions offer investors a source of „alpha“ that is not reflected in the pricing of the index constituents. We find that concessions represent an important source of outperformance and constitute about half the alpha a „typical“ credit investor can hope to generate by employing various active strategies.“ (p. 2)

Agenda

1. Ökonomisches und regulatorisches Umfeld

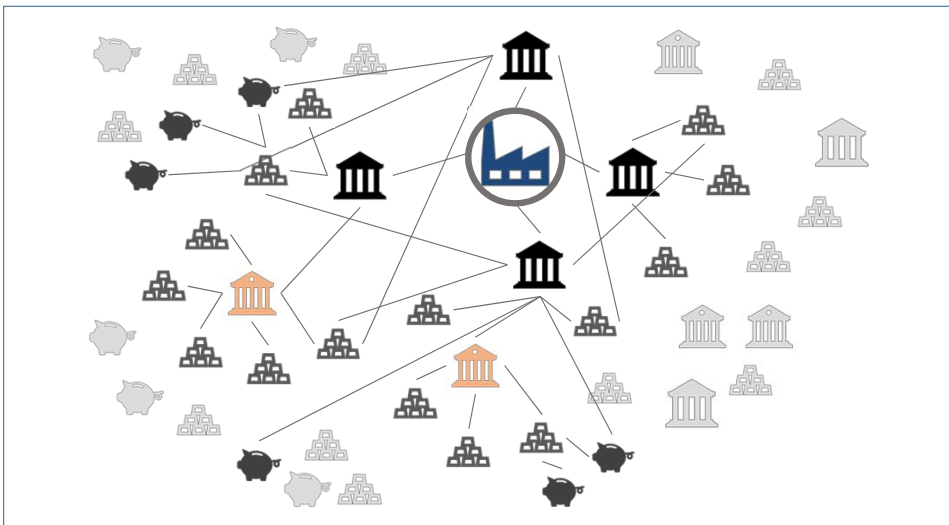
2. Literatur zur Emission von Fremdkapital








3. credX: unabhängiger und neutraler Marktplatz für Fremdkapital

4. Implikationen für die Marktorganisation und die Bankenstrategie

Großvolumige Emissionen und Kredite werden noch immer in vielstufigen und intransparenten Prozessen vergeben

Typischer Ablauf heute

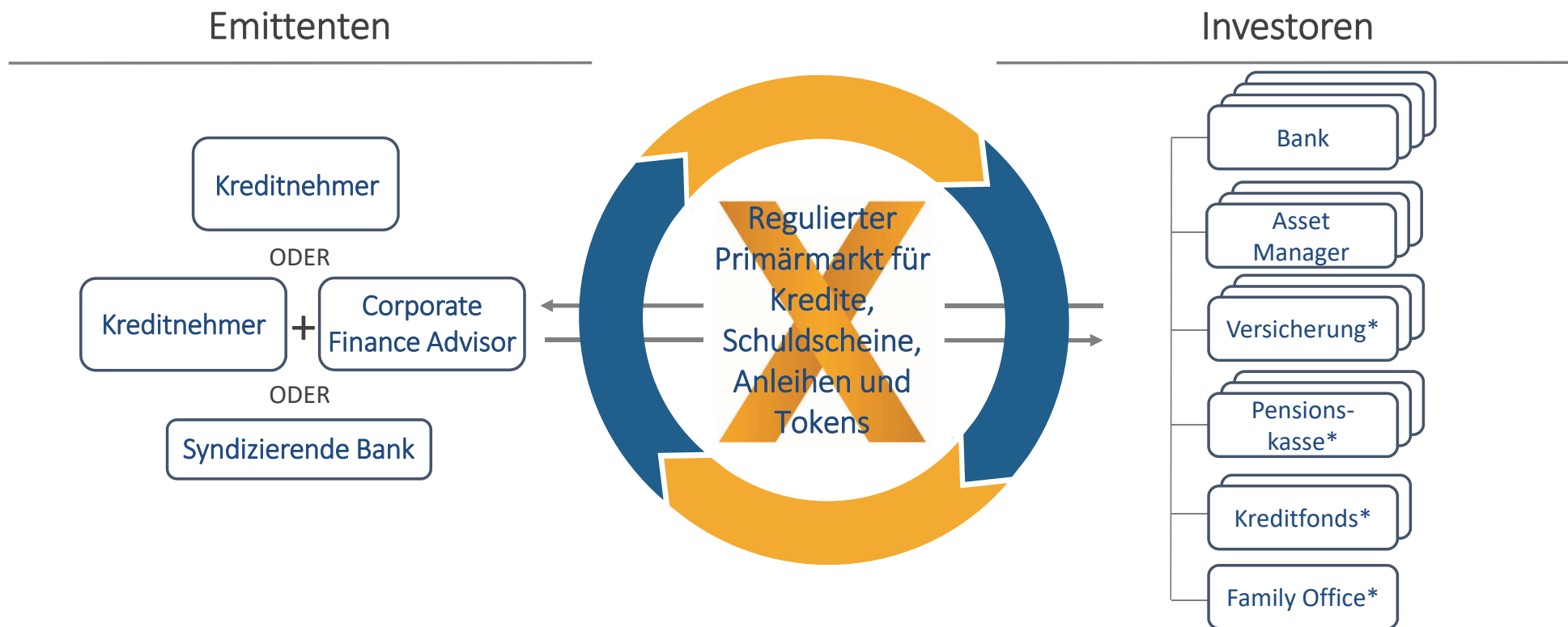


- Ein Kreditnehmer/Emittent  fragt einige Banken  an
- Banken sind im regelmäßigen Austausch mit Asset Managern 
- und großen institutionellen Kapitalgebern 
- oft auch über Investment Advisors 
- Asset Manager verwalten zudem die Anlagen der Kapitalgeber
- Viele Marktteilnehmer werden gar nicht angesprochen   ...

Die Folge: Ineffizienz

- Der Markt ist intransparent, da Intermediäre die gesamte Kommunikation steuern
- Angebot und Nachfrage finden nicht immer zusammen
- Informationen werden immer wieder neu aufbereitet und ausgetauscht
- Die Integrität des Marktes ist schwer zu kontrollieren
- Es entstehen enorme direkte und indirekte Kosten

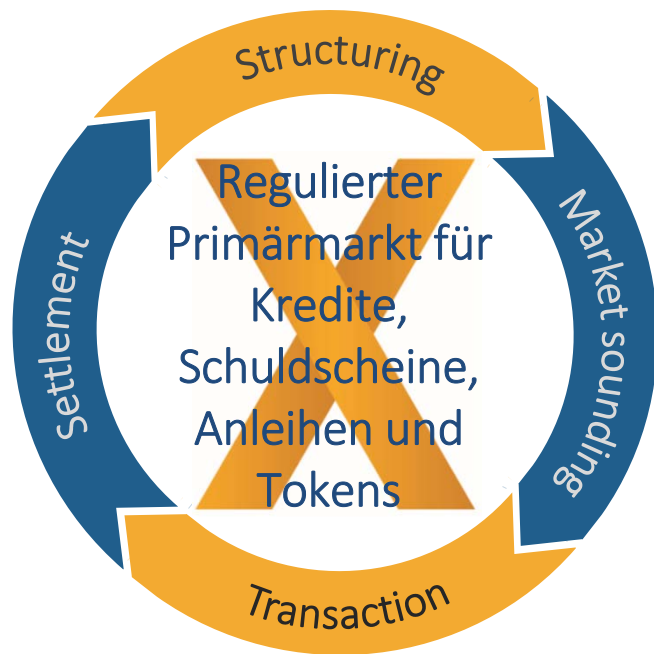
Ein unabhängiger Marktplatz wie credX macht den Markt effizient, transparent und sicher



* ggf. mit Bank / Investment Advisors

Kommunikation zwischen den Parteien in verschiedenen revisionssicheren Formaten auf der Plattform:
Digitale Eingaben, Import von Dokumenten und Nachrichten, Nachrichtenfunktion, Abschluss von Rechtsgeschäften

Funktionen der credX-Plattform im Überblick



Wichtige Merkmale

- Entwicklung der Kernfunktionalitäten anhand der spezifischen Anwendungsfälle entlang der Anforderungen von erfahrenen Emittenten / Kreditnehmern und institutionellen Investoren
- Unterstützung aller instrumentenspezifischen Formate: Kredite, Schuldscheine, Anleihen und Tokens
- Kernfunktionalitäten: Strukturierung, Ausschreibung, Market Sounding, Zeichnung, Bookbuilding und Auktion
- GwG- und WpHG-konforme Authentifizierung und Autorisierung (Vollmachten, KYC, Kundeneinstufung...)
- Revisions sichere Aufzeichnung aller Geschäftsvorfälle
- KWG § 32-Erlaubnis (Finanzanlagevermittler), WpHG- und Jahresabschlussprüfung als große Kapitalgesellschaft durch Top Ten WP Gesellschaft

Agenda

1. Ökonomisches und regulatorisches Umfeld

2. Literatur zur Emission von Fremdkapital

3. credX: unabhängiger und neutraler Marktplatz für Fremdkapital

4. Implikationen für die Marktorganisation und die Bankenstrategie

Überlegungen zur Marktorganisation

- Kreditgeber (Banken, zunehmend Versorgungsträger und Family Offices, bei Anleihen Fonds): haben weder die Reichweite noch die Glaubwürdigkeit, den Wettbewerb fair zu orchestrieren
 - Banken als Arrangeure prägen den Teilmarkt der syndizierten Kredite, Schuldscheine und Anleihen: verteidigen ihre Stellung, indem sie den Zugang zu den eigentlichen Geldgebern kontrollieren
 - Kreditnehmer betreiben für sich lokal optimale Ausschreibungsprozesse: sie können aber nicht die Reichweiten- und Kostenvorteile eines Marktplatzes erreichen
-
- Ein zentraler, unabhängiger Marktplatz wie credX:
 - fungiert als verlängerte Werkbank für Kreditnehmer und Investoren
 - kann einen einfachen und günstigen Zugang zu den Geldgebern organisieren
 - kann Leistungen wie anonyme Anfragen und Rückmeldungen ermöglichen
 - vermeidet Interessenskonflikte

Von einer unabhängigen Plattform können alle Marktteilnehmer profitieren

	Emittent / Kreditnehmer	Syndizierende - / Investmentbank	Corporate Finance Advisor	Investor
Umfassender Marktzugang	++	-/+*	+	+
Volle Transparenz	++	-/+*	+	o
Einsparung interner Kosten (50-90%)	+	++	++	+
Revisionsicherheit	+	++	++	+
Gebührenersparnis (75-90%)	++	o	+	+

++ sehr groß, + groß, o klein/nicht vorhanden, – Nachteil

* Banken profitieren in diesen Hinsichten nur, wenn sie ihren Kunden über den Marktplatz offene Produktarchitekturen anbieten

Überlegungen zur Bankenstrategie der Zukunft

1. Unabhängige Marktplätze werden sich entwickeln, schaffen Marktzugang und Transparenz (siehe EZB-Initiative EDDI)
2. Wertschöpfungsketten werden aufgebrochen
3. Kernkompetenz Kundenschnittstelle:
 - Bedienung der Kreditnehmer oder Investoren mit und ohne Einsatz der Bilanz
 - Teilnehmer am Marktplatz als Corporate Finance oder Investment Advisor
 - Offene Produktarchitektur
4. Kernkompetenz Produktgeber:
 - Teilnehmer am Marktplatz als Investor
 - Skalierung der Kredit-/Produktkompetenz (Rating-, Markt- und Prozess-Know-How)

Für jedes Kundensegment und Produkt müssen Banken ihre Rolle definieren:

1. Berater, der das Marktangebot strukturiert (analog Anlageberatung, Zinsbaustein DB, private Baufinanzierung)
2. Produktgeber mit dem besten (nicht gleichbedeutend mit dem billigsten) Angebot

→ Eine offene Plattform unterstützt beide Optionen

Literatur

- Ben Dor, A. and Xu, J., 2015, "Concessions in Corporate Bond Issuance", Barclays Research Paper.
- Burch, T. R., Nanda, V. and Warther, V., 2005, "Does it pay to be loyal? An empirical analysis of underwriting relationships and fees", *Journal of Financial Economics*, 77, 673-699.
- Cai, N., Helwege, J. and Warga, A., 2007, "Underpricing in the Corporate Bond Market", *The Review of Financial Studies*, 20(6), 2021-2046.
- Daetz, S. L., Dick-Nielsen, J. and Nielsen, M. S., 2017, "The Value of Bond Underwriter Relationships", Paris December 2017 Finance Meeting EUROFIDAI - AFFI, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2968328 (accessed March 14, 2018).
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Patel, A., 1997, "The Pricing of Initial Public Offers of Corporate Straight Debt", *Journal of Finance*, 52(1), 379-396.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. and Patel, A., 1999, "Bank monitoring and the pricing of corporate public debt", *Journal of Financial Economics*, 51, 435-449.
- Fung, W. K. H. and Rudd, A., 1986, "Pricing New Corporate Bond Issues: An Analysis of Issue Cost and Seasoning Effects", *Journal of Finance*, 41(3), 633-643.
- Goh, J. and Yang, L., 2017, "The Determinants of Underpricing for Corporate Bond Offerings", conference paper (http://www.fmaconferences.org/Boston/Determinants_of_Underpricing_for_Corporate_Bond_Offerings_FMA.pdf).
- Hale, G. B. and Santos, J. A. C., 2006, "Evidence on the costs and benefits of bond IPOs", Working Paper Series, Federal Reserve Bank of San Francisco (https://www.researchgate.net/profile/Galina_Hale/publication/5034283_Evidence_on_the_costs_and_benefits_of_bond_IPOs/links/0046352d463fe7f64d000000.pdf).
- Nagler, F. and Ottonello, G., 2017, "Structural Changes in Corporate Bond Underpricing", BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 2017-48, <https://ssrn.com/abstract=2896758> (accessed March 14, 2018).
- Wasserfallen, W. and Wydler, D., 1988, "Underpricing of Newly Issued Bonds: Evidence from the Swiss Capital Market", *Journal of Finance*, 43(5), 1177-1191.
- Welch, K. D., "The Underpricing in Corporate Bonds at Issue", School of Business, University of Kansas, Lawrence 2000.
- Yang, S., Gong, X. and Xu, S., 2017, "Underwriting Syndicates and the Cost of Debt: Evidence from Chinese Corporate Bonds", *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(2), 471-491.