



Focus op Capital Markets

De kapitaalmarkt voor midcaps: koudwatervrees niet nodig

Onder CFO's leeft de gedachte dat de kapitaalmarkt alleen toegankelijk zou zijn voor grote bedrijven. De praktijk is anders. Ook voor midcaps met een EBITDA vanaf EUR 50 miljoen is de kapitaalmarkt aantrekkelijk. Welke mogelijkheden heeft de midcap CFO? En waarom vertonen sommige CFO's op het laatste moment koudwatervrees? Een beknopte inventarisatie van het aanbod van alternatieve financieringsvormen.

Highlights

- Brede keuze uit financieringsvormen kapitaalmarkt
- Populariteit USPP neemt toe. In 2012 bedroeg het volume USD 54,7 miljard waarvan bijna USD 32 miljard voor rekening van buitenlandse (Europese) partijen
- Met een omvang van EUR 334,3 miljard (per 31 maart 2013) fungeert de Duitse Schuldscheinmarkt als Europese kapitaalmarkt
- Volume Europese markt corporate bonds sterk gestegen, maar aantal partijen blijft beperkt
- Voor CFO van strategisch belang om toegang te creëren tot andere fundingbronnen en liquiditeit voor de onderneming zeker te stellen
- Balans vinden tussen relatie met bank en kapitaalmarktpartij

Feit: in Nederland wordt 80% van alle financieringen verstrekt door banken. De rest van Europa vertoont ruwweg hetzelfde beeld. Het is geen nieuws dat als gevolg van de crisis en door de invoering van Bazel III/CRD IV de kredietverstrekking aan bedrijven is teruggelopen. Bancair krediet wordt schaarser en duurder. Daarom nemen CFO's steeds vaker hun toevlucht tot de kapitaalmarkt. Redenen kunnen zijn: verminderde onafhankelijkheid van de bank, spreiding van financierings-bronnen of problemen om een bankfinanciering tot stand te brengen. De CFO kan kiezen uit een breed palet aan kapitaalinstrumenten, elk met eigen karakteristieken (zie Figuur 1.).

Figuur 1. Enkele alternatieve financieringsvormen op de kapitaalmarkt¹

Investment-grade (IG) obligaties uitgegeven door een IG-onderneming	> EUR 300 miljoen
High-yield obligaties uitgegeven door een niet-IG onderneming	> EUR 150 miljoen
USPP (Private placement bij investeerders in de VS)	EUR 55 - 1000 miljoen
Asset-based financiering	EUR 5 - 1000 miljoen
Second lien/mezzanine (achtergestelde lening door bank, PE, VC)	> EUR 5 miljoen
Unitranche (hybride lening van junior en senior schuld)	> EUR 25 miljoen

Bron: Deloitte, Financiering anno 2013, 8 januari 2013, www.deloitte.nl

USPP populair instrument

Midcaps, large corporates en institutionele beleggers kiezen nu vaak voor de Amerikaanse 'US private placement'-markt. Circa een derde van de uitgevende instellingen van US private placements in de Verenigde Staten komt uit Europa. Hierbij worden effecten – een mix tussen obligatie en banklening – direct en onderhands aan een klein aantal institutionele beleggers aangeboden. Sinds de 'savings & loans'-crisis in 1989 heeft deze onderhandse markt een grote professionalisering doorgemaakt. Circa 80% van alle financieringen in de VS wordt op de kapitaalmarkt opgebracht, tegen 20% door banken. Het aanbod is er groot en divers. Voor elke fase van de levenscyclus van een onderneming is er een kredietverstrekker, van angel investors tot money market funds voor kortlopend schuld papier. Nederlandse corporates zoals Nutreco en Boskalis (zie cases) hebben de weg naar een USPP al gevonden. Naar verwachting zal de US private placement-markt de komende jaren blijven groeien.

Boskalis: US private placement

Eind juli 2013 maakte Koninklijke Boskalis Westminster N.V. de succesvolle plaatsing bekend van onderhandse leningen ter waarde van USD 325 miljoen bij 24 institutionele beleggers in de Verenigde Staten. Deze USPP's waren zwaar overtekend met inschrijvingen met een totale waarde van bijna USD 2 miljard. De USPP heeft een looptijd van 10 jaar en een jaarlijkse couponrente van 3,66%. De opbrengst van deze USPP zal worden aangewend voor de volledige aflossing van het overbruggingskrediet (USD 525 miljoen) dat afgesloten werd voor de gedeeltelijke financiering van de overname van Dockwise.²

Nutreco: Private placement

In het voorjaar van 2012 plaatste Nutreco (diervoeding en visvoer) een US private placement van USD 281 miljoen en EUR 25 miljoen voor onder meer de herfinanciering van bestaande bankschulden. De senior notes met een gemiddelde vaste rente van 3,7% bestonden uit drie VS tranches met maturities van 5, 7, en 10 jaar en een zevenjarige EU tranche. De uitgifte was royaal overtekend en is geplaatst bij 15 bestaande en nieuwe institutionele beleggers. In september 2012 werd de onderhandse plaatsing gevolgd door een 'revolving credit facility' van EUR 500 miljoen.³

Wel of geen Europese kapitaalmarkt?

Bestaat er eigenlijk zoiets als een Europese kapitaalmarkt? Ferdinand Veenman, partner KPMG Advisory, die trends op het gebied van bankfinancieringen en alternatieve financieringsinstrumenten onderzocht, vindt van niet. Hij ziet het ontbreken van een level-playing field in toezicht als belangrijkste reden daarvoor. Er spelen meer factoren mee. "De alternatieve financieringsmarkt is nog geen bewezen concept en kent een beperkte liquiditeit." Hij ziet een gebrek aan marktwerking en transparantie. "Bovendien is pricing een uitdaging vanwege het gebrek aan objectieve creditratings in de markt. Institutionele beleggers werken nu eenmaal internationaal en zullen altijd benchmarken." Verder is de kennisopbouw en infrastructuur bij institutionele beleggers omtrent kredietverlening nog niet op het gewenste niveau, vindt Veenman.

Europese USPP's

Herman Weima, Vice President Capital Markets and Treasury Solutions van Deutsche Bank bekijkt de Europese markt vanuit een ander perspectief. "Het feit dat een derde van de issuers op de USPP-markt uit Europa komt en een aantal investeerders in Europa is gevestigd, waaronder bijvoorbeeld Delta Lloyd, geeft deze markt een Europees element", stelt hij. Ook hoeft niet in alle gevallen Amerikaans recht te worden gevolgd; USPP's naar Engels of Duits recht komen ook voor. De USPP-markt had in 2012 een omvang van USD 54,7 miljard waarvan bijna USD 32 miljard voor rekening kwam van buitenlandse (Europese) partijen.⁴

Schuldscheinmarkt groeit snel

Gebrek aan zichtbaarheid kan ook een voordeel zijn, vindt Herman Weima. Zoals de 300 jaar oude Schuldscheinmarkt in Duitsland aantoont. "Midcaps of familiebedrijven willen niet altijd dat hun transactie breeduit wordt uitgemeten in de media of in marketingmateriaal van banken voorkomt. Als partijen de publiciteit willen opzoeken kan dat natuurlijk. Die keuze is aan de klant." Een Schuldschein ('kredietovereenkomst') wordt rechtstreeks afgesloten tussen een kredietnemer (staten, regio's, collectiviteiten, gemeenschappen of corporates) en een investeerder waarbij een bank het proces en het contract structureert.

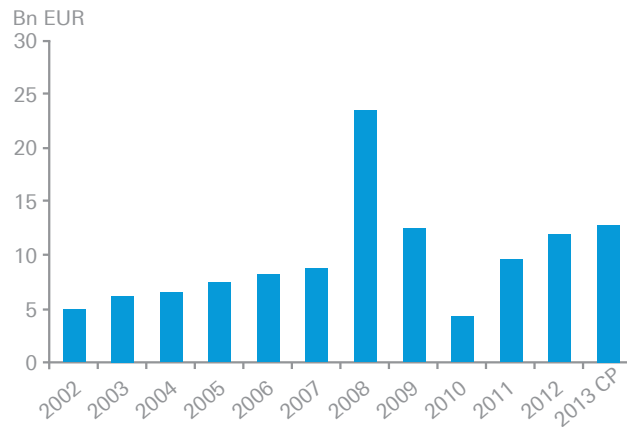
²Bron: Boskalis, persbericht, 23 juli 2013

³Bron: Reuters, 12 juli 2012; Nutreco jaarverslag 2012

⁴U.S. Draws European Borrowers, WSJ, 9 April 2013

Volgens Weima fungeert de Schuldscheinmarkt in feite als Europese kapitaalmarkt nu er steeds meer Europese en internationale partijen toetreden, "mede door inspanningen van Deutsche Bank", zegt hij. Eenvoud en snelheid zijn kenmerken van de Schuldscheinmarkt. "Voor een Schuldschein met een zeer laag risicoprofiel (zoals een gemeente of waterschap) beslaat de documentatie doorgaans circa 15 pagina's", zegt Weima. Een doorlooptijd van circa één week tot enkele weken is mogelijk, afhankelijk van de complexiteit van de structuur. Flexibiliteit is een andere pre. "De Schuldschein past zich aan aan de bestaande (senior) financieringsinstrumenten die de onderneming al heeft en neemt bijvoorbeeld de covenants en de zekerheden over." De Schuldscheinmarkt groeit snel. In 2012 bedroeg het emissievolume bijna EUR 13,6 miljard. Per eind augustus 2013 lag het emissievolume al boven dit cijfer.⁵ Het totale volume van de Schuldscheinmarkt bedroeg EUR 334,3 miljard per 31 maart 2013.

Figuur 2: Annual issuance of German corporate Schuldscheine⁵



De grafiek laat de uitgifte van Schuldscheine zien in de periode 2002-2014. Opvallend is de uitschieter in 2008. Na het uitbreken van de crisis vielen wereldwijd de obligatiemarkten stil. De Duitse Schuldscheinmarkt functioneerde wel en liet een sterke groei zien.

Source: Capmarcon

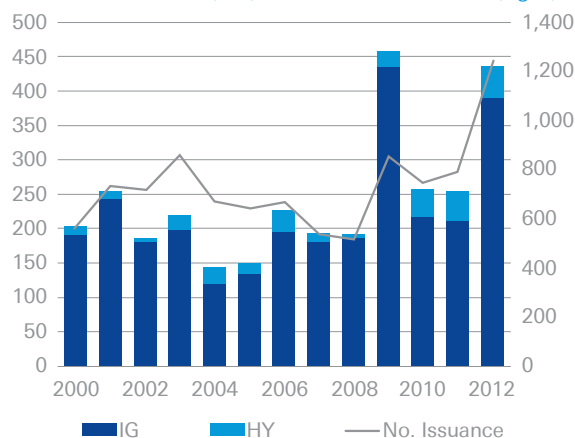
Grote vlucht corporate bonds?

Zowel in Europa als in Nederland is de markt voor bedrijfsobligaties (corporate bonds, credits) sterk gegroeid sinds het uitbreken van de financiële crisis. In de eurozone groeide de totale omvang van deze markt tussen eind 2006 en mei 2013 met 82% tot EUR 945 miljard.⁶ Financiering via obligaties is voor bedrijven goedkoper geworden nu de rente op credits is gedaald tot onder het renteniveau op bankleningen. Ook de aangescherpte voorwaarden voor bankleningen spelen mee. Veel corporates hebben de lage rente benut om lopende (bank)leningen goedkoop te herfinancieren. DNB verwacht dit jaar een verdere groei van emissies van corporate bonds: bedrijven zullen in het tweede halfjaar voor EUR 7,2 miljard aan credits moeten aflossen.⁷

Figuur 3: Corporate bonds in Europe, May 2013

European corporate bond issuances

Volumes of investment grade (IG) and high yield (HY) issuances, EUR bn (left), total no. of issuances (right)



Sources: Dealogic, Deutsche Bank Research

Cijfers over bonds relativeren

Ferdinand Veenman van KPMG wil de cijfers over bonds graag nuanceren. "Alleen de grote corporates halen op deze manier vreemd vermogen op; het aantal partijen is nog beperkt. Corporate bonds hebben beslist niet de functie van banken overgenomen." De cijfers onderbouwen dat. In de eerste helft van 2013 gingen acht niet-financiële Nederlandse instellingen de kapitaalmarkt op. In 2011 en 2012 waren dat er tien.⁷

⁵'Schuldscheine - direct debt issuance in a bank deleveraging environment', DB Markets Research, Figure 13, p. 10, 26 August 2013

⁶'Bedrijven geven steeds meer obligaties uit', Z24, 6 augustus 2013, www.z24.nl

⁷'Omvang bedrijfsobligaties gegroeid tot boven EUR 100 miljard', DNB, Statistisch Nieuwsbericht, 6 augustus 2013, www.dnb.nl

Macro-econoom Mathijs Bouman is wat cynisch geworden over bedrijfsobligaties, zo zegt hij zelf. "Ooit was het succes van de euro dat de bedrijfsobligatie was doorgebroken in Europa. Dat gold weliswaar alleen nog voor blue chips, maar dat succes is niet naar beneden uitgebouwd. En waarom staan er bijvoorbeeld geen MKB-obligaties aan de Amsterdamse beurs genoteerd? Er is geld genoeg, want de beurzen zijn weer tot grote hoogte gestegen. Bedrijven durven kennelijk niet. De beurs is 'uit'. Waarom? Omdat niemand het doet." Hij benadrukt het belang van een zichtbare markt voor vraag en aanbod waar omzet en prijsvorming is. Als goed initiatief noemt hij securitisatie via de Nederlandse Hypotheek Instelling (NHI) waar institutionele beleggers in Nederlandse hypotheek beleggen die gegarandeerd worden door de Nederlandse Staat. "Dan is het tenminste duidelijk wat je koopt en hoe je het verkoopt."

Een kwestie van doen

Wat weerhoudt CFO's nog van toetreding tot de kapitaalmarkt? Koudwatervrees lijkt soms mee te spelen. Weima: "Er zijn CFO's die zich grondig verdiept hebben in de materie en toch in hun comfortzone blijven zolang er bancair krediet beschikbaar is. Ik begrijp dat goed, maar het is voor de CFO ook van strategisch belang om toegang te creëren tot andere fundingbronnen en liquiditeit voor de onderneming zeker te stellen. Het is een kwestie van doen en daarbij een goede adviserende partner te zoeken."

In veel gevallen zal de CFO het ook als voordeel ervaren dat kapitaalmarktpartijen vaak op iets grotere afstand van de onderneming staan en niet om cross-sell vragen. Volgens Weima hebben veel CFO's hun handen vol aan het managen van de banken en de verwachtingen van die banken. Ferdinand Veenman van KPMG beaamt dat: "CFO's moeten een balans zien te vinden tussen de relatie met hun bank en hetgeen zij doen op de kapitaalmarkten. Het is niet 'of, of'." Herman Weima, tot slot: "Beide vullen elkaar goed aan. Kijk in je kapitaalstructuur daarom goed hoe je je funding inricht en je financieringsbehoefte en werkkapitaal veiligstelt."

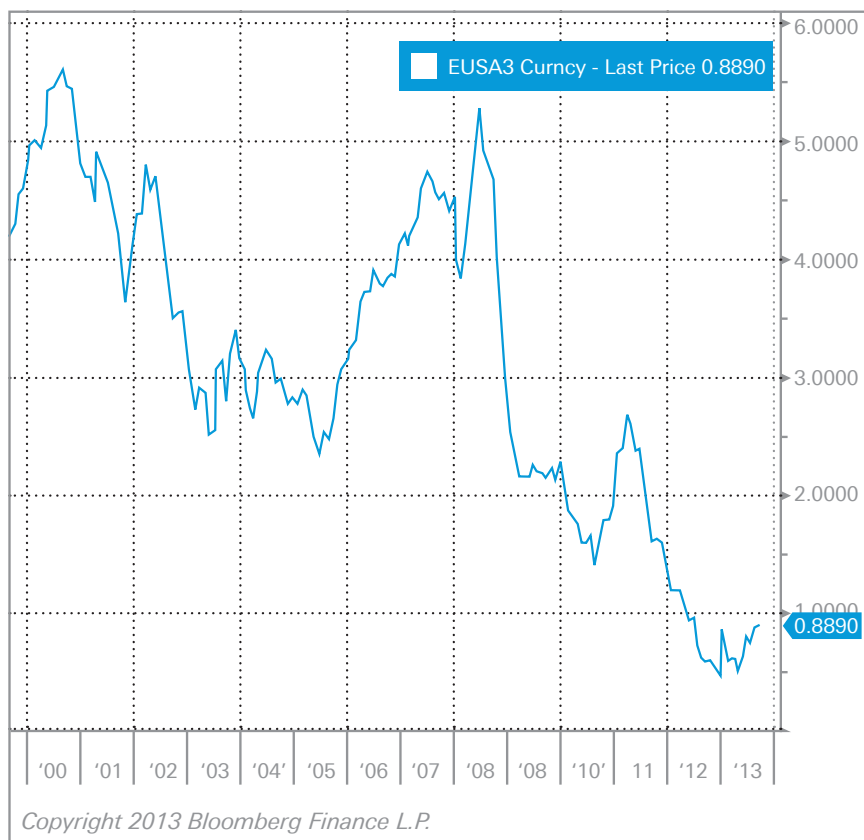
Bancair krediet en kapitaalmarktkrediet

Ondernemingen kiezen soms alleen voor bancair krediet. Enerzijds omdat zij er bekend mee zijn, anderzijds omdat bancair krediet (optisch) goedkoper is. Vaak worden appels met peren vergeleken. Het is logisch dat een bancaire financiering met een driejaars looptijd goedkoper is dan een zeven- of tienjaars private placement aangezien de rentecurve doorgaans oplopend is. Het nadeel van een langere looptijd is dus een hogere vaste rente. Voordeel: de rente en de beschikbaarheid van financiering worden voor een langere periode zeker gesteld.

Dit voorkomt enerzijds problemen bij herfinanciering omdat bancair krediet mogelijk schaarser wordt door onder meer Bazel III. Anderzijds, als de rente weer teruggaat naar oude niveaus kan de bancaire financiering dus een stuk duurder uitvallen op het moment dat moet worden geherfinancierd (zie grafiek 'Verwachting driejaars swaprente'). Ook zorgt een lange financiering voor rust in de onderneming en beperkt het de intensieve workload die een bankfinanciering met zich meebrengt.

Daarnaast zal in veel gevallen de rentemarge die banken in rekening brengen lager zijn dan die van een investeerder. Dit omdat banken de lening 'subsidiëren' met inkomsten uit andere producten die ze aan de kredietnemer verkopen (cross-sell). Dit effect zal minder worden zodra een klant weinig cross-sell te bieden heeft en een in verhouding grote financieringsbehoefte heeft.

Figuur 4: Verwachting 3-jaars swaprente over 2013

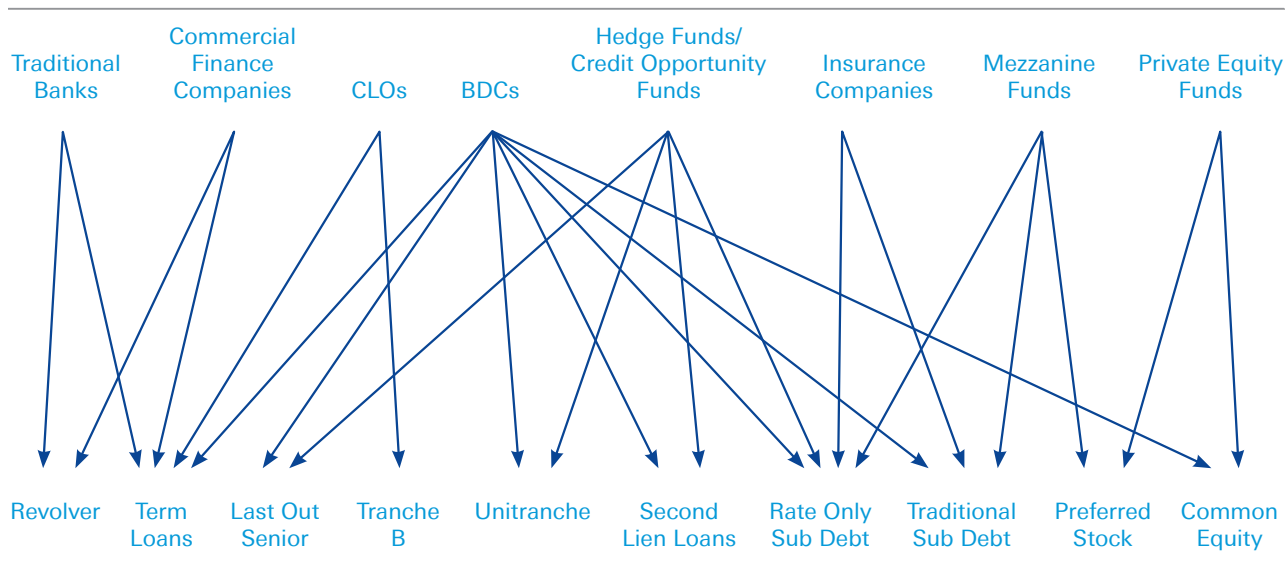


Figuur 5. Grootste spelers op de Nederlandse markt voor bedrijfsobligaties⁸

Emittent	Ultimo 2012
1. Koninklijke KPN N.V.	13,2
2. Royal Dutch Shell	10,0
3. Heineken N.V.	8,2
4. RWE	5,0
5. N.V. Nederlandse Gasunie	4,5
6. Unilever	4,2
7. Koninklijke Philips N.V.	4,2
8. AkzoNobel	3,4
9. NXP Semiconductors	3,2
10. Wolters Kluwer	1,9
Aandeel 10 grootste:	57%
Totale omvang bedrijfsobligaties:	101,9

Bron: jaarverslagen en emissiemarkt DNB, 6 augustus 2013

Figuur 6. Overzicht kapitaalmarktinstrumenten en aanbieders in de Verenigde Staten



In de VS zijn er diverse gespecialiseerde partijen die een uitgebreid spectrum van financieringsinstrumenten aanbieden. De markt voor financieringen is er meer gediversifieerd dan in Europa. Bron: KPMG

Bronnen:

- *Financieren anno 2013, Dilemma's en opportuniteiten voor banken en bedrijven, Deloitte, januari 2013*
- *Effecten bancaire regelgeving op kredietverlening ondernemingen, trends inzake bankfinancieringen en alternatieve financieringsinstrumenten, KPMG, mei 2013*
- *Statistisch Nieuwsbericht, DNB, 6 augustus 2013*
- *Corporate bond issuance in Europe - Where do we stand and where are we heading? EU Monitor. Global Financial Markets. Kaya, Orcun and Thomas Meyer (2013a), Deutsche Bank, DB Research January 31, 2013*
- *Capital market bank funding - (Not such a) brave new world ... Deutsche Bank, DB Research, August 2, 2013*
- *Schuldscheine - direct debt issuance in a bank deleveraging environment, Special Report, Deutsche Bank Markets Research, August 26, 2013*

De documenten van Deutsche Bank kunnen worden geraadpleegd op de website van Deutsche Bank Research: www.dbresearch.com

Dit artikel is geschreven door zelfstandig tekstschrijver Jan Jaap Omvlee en is gebaseerd op interviews met Mathijs Bouman (macro-econoom/publicist), Ferdinand Veenman (partner KPMG Advisory N.V.) en Herman Weima (Vice President Capital Markets and Treasury Solutions, Deutsche Bank).