

Bail-inable obligaties voor de nutssector?

Nutsbedrijven vervullen een belangrijke rol in de energietransitie. Ze investeren immers miljarden in klimaatneutrale energie-infrastructuur. Deze investeringen worden meestal mogelijk gemaakt door directe en indirecte overheidssteun. Dit maakt ze echter ontvankelijk voor het nemen van extra risico, met alle gevolgen van dien. Is het tijd voor bail-inable obligaties voor nutsbedrijven?

Door *Mahsun Dogan* en *Kiemthin Tjong Tjin Joe*

Nutsbedrijven ontvangen steeds meer overheidssteun. De vraag is of dit ertoe zal leiden dat nutsbedrijven bovenmatige risico's nemen, in de verwachting dat de overheid toch wel zal bijspringen als investeringen niet helemaal uitpakken zoals gepland. Een dergelijke reflex hebben we eerder gezien bij de grootbanken, vlak voor de kredietcrisis in 2008. Is de tijd rijp voor bail-inable obligaties voor de nutssector?

‘Nutsbedrijven weten dat de overheid ze hoogstwaarschijnlijk zal redden in tijden van nood, dus ook bij hen bestaat een prikkel om onnodig risico te nemen.’



Wat is een bail-inable obligatie?

Tijdens de kredietcrisis van 2008 staken overheden miljarden aan belastinggeld in de banken om het vertrouwen in het bankensysteem terug te krijgen. En met succes. Echter, de bevolking was ontstemd. Waarom werden investeerders in banken gered en kwamen de managers van die banken, die miljoenen aan bonussen kregen, ermee weg? Moest mismanagement niet worden afgestraft?

Om te voorkomen dat de belastingbetaler opnieuw de klappen zou moeten opvangen, kwamen de financiële autoriteiten, onder leiding van de Financial Stability Board (FSB), met maatregelen om het asymmetrische risico aan te pakken. Deze maatregelen waren onder an-

dere het versterken van de financiële buffers van banken, het verbieden van handel in bepaalde financiële producten en de revolutionaire introductie van bail-inable obligaties. In tegenstelling tot conventionele senior unsecured obligaties kunnen banken korten op hun bail-inable obligaties als ze niet kunnen voldoen aan hun verplichtingen. Doordat de houders van bail-inable obligaties in zo'n geval worden gekort, kan de bank blijven bestaan.

Banken zijn met bail-inable obligaties geneigd voorzichtiger te zijn met het nemen van risico's, want risico nemen is duurder: de spread op bail-inable obligaties is hoger dan op gewone senior unsecured obligaties. Daarnaast is er de betere monitoring van de kapitaalverstrekkers. Bij

‘Door (een deel van de) obligaties bail-inable te maken voor de nutssector komt een groter gedeelte van het risico bij de private sector terecht.’

de overname van Credit Suisse door UBS op 19 maart 2023 bleven de houders van Additional Tier 1-obligaties van Credit Suisse met lege handen achter. Zij hadden bij de uitgifte een extra vergoeding gekregen ten opzichte van de normale senior unsecured obligaties van Credit Suisse. De houders van deze obligaties krijgen op de afloopdatum wel hun geld terug.

Tegenstrijdige belangen bij nutsbedrijven?

Het initiële probleem van de banken speelt in principe ook bij nutsbedrijven. Onze economie kan niet draaien zonder nutsbedrijven, dus zullen ze in tijden van stress gered moeten worden door de overheid. Een mooi voorbeeld is gasimporteur Uniper, dat in 2022 werd gered door de Duitse overheid. Daarover was weinig weezin te bemerken bij de belastingbetaler, want het probleem lag bij de Russische president Vladimir Poetin en niet bij graaiende managers. Nutsbedrijven weten dat de overheid ze hoogstwaarschijnlijk zal redden in tijden van nood, dus ook bij hen bestaat een prikkel om onnodig risico te nemen.

Een ander actueel voorbeeld van een nutsbedrijf dat slecht door de markt is gecontroleerd, is Thames

Water uit het Verenigd Koninkrijk. Thames Water kwam in de problemen door slecht management, maar ook omdat het voor het bedrijf loonde om een hoge schuld te hebben. De toezichthouders laten namelijk de prijzen die nutsbedrijven mogen doorrekenen bepalen door leverage. Een nutsbedrijf met een hoge leverage kan een hogere prijs vragen dan een bedrijf met een lagere leverage.

Er zijn natuurlijk verschillen tussen financiële instellingen en nutsbedrijven. Als een nutsbedrijf omvalt, dan is het niet zo dat deze als een dominosteen de rest van de nutsbedrijven meetrekt naar de ondergang. Toch zal een nutsbedrijf hoogstwaarschijnlijk worden gered door de overheid als het niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen. Nutsvoorzieningen moeten namelijk beschikbaar blijven.

De meeste nutsbedrijven in Nederland zijn in private of semi-private handen, waarvan een aantal in eigendom is van multinationals. Met andere woorden, ook in deze sector zijn er aandeelhouders die hun winst willen maximaliseren, maar niet alle risico's willen dragen. Er is in deze sector dus ook sprake van asymmetrisch risico.

Bail-inable obligaties nutssector?

Er zijn dus valide argumenten om bail-inable obligaties ook in te voeren voor nutsbedrijven. Door (een deel van de) obligaties bail-inable te maken voor de nutssector komt een groter gedeelte van het risico bij de private sector terecht. Het wordt dan duurder en lastiger voor nutsbedrijven om aan kapitaal te komen en de obligatiehouders hebben te maken met een grotere verantwoordelijkheid en meer risico, omdat de ultieme steun van de overheid wegvalt.

Echter, de vraag is of een redding door de overheid van nutsbedrijven net zo'n allergische reactie bij de bevolking zal opwekken als de redding van banken. Vermoedelijk is er meer draagvlak om nutsbedrijven te redden, dan banken. Met andere woorden, de politieke wil om bail-inable obligaties in te voeren bij nutsbedrijven is waarschijnlijk kleiner. Daarnaast zal het uitrollen van een bail-in regime ook internationaal moeten worden aangepakt, om oneerlijke concurrentie te voorkomen. Immers, als een land een dergelijk regime niet heeft, dan hebben de bedrijven daar een voordeel, omdat ze dan goedkoper aan kapitaal kunnen komen. Er is voor nutsbedrijven echter geen internationale organisatie die een voortrekkersrol op zich kan nemen om het internationaal op de agenda te zetten.

Concluderend kan worden gesteld dat de nutssector vanwege mogelijke 'moral hazard' een goede kandidaat is voor bail-inable obligaties, maar dat de politieke wil nu (nog) ontbreekt. ■



Mahsun Dogan

Senior Portfoliomanager
Credit Investments,
PGB Pensioendiensten,
geschreven op persoonlijke titel



Kiemthin Tjong Tjin Joe

Senior Investment Manager,
Stichting Nedlloyd
Pensioenfonds,
geschreven op persoonlijke titel

IN HET KORT

Tijdens de kredietcrisis van 2008 werden banken gered door overheden, waardoor houders van senior obligaties geen schade leden.

Hierna werden voor banken bail-inable obligaties geïntroduceerd, waardoor de rekening bij een bankenfaillissement niet alleen bij de belastingbetaler, maar ook bij obligatiehouders terecht komt.

De vraag is of deze obligaties voor de nutssector, die ook een essentiële functie vervult, ingevoerd kunnen worden.