

HYBRIDE KAPITAAL: MOEIZAAM VERHAAL

Met hybride kapitaal kunnen banken van twee walletjes eten, maar de ontwikkeling ervan gaat met vallen en opstaan. Nieuwste initiatief: de reverse CoCo.

TEKST: EELCO BENARD

Voor banken is aandelenkapitaal duur. De belangrijkste bezigheid van een bank is profiteren van het verschil tussen de rentekosten van de schulden en de renteopbrengsten van de bezittingen. De opbrengst daarvan vloeit naar aandeelhouders. Per aandeel wordt de winst groter naarmate er meer schuld op de balans staat. Maar hoger rendement gaat gepaard met hoger risico. In slechte tijden kan de waarde van de bezittingen van een bank door afschrijvingen onder de waarde van de schulden terechtkomen, met een faillissement tot gevolg. Toezichthouders eisen daarom dat banken een buffer in de vorm van kernvermogen aanhouden en zien daarop toe.

Zie daar de uitdaging voor de financiële industrie: ontwerp een financieel instrument dat door toezichthouders als kernvermogen wordt beschouwd, maar voor de uitgevende instelling minder duur is dan aandelenkapitaal. Omdat deze instrumenten eigenschappen van vreemd en eigen vermogen in zich verenigen, worden ze 'hybride kapitaal' genoemd.

PERPETUAL STELT TELEUR

De afgelopen decennia dacht de financiële industrie in de perpetual, een eeuwigdurende obligatie, de oplossing te hebben gevonden. Gewone obligaties moeten op een zeker moment worden afgelost en als dat niet lukt, volgt faillissement. Perpetuals

hoeven nooit te worden afgelost. Ook deelt de perpetualhouder mee in de pijn bij slechte prestaties, zij het minder dan de aandeelhouder. Rentebetalingen kunnen onder bepaalde omstandigheden worden uitgesteld of komen te vervallen. Daarnaast zijn perpetuals achtergesteld aan alles behalve aandelenkapitaal, waardoor ze laat aan de beurt zijn bij een faillissement.

Toezichthouders waren tevreden en beschouwden het met perpetuals opgehaalde kapitaal als kernvermogen: risicodragend zoals aandelenkapitaal vanwege de mo-

Tijdens de kredietcrisis groeide de angst voor het uitblijven van rentebetalingen op perpetuals en de kans op een faillissement. De koersen van perpetuals daalden sterk en herstelden soms moeizaam. Dat laatste was met name het geval bij zogeheten cumulatieve perpetuals. Als de rentebetaling op die perpetuals is gestaakt, kan de financiële instelling in een later stadium niet eenvoudigweg de betaling hervatten, maar moet ook alle rentebetalingen voldoen die in het verleden niet zijn gedaan. Dat lijkt beleggers zekerheid te bieden, maar werpt in de praktijk juist een drempel op om ooit weer tot uitkering over te gaan. De onzekerheid die dit met zich meebrengt houdt de koersen van cumulatieve perpetuals laag. De instelling krijgt daardoor de mogelijkheid om ze goedkoop (dus met verlies voor beleggers) uit de markt te halen en met een nieuwe hybride variant op de proppen te komen.

Anderzijds behandelden sommige instellingen de perpetuals helemaal niet als risicodragend. Wie het prospectus van een perpetual leest, krijgt al gauw de indruk dat de financiële instelling hemel en aarde zal bewegen om ervoor te zorgen dat de betalingen blijven doorgaan, ook al is daar geen verplichting toe. En inderdaad, uit angst voor reputatieschade bleven financiële instellingen de coupon uitbetalen, terwijl ze met staatssteun het hoofd boven water moesten houden.

HET LEEK EEN WIN-WINSITUATIE MAAR ZO WERKTE DAT NIET ECHT

gelijkheid couponbetalingen te staken. Daarentegen vonden beleggers perpetuals juist minder riskant dan aandelen vanwege de vaste couponbetalingen en namen ze op in hun obligatieportefeuilles. Het leek naar beide kanten – voor zowel beleggers als de onderneming – een win-winsituatie. Maar zo werkte dat niet.