

# HET (ON)NUT VAN NUTSBEDRIJVEN

Obligatiehouders zijn vaak de dupe van bedrijfsovernames door private equity. Dit geldt met name voor de nutsbedrijven in de Amerikaanse high-yieldsector.

TEKST: SANDER BUS (ROBECO)

In Europa zijn de meeste nutsbedrijven van 'investment grade' kwaliteit, omdat er nog nauwe banden met de overheden zijn en deze bedrijven aanzienlijke geregleerde activiteiten omvatten zoals de transmissie van elektriciteit. Daarnaast zorgt in Europa de integratie van elektriciteitsproductie en verkoop aan de eindklant voor een relatief stabiele kasstroom en winstgevendheid.

In sommige staten van de Verenigde Staten is de situatie anders. De Amerikaanse high yield nutsbedrijven zijn veelal onafhankelijke producenten van elektriciteit. Deze kennen geen stabiele geregleerde activiteiten en produceren alleen elektriciteit die ze verkopen aan de distributeurs die de eindklant bedienen. Ze zijn dus direct afhankelijk van de hoeveelheid elektriciteit die ze verkopen en van de prijs die ze daarvoor ontvangen. Veel onafhankelijke stroomproducenten zijn scherp gefinancierd, al of niet nadat ze zijn overgenomen door private-equitybedrijven.

## GAS BEPAALT STROOMPRIJS

Een belangrijke factor in de elektriciteitsmarkt is verder dat de verdiensten van vooral kolengestookte elektriciteitscentrales onder druk staan. De prijs van kolen, zoals ook de prijs van olie, is sinds het dieptepunt van de kredietcrisis in begin 2009 weer gestaag opgelopen. Tegelijkertijd zijn de elektriciteitsprijzen gedaald sinds medio 2008 en zijn sindsdien laag gebleven. Door de economische teruggang wordt er minder stroom verbruikt en is er overcapaciteit van energiecentrales.

Bovendien zijn in Noord-Amerika de

vondsten en productieniveaus van zogeheten 'shale gas' sterk zijn toegenomen. Traditioneel aardgas wordt voornamelijk uit zandgronden gewonnen, 'shale gas' komt uit 'shale', oftewel leisteen. De winning van shale gas is in korte tijd technologisch mogelijk geworden tegen veel lagere kosten en is daarmee een belangrijke oorzaak van de lagere prijs van gas. Gas uit leisteen is inmiddels goed voor 15 tot 20 procent van de Amerikaanse gasproductie, en toen Shell eind mei aankondigde de Amerikaanse shale-gasproducent East Resources voor 4,7 miljard dollar over te nemen, was de gasprijs al met 22 procent gedaald.

De gasgestookte elektriciteitscentrales bepalen veelal de stroomprijs, omdat ze in veel delen van de Verenigde Staten de aanbieder tegen de marginale prijs zijn. Zo bepaalt de gasprijs meestal ook de stroomprijs. Hierdoor staat de winstgevendheid van de kolengestookte centrales onder druk, evenals de high-yieldobligaties van de bedrijven in deze sector, zoals TXU en Dynegy. TXU is het Texaanse elektriciteitsbedrijf, dat in 2008 door private-equitybedrijven KKR en TPG. Dynegy was nog zelfstandig, maar is nu het doelwit van een overname door private-equitybedrijf Blackstone Group. Deze deal typeert op een mooie wijze twee karakteristieken van de markt: de financiële slimmigheden van private equity en de huidige problematiek van kolengestookte centrales.

## TRUKENDOOS PRIVATE EQUITY

Wat was het geval bij deze 'no money down'-overname: als gemengd gas- en kolengestookte stroomproducent was de aandeel-

lenkoers van Dynegy op het laagste punt in acht jaar beland. Blackstone deed een bod op Dynegy dat een premie van ruim 60 procent op de koers bood. Het kon zo alle aandelen van het bedrijf kopen voor 540 miljoen dollar, waarbij het natuurlijk ook de schuldenpositie overnam.

Deze obligaties bevatten echter geen bepalingen die de obligatiehouders bij een verkoop extra rechten geven om de eigen belangen te beschermen. Hiervan maakte Blackstone gebruik door tegelijk met de overname de gasgestookte centrales, nu die veel waard zijn, voor 1,4 miljard dollar te verkopen aan energiebedrijf NRG. Op deze manier zou Blackstone direct 800 miljoen dollar uit de deal kunnen halen.

Blackstone blijft daarna zitten met een portefeuille slecht rendabele kolengestookte centrales met een relatief hoge schuldenlast. In feite hebben ze een gratis optie verworven op stijgende gasprijzen. Als dit gebeurt strijken ze nog een keer winst op. Als het niet gebeurt, hebben de obligatiehouders het nakijken, want ze zullen hun obligatie niet volledig terugbetaald krijgen. De koersen van de Dynegy bedrijfsobligaties daalden dan ook na het bekend worden van deze deal.

Omdat private equity investeerders het belang van de aandeelhouder voorop stellen, zijn obligatiehouders vaak de dupe. Zeker als de documentatie de aandeelhouder veel vrijheden geeft. ■