

***Second opinion herstructurering
leningenportefeuille***



Hoogheemraadschap van
Rijnland

Zeist, 4 augustus 2015



Inleiding

Op 15 juli 2015 heeft het Hoogheemraadschap van Rijnland (verder: Rijnland) Thésor gevraagd om een second opinion met betrekking tot het voorstel inzake de mogelijke herstructurering van de leningenportefeuille. Deze opdracht omvat de volgende twee onderdelen:

1. beoordeling van het huidige herstructureringsvoorstel;
2. uiteenzetting van een mogelijk geoptimaliseerd herstructureringsvoorstel.

Hieronder treft u onze bevindingen en aanbevelingen aan.

1. Beoordeling van het huidige herstructureringsvoorstel

Bij de afweging om al dan niet over te gaan tot herstructurering is een aantal zaken van belang.

1.1 Doelstelling

Algemeen: ten eerste dient de doelstelling te worden vastgesteld. Vanuit historisch perspectief is de huidige marktrente als laag te kwalificeren. Door de huidige leningenportefeuille af te kopen en nieuwe leningen af te sluiten met een langere looptijd, wordt deze lage rente langer vastgelegd. Hiermee wordt gedurende een langere periode zekerheid over de rente en financiering verkregen. Daarnaast kunnen administratieve lasten worden verlaagd doordat de afhandeling van de leningen wordt gereduceerd tot één of een beperkt aantal leningcontracten.

Rijnland: de belangrijkste doelstellingen voor Rijnland zijn:

- het verlagen van het toekomstige renterisico door verlenging van de looptijden van de leningen;
- het verkrijgen van een overzichtelijke leningenportefeuille;
- grotere flexibiliteit bij het aantrekken van toekomstige langgeldleningen door het lagere renterisico;
- het realiseren van een rentevoordeel voor de komende jaren.

1.2 Looptijd activa versus passiva

Algemeen: de gemiddelde looptijd van de leningen dient te worden beoordeeld ten opzichte van de looptijd van de activa. Het verlengen van de looptijd van de leningen leidt ertoe dat de looptijd van de passiva toeneemt, terwijl de looptijd van de activa zonder verdere investeringen gelijk blijft.

Rijnland: Rijnland heeft de verhouding tussen de activa/passiva looptijd meegewogen in voorliggend herstructureringsplan. De restant looptijd van de activa bedraagt circa 22 jaar. Daarentegen bedraagt de huidige looptijd (duration) van de leningenportefeuille slechts 7,8 jaar (exclusief de drie niet-NWB leningen; inclusief deze leningen is de duration nog korter). Door herstructurering wordt een langere looptijd voor de passiva verkregen die beter past bij de restant looptijd van de activa.

1.3 Overfinanciering

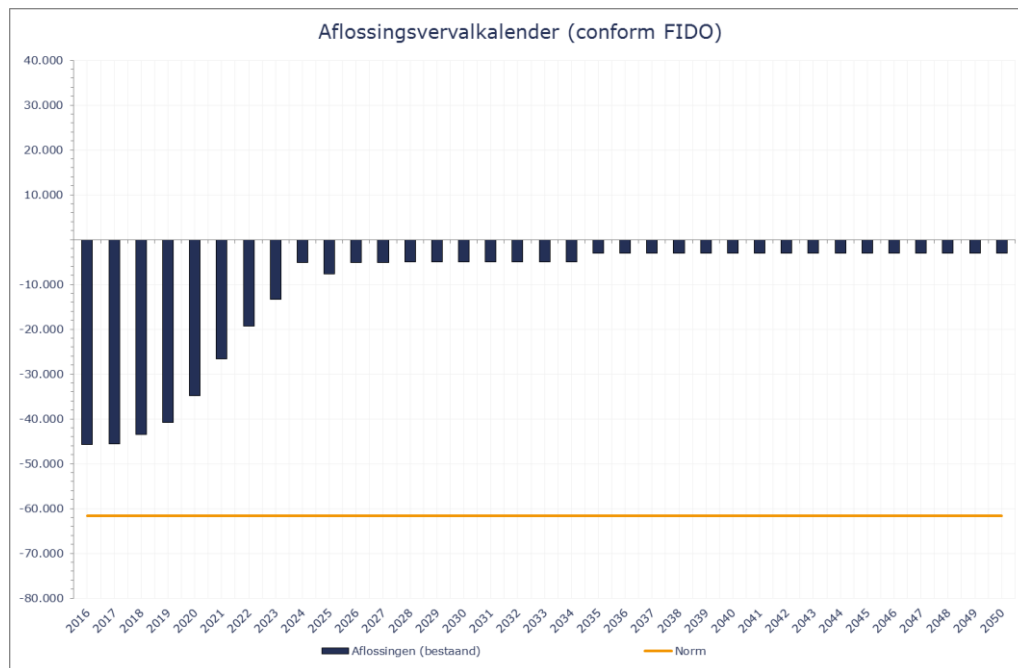
Algemeen: als gevolg van een bundeling en verlenging van de leningenportefeuille ontstaat een ander aflossingspatroon. Feitelijk worden de bestaande aflossingsverplichtingen van nabije jaren geherfinancierd en naar de toekomst verplaatst. Hiermee ontstaat het risico op overfinanciering op het moment dat er jaarlijks meer geld wordt ontvangen (uit exploitatiekasstroom en bijvoorbeeld subsidies) dan betaald wordt (bijvoorbeeld voor investeringen en aflossingen).

Rijnland: Rijnland heeft het effect van de herstructurering meerjarig in beeld gebracht en heeft geconcludeerd dat dit niet leidt tot overfinanciering.

1.4 Financieel risicomanagement

Algemeen: herstructureren is in zijn algemeenheid een passend instrument om risico's te spreiden en een betere match tussen activa en passiva te creëren. Daarnaast wordt met het verlengen van de portefeuille ruimte gecreëerd om, bijvoorbeeld in tijden van hoge rentes, te kunnen kiezen voor kortere looptijden voor nieuwe financiering.

Rijnland: Rijnland kent, vóór herstructurering, onderstaande aflossingsvervalkalender:



Grafiek 1: aflossingsvervalkalender huidige leningenportefeuille

Het huidige renterisico¹ vanuit aflossingen ligt ruim binnen de norm die hiervoor vanuit de regelgeving is vastgelegd (30% van het laatst bekende begrotingstotaal; zie oranje lijn). Het zwaartepunt van de aflossingsverplichtingen ligt echter in de komende acht jaar. Hoewel er zodoende geen directe noodzaak bestaat tot het verlagen van het renterisico, zal het verlengen van de leningenportefeuille wel leiden tot een gelijkmatiger verloop van de aflossingsvervalkalender.

1.5 Overige aandachtspunten

Beoordeling effectiviteit herstructurering

Door te herstructureren wordt de rente van de nieuwe lening langjarig vastgelegd tegen de huidige rentecurve. Hoewel deze momenteel op een historisch laag niveau ligt, is niet te voorspellen hoe de markrente zich zal ontwikkelen. Indien de rente de komende jaren nog verder daalt of gelijk blijft, dan is de herstructurering relatief ongunstig geweest. Is de rente echter gestegen, dan heeft de herstructurering positief bijgedragen en wordt geprofiteerd van het vastleggen van de huidige lage rente.

Ook rekent de bank kosten voor het herstructureren. Deze worden niet direct in rekening gebracht, maar komen tot uiting in de coupon van de nieuwe lening. Zodoende is het van belang om het voorstel van de bank onafhankelijk te (laten) toetsen op marktconformiteit.

¹Renterisico: het deel van de leningenportefeuille waarvoor in enig jaar een renteaanpassing plaatsvindt

Selectie te bundelen leningen

Het huidige voorstel beoogt het herstructureren van bijna de gehele leningenportefeuille van NWB Bank. Slechts drie leningen die eind 2014 / begin 2015 zijn afgesloten, zijn buiten de herstructurering gehouden.

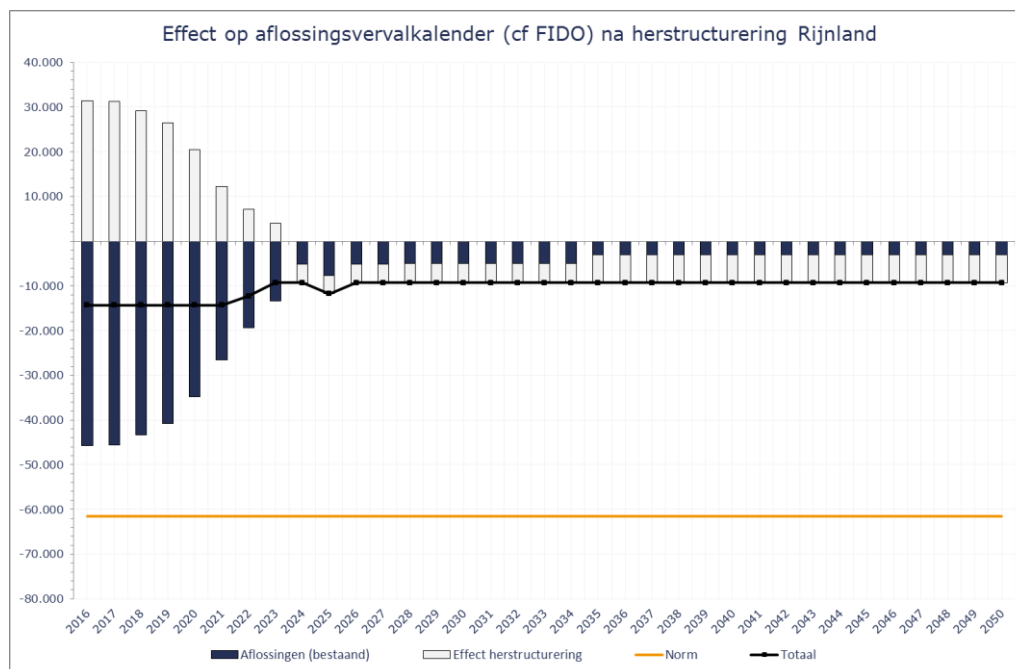
Herstructureren is met name financieel interessant voor leningen met een hoge couponrente en een relatief korte looptijd, d.w.z. korter dan de looptijd van de nieuwe lening. Opvallend aan het huidige herstructureringsvoorstel is dat vier leningen met zeer lage rentes (gemiddeld lager dan 2%) met een totale hoofdsom van € 126 mln. worden meegenomen. Voor deze leningen zal na herstructurering een hogere rente gaan gelden. *Wij adviseren dan ook om deze vier leningen buiten de herstructurering te houden.* Hiermee wordt weliswaar een groot deel van de aflossingen voor de nabije jaren intact gelaten, maar daar staat tegenover dat de rentelasten de eerstvolgende jaren verder worden verlaagd (meer hierover in hoofdstuk 2).

Modaliteiten nieuwe lening

In het huidige voorstel wordt één nieuwe lening met een hoofdsom van € 252 mln. voorgesteld. Dit leidt ertoe dat jaarlijks op 1 oktober een rente- en aflossingspiek ontstaat van circa € 12 mln. (deze omvang is overigens niet onoverkomelijk). Als Rijnland zou besluiten om het voorstel in zijn huidige vorm en omvang door te zetten, kan worden overwogen om ofwel de hoofdsom te knippen in kleinere delen, ofwel de nieuwe lening een zogenaamde kwartaalcoupon te geven. Hiermee worden de te betalen rente en aflossing over vier periodes in het jaar verspreid. De rente- en aflossingsmomenten worden idealiter gekozen op momenten in het jaar waarop veel ontvangsten (bijvoorbeeld belastingen) plaatsvinden zodat in- en uitgaande kasstromen worden gecombineerd. Indien wordt gekozen voor het geoptimaliseerde voorstel zoals besproken in hoofdstuk 2, dan is deze opsplitsing overigens minder relevant aangezien de hoofdsom van de nieuwe lening in dat geval wordt gehalveerd.

1.6 Financiële effecten huidige herstructureringsvoorstel

Door het bundelingsvoorstel nemen de aflossingen van de leningenportefeuille een zeer gelijkmatig patroon aan (zie zwarte lijn):



Grafiek 2: aflossingsvervalkalender na herstructureringsvoorstel Rijnland

Ook neemt het gemiddelde rentepercentage van de leningenportefeuille na bundeling (uitgedrukt als percentage van de leningenportefeuille per ultimo 2015) de komende jaren af:

Rente%	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Huidig	2,59%	2,45%	2,37%	2,31%	2,26%	2,22%	2,21%	2,22%	2,23%	2,23%	2,21%
Rijnland	2,32%	2,29%	2,28%	2,27%	2,25%	2,24%	2,23%	2,22%	2,22%	2,22%	2,21%
Voordeel	0,27%	0,16%	0,10%	0,04%	0,00%	-0,01%	-0,01%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%

Tabel 1: gemiddelde rentepercentages na herstructurering Rijnland

Hierbij is gerekend met de rekenrente voor herfinanciering conform meerjarenbegroting en een rentecoupon voor de nieuwe lening van 2,308% (o.b.v. marktrente inclusief opslag per 27 juli 2015).

2. Uiteenzetting geoptimaliseerd voorstel

Hoewel het huidige voorstel duidelijk tegemoetkomt aan de doelstellingen van de bundeling, stellen wij voor om de herstructurering als volgt aan te passen.

2.1 Aanpassing: selectie te bundelen leningen

Wij zouden bij een herstructurering minder zwaar inzetten op volledige herfinanciering van aflossingen voor de komende jaren zoals nu het geval is. De huidige portefeuille voldoet immers ruim aan de norm (zie grafiek 1). Door een knip te maken voor leningen met een hogere rente wordt zoals gewenst alsnog de looptijd van de portefeuille verlengd, maar wordt hiernaast in de komende jaren een groter rentevoordeel verkregen.

Het voordeel van de huidige lage marktrente heeft vooral resultaat wanneer leningen met hoge coupon en relatief korte looptijd worden gebundeld en verlengd. In het huidige voorstel zijn echter vier leningen opgenomen die een relatief lage coupon en/of lange looptijd kennen. Dit betreft:

Leningnummer	Startdatum	Einddatum	Coupon %	Hoofdsom 1 okt '15
1-28316	24-03-2014	24-03-2034	2,605%	€ 38 mln.
1-27925	18-04-2013	18-04-2023	1,548%	€ 32 mln.
1-27868	28-01-2013	28-01-2023	1,870%	€ 32 mln.
1-27813	30-11-2012	30-11-2022	1,740%	€ 24 mln.
TOTAAL				€ 126 mln.

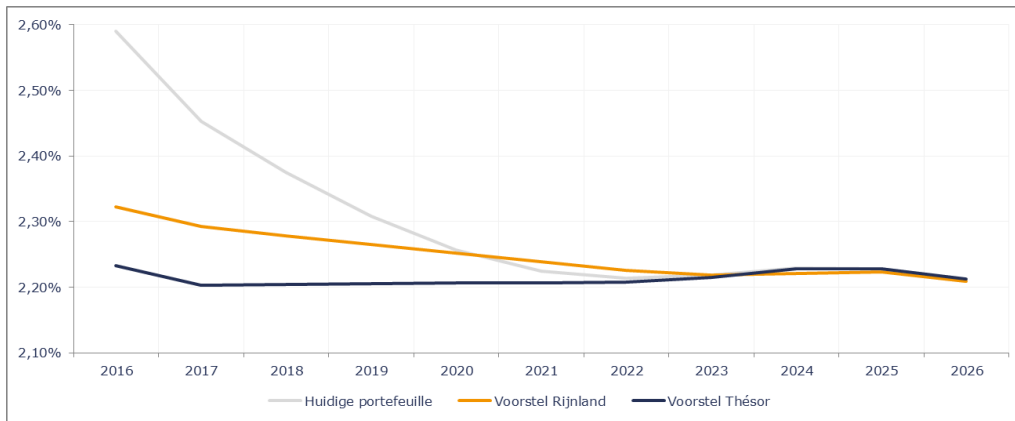
Door deze leningen niet te bundelen, wordt de komende jaren een nog lagere gemiddelde rente gerealiseerd (zie onderstaande tabel).

Rente%	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Huidig	2,59%	2,45%	2,37%	2,31%	2,26%	2,22%	2,21%	2,22%	2,23%	2,23%	2,21%
Thésor	2,23%	2,20%	2,20%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,22%	2,23%	2,23%	2,21%
Voordeel	0,36%	0,25%	0,17%	0,10%	0,05%	0,02%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabel 2: gemiddelde rentepercentages na herstructurering Thésor

Hierbij is opnieuw gerekend met de rekenrente voor herfinanciering conform meerjarenbegroting en een rentecoupon voor de nieuwe lening van 2,328% (o.b.v. marktrente inclusief opslag per 27 juli 2015).

De volgende grafiek toont het verschil tussen de gemiddelde rente van de huidige portefeuille (grijze lijn), het bestaande voorstel van Rijnland (oranje lijn) en het aangepaste voorstel van Thésor (blauwe lijn):

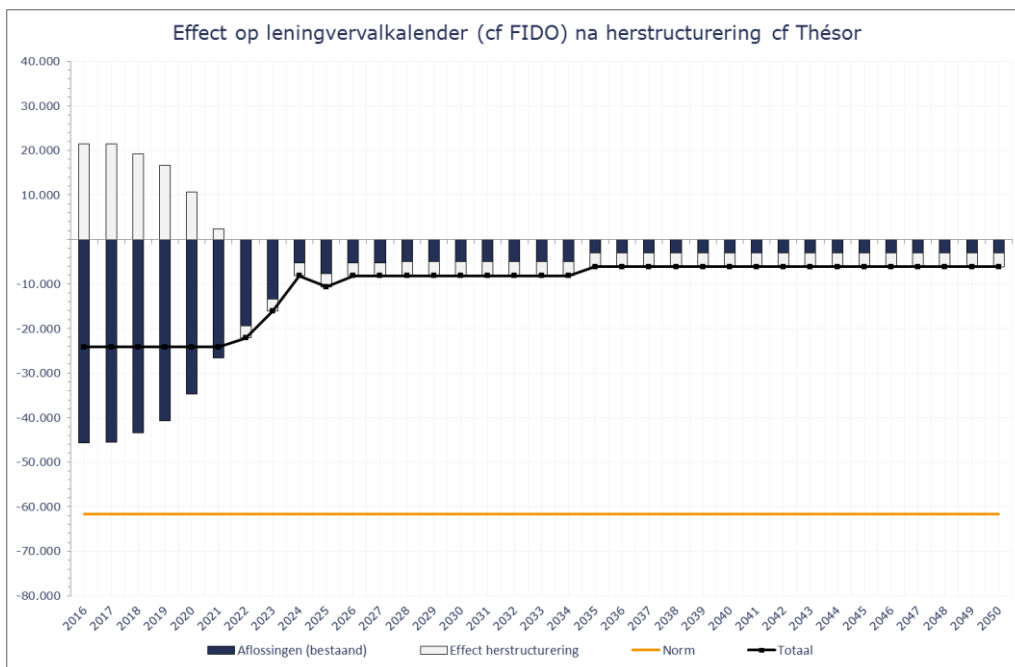


Grafiek 3: effect herstructurering op gemiddelde rente van de leningenportefeuille

Hieruit blijkt dat het uitsluiten van bovenstaande vier leningen in vrijwel alle jaren leidt tot een lagere rente dan het voorstel van Rijnland. Dit komt doordat deze leningen blijven doorlopen tot hun oorspronkelijke einddatum tegen een lagere (bestaande) coupon dan de nieuwe lening. Ter indicatie zijn hieronder de verschillende rentelasten van 2016 (inclusief herfinancieringsrente) opgenomen:

- Rentelasten huidige portefeuille: € 10,1 mln.
- Rentelasten cf. voorstel Rijnland: € 9,4 mln.
- Rentelasten cf. voorstel Thésor: € 9,0 mln.

Daar staat weliswaar tegenover dat het aflossingspatroon minder vlak wordt dan het huidige voorstel, aangezien de hoofdsom van de vier uitgesloten leningen in een kortere periode wordt afgelost. Hierdoor vinden hogere aflossingen plaats gedurende de restant looptijd van deze leningen. Desalniettemin wordt het renterisico uit aflossingen nog altijd fors verlaagd ten opzichte van de bestaande portefeuille (zie zwarte lijn) en bevindt deze zich ruim onder de maximale norm.



Grafiek 4: aflossingsvervalkalender na herstructureringsvoorstel Thésor

3. Conclusies en nadere aandachtspunten

De volgende aandachtspunten zijn in dit document besproken:

- De belangrijkste doelstellingen die Rijnland aan de herstructurering heeft gesteld zijn het verlagen van het renterisico, het realiseren van lagere rentelasten, grotere flexibiliteit bij het aantrekken van toekomstige langgeldleningen en het verkrijgen van een overzichtelijke leningenportefeuille. Deze doelstellingen zullen met het huidige herstructureringsvoorstel worden bereikt.
- Het voorstel kan worden geoptimaliseerd door bestaande leningen met een relatief lage coupon en lange looptijd niet in de herstructurering mee te nemen, maar deze door te laten lopen. Hierdoor wordt meer tegemoetgekomen aan de doelstelling om rentelasten te verlagen. Daarentegen wordt de doelstelling tot risicoverlaging minder bereikt, aangezien door deze aanpassing minder aflossingen worden geherfinancierd. Aangezien het renterisico echter ruim onder de norm blijft, bestaat hiertoe ook geen directe noodzaak.
- Indien wordt gekozen voor het bestaande voorstel, wordt aangeraden om de herstructurering in minimaal twee tranches te laten verlopen. Hierdoor ontstaat enerzijds minder afhankelijkheid van de rentestand op moment van transactie en wordt anderzijds een leningenportefeuille met meer gelijkwaardige hoofdsommen gecreëerd. Indien wordt gekozen voor het geoptimaliseerde voorstel zoals besproken in hoofdstuk 2, dan is deze uitvoering minder relevant aangezien de hoofdsom van de nieuwe lening hiermee wordt gehalveerd.
- De bank rekent kosten voor het herstructureren. Deze worden niet direct in rekening gebracht, maar komen tot uiting in de coupon van de nieuwe lening. Zodoende is het van belang om het voorstel van de bank onafhankelijk te (laten) toetsen op marktconformiteit.
- Tenslotte kan pas achteraf worden beoordeeld of de herstructurering positief heeft uitgewerkt of niet. Indien de rente de komende jaren nog verder daalt of gelijk blijft, dan is de herstructurering relatief ongunstig geweest. Indien de rente echter stijgt, dan heeft de herstructurering positief bijgedragen en wordt geprofiteerd van het vastleggen van de huidige lage rente.