

Gemeentelijke financiering, tussen markt en regelgeving



Inleiding voor Treasurers
100+ gemeenten op 8
oktober 2004

3 rode draden

- Relatieve concurrentiepositie op financiële markten van Nederlandse gemeenten is verslechterd
- Bij ongewijzigd beleid van overheidsbanken zijn betere financieringsmodaliteiten realiseerbaar via covered bonds, securitisatie en structured finance
- De wet FIDO is aan herijking toe w.b. normwaarde kasgeldlimiet en benutting derivaten

Inleiding

- Ontwikkeling financiële markten
- Financiële instrumenten
- Wet FIDO


Concurrentie

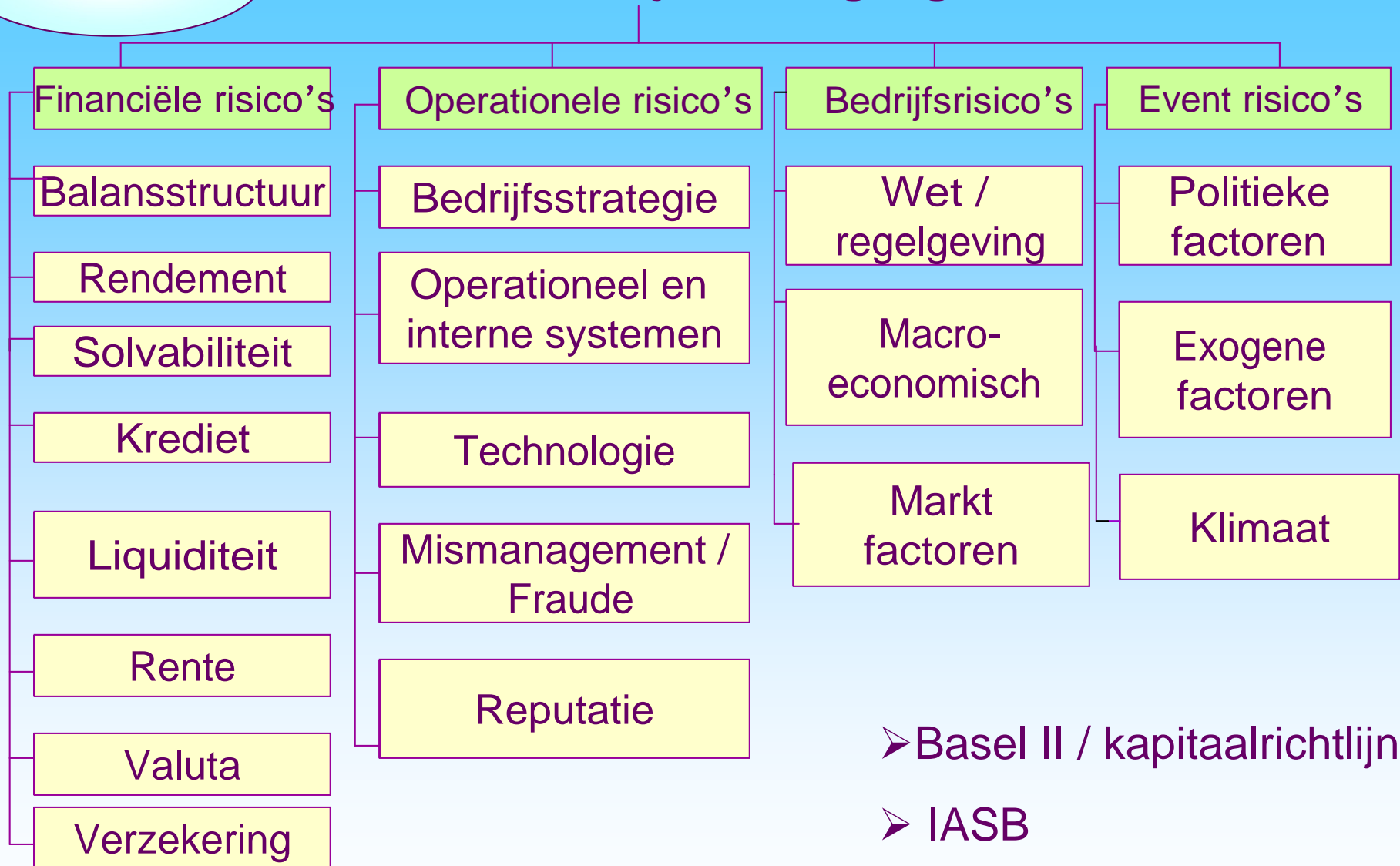
1. Vroeger Overheids”papier” als enige verondersteld risicovrij en AAA,
Nu door ontwikkeling wiskunde, statistiek, aanleg databases,
risicobeheersing ook geconstrueerde schuldtitels met die eigenschappen
2. Door Euro, globalisatie en informatica concurrentie sterk toegenomen

Overheidspapier heeft vooral concurrentie van

- Covered bonds,
- Securisatiepapier (CDOs, CBOs, RMBS, CMBS, whole
business securitisation, ABS etc)
- Overige structured products (via credit default swaps en andere
derivaten, credit enhancements,
contingency-lines van verzekeraars)

Vraagzijde

- **Risico - rendementsratio (value at risk) primair ten opzichte van liquiditeit**
- **Beleggingsrisico wordt niet zozeer gemeden als wel beperkt (risicobeheersingsinstrumenten, spreiding portefeuilles en combinaties op basis van toepassing statistiek en extra zekerheden)**
- **Combinatie met opmars asset-liability management bij Institutionele Beleggers  gevraagd maatwerk**
- **Particuliere beleggers willen gunstige beleggingsresultaten via gespecialiseerde intermediairs**
- **Investmentbanks en andere intermediairs kunnen grote onderhandse plaatsingen aan.**



Instrumenten beheersing / beperken risico's



Porties risico

Isoleren

Verpakken /
hergroeperen
(tegenwoordig met
geringe correlaties)

Vermarkten

Afdekken via :

Diversificatie leningen ✓

Derivaten (meer dan 500
soorten) ✓

Securitisaties ✓

Hybride effecten nvt

Projectfinanciering ✓

Alternative risk transfer ?



Europese financiële integratie

- **EURO en Europees monetair stelsel**
- **Bijna volledige integratie wholesale geldmarktactiviteiten**
- **Sterke integratie kapitaalmarkten**
 - **geringere spreads t.o.v. overheidsobligaties**
 - **marginale invloed op spread bedrijfsobligaties van locatie uitgever**
 - **prijsvorming aandelen in toenemende mate bepaald door faillissementsrisico en karakteristieke opbrengsten voor beleggers**
 - **Institutionele beleggers opereren EU-breed**

Financiële markten

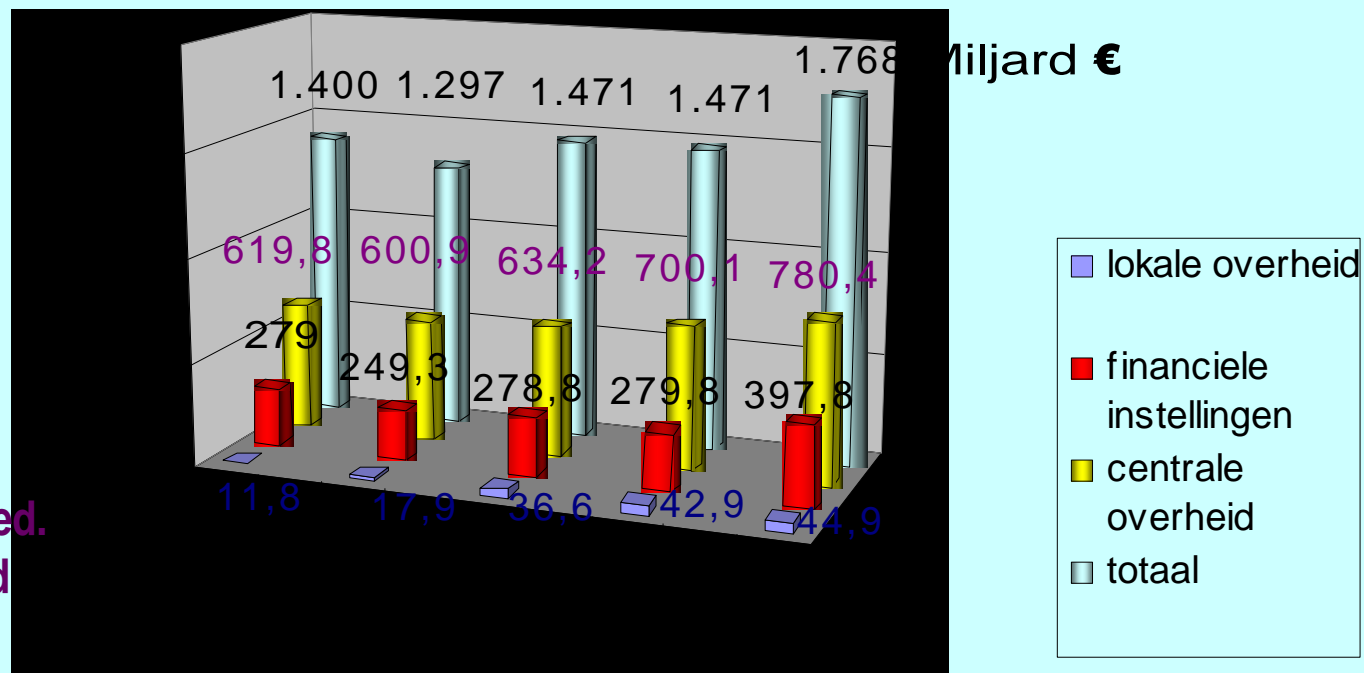
Europese financiële integratie Financiering Overheid

Uitgifte Euro
obligaties
(in mrd)

➤ Openbaar
beroep

lokale overheid
beperkt

➤ NB Totale schuld Ned.
gemeenten 40 miljard



Bron Europese
Commissie

Europese financiële integratie



Pan-europese markt voor openbare schuld nationale overheden lijkt nu te ontstaan

- **Convergentie van looptijden, instrumenten en uitgifteprocedures (vooral veilingen, groeiend belang van syndicering mede door daling fees)**
- **Harmonisatie van marktconventies**
- **Relatief grote autonomie voor agentschappen voor overheidsschuld**

Europese financiële integratie



- Diverse elektronische handels- en uitgifteplatforms voor Europees overheidspapier
- 2003 lancering EuroMTS index
- Alom opbouw benchmark leningen (liquiditeit)
- Toenemend gebruik van derivaten
(focus renterisico)
- Stabiliteits- en groeipact / “Maastricht”:
zoeken naar off-balance financiering (securitisatie)
Met name Italië en Portugal



Europese financiële integratie: lokale overheden

- Beperkt beroep openbare kapitaalmarkt
- gefragmenteerde markt: beroep met name Duitse Länder (in 2003 80%), individueel en in groepen (pooling) Italiaanse en Spaanse lokale overheden en recent Oost-europese lokale overheden
Ratings vereist: ratings rond AA (in 2002 maar 7% AAA)
- Oprekken “Maastricht” in combinatie met landelijke bezuinigingen stimuleren lokale tekorten,
➔
 - off-budget financiering
 - groter kapitaalmarktberoep

Europese financiële integratie: lokale overheden

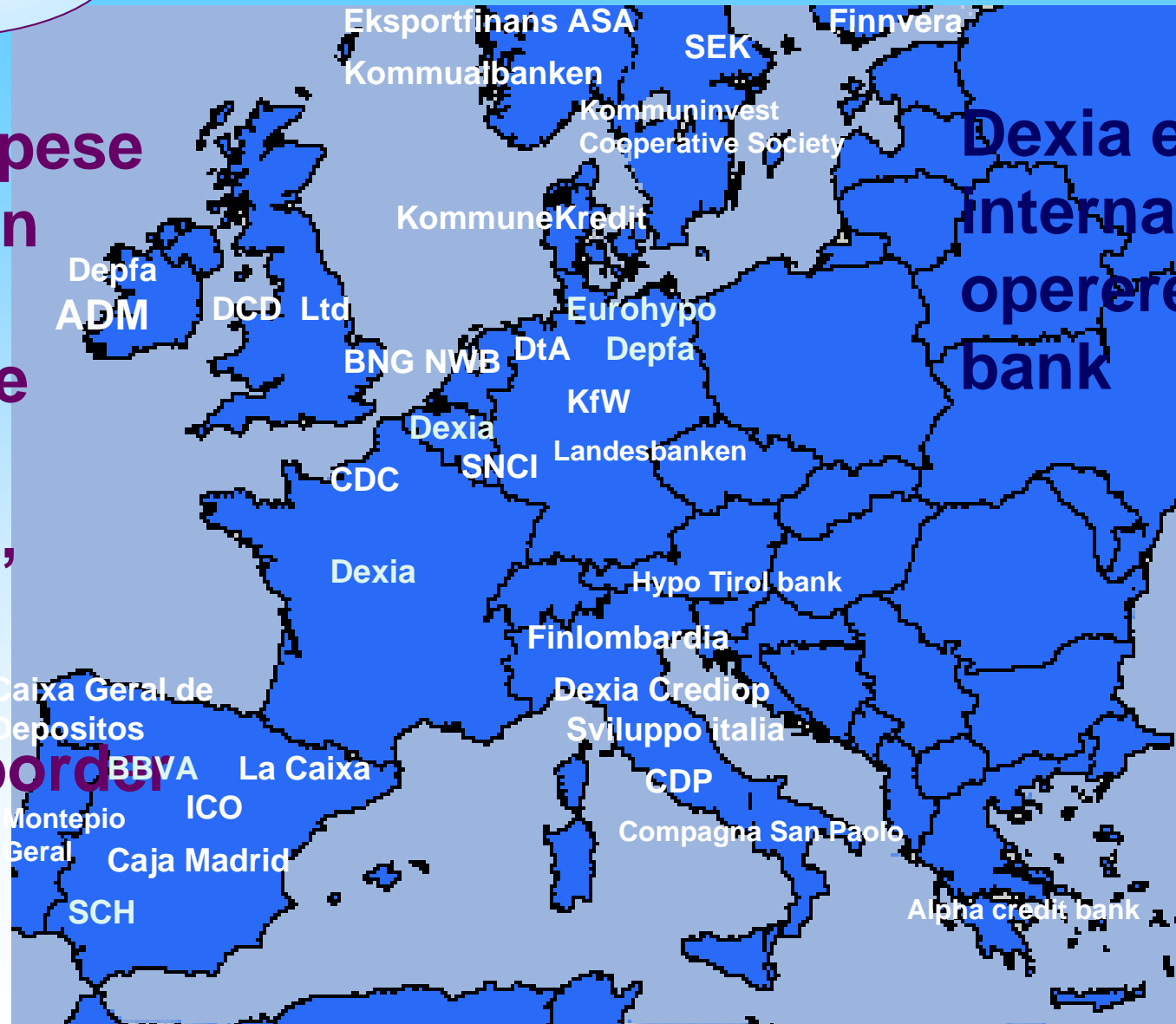
- Financieringsbehoefte lokale overheden in Europa stijgt
- Streven naar lage financieringslasten / zichtbaarheid internationale markten /diversificatie financiers
- Openbaar en onderhands beroep aantal lokale overheden stijgt mede door (a) grotere belangstelling beleggers (ratings, toenemende liquiditeit, transparantie en handelsplatforms) en (b) succes investmentbanks / gespecialiseerde banken.

(in NL Artesia/Dexia , Kempen / Depfa etc)

Lokale overheidsbanken

In Europese lidstaten veel speciale lokale banken, nog weinig cross-border

Dexia enige internationaal opererende bank



Financiering lokale overheid

**In veel EU-landen beperken overheidsbanken
via beperkte rentemarge (NLD >40bp)
aantrekkelijkheid van openbaar
kapitaalmarktberoep (quasi monopolie)**

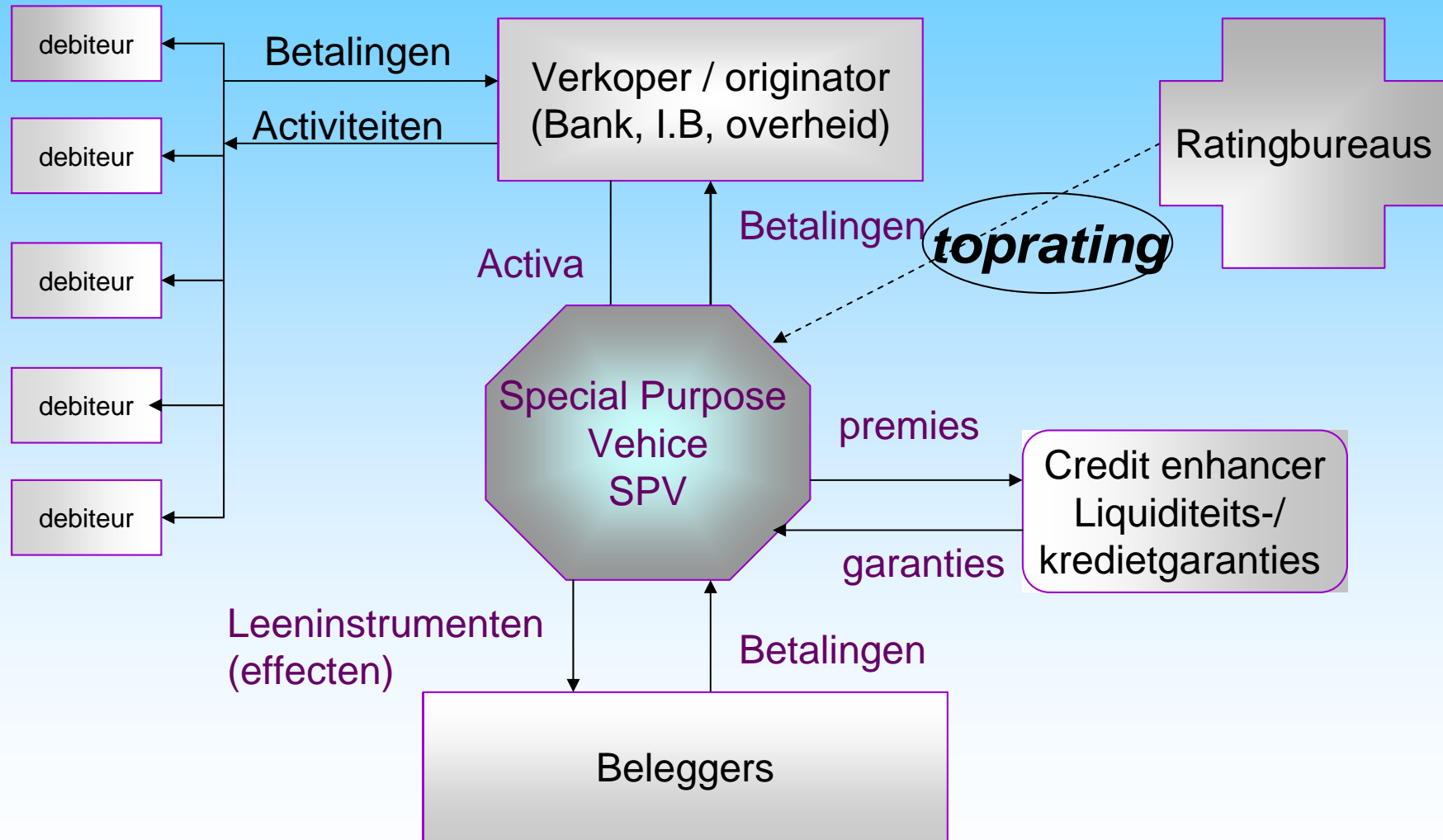
**“Inroads” door anderen (investment banks)
vooral via projectfinanciering (pps /pfi) en
securitisaties (waaronder covered bonds)**

Publieke Sector Securitatie

***Overdracht van activa naar overheid naar SPV, met
betaling van dienst der lening uit inkomsten van SPV
Overheid kan fee ontvangen voor dienstverlening***

Instrumenten

Securitisatie



Securitisatie

Proces waarbij banken hun verhandelbare activa verkopen op effectenmarkten

In toenemende mate ook:

Proces waarbij financiële instellingen samenstelling beleggingsportefeuilles herschikken naar risico-/ rendementsvoorkeuren via bundeling/ verhandeling van specifieke kasstromen, bepaalde activa of aspecten daarvan, dan wel verkopen risico's tische securitisatie)

Instrumenten



Securitisatie

En steeds meer

Proces van disintermediatie

waarbij ondernemingen
(overheden)

aantrekkelijker directe
financiering

(en liquiditeiten) verkrijgen

met hulp van investeringsbank.

- **Potentiële activa wat betreft overheden:**
 - woningen, kantoren en overig onroerend goed (ook herontwikkeling brownfields):
huurinkomsten, sale lease back betalingen, corporatieleningen en hypotheekontvangsten
 - (achterstallige) premies sociale zekerheid
 - lokale belastinginkomsten
 - uitkering specifieke rijksgelden

Securitisatie

MAAR:

EUROSTAT (3 juli 2002)

- **Securitisatie van toekomstige kasstromen gekoppeld aan niet al in overheidsboekhouding verwerkt actief is gelijk aan lenen door overheid**
- **Transacties met overheidsgarantie voor SPV of soortgelijke entiteit betekent incomplete overdracht van risico: transactie is gelijkwaardig aan lenen door overheid.**
- **Waarde van initiële overdrachtstransactie van Staat naar SPV te boeken als kasontvangst Staat**
- **Betalingen van de SPV aan de overheid mogen niet meer dan 15% afwijken van marktprijzen (tegen overdekking)**

instrumenten

Securitisatie

Dus:

Portugal:

Securitisatie inkomsten lokale belastingen en sociale zekerheidspremies:

Uitstaande rechten, die verkocht worden (true sale) zonder garanties

Italië: Securitisatie bestaand onroerend goed, achterstallige ziektekostenpremies

Securitisatie

Nadelen securitisatie door publieke sector:

- Vermindert flexibiliteit schuldbeleid en allocatie publieke middelen
- Vermindert budgettaire transparantie
- Risico van later stijgende financieringskosten
- Looptijden van ABS-leningen doorgaans 3 tot 7 jaar
- Hoge vaste kosten en complexe juridische structuren

PPS-deelneming

Wet fido niet van
toepassing (alleen bij
openbare lichamen)

Deelneming of lening vanwege “Publieke taak”:
d.w.z. Euro-denominatie,

Geen hoofdsomindexatie

Publieke taak (art. 155 gemeentewet)

Aankopen aandelen,

Verstrekken leningen en garanties

Inlenen en doorlenen



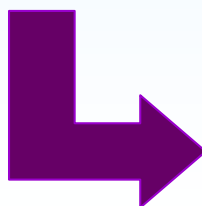
Wel aanvaardbaar

Eisen: **significante zeggenschap**

geen niet publieke doeleinden

bij kredieten en garanties aan corporaties voorwaarden

vergelijkbaar met WSW



Eurostat

PPS geen invloed op financieringstekort mits:

- private partners bouwrisico dragen
- en
- private partners tenminste beschikbaarheids-
of vraagrisico dragen

Wel invloed op tekort : beschikbaarheidsvergoeding aan
PPS bij oplevering

Rationaliteit *micro-economische efficiency*,
niet zozeer begrotingscondities / ideologie

Op te lossen problemen:

- verdeling kosten/opbrengsten
- rendementseis private sector
- risicoverdeling
- bevoegdheidsverdeling
- financiering (overheid goedkoper dan private sector)

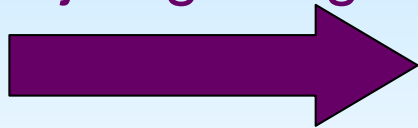
Instrumenten

PPS



Rationaliteit micro-economische efficiency,
niet zozeer begrotingscondities / ideologie

Bij begrotingstekorten alleen op kasbasis



primair kasmaatregelen:


vervroegen inkomsten en vertragen uitgaven en evt derivaten

Italië: zelfs cash flow swaps met initiële kasontvangst

financial consultancy

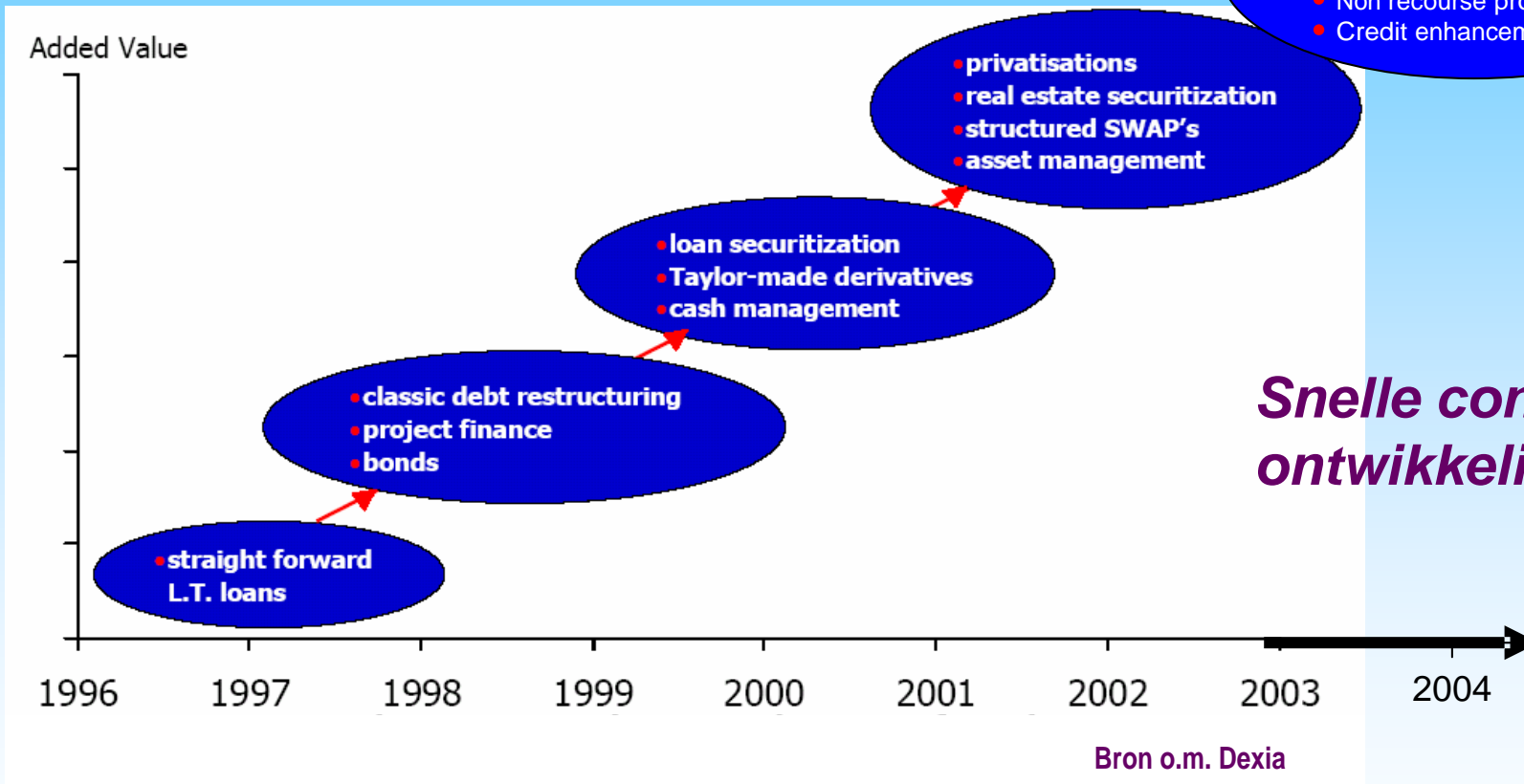
Sovereign bv ©

PPS

- Publieke garanties voor leningen private partner niet van belang voor kasboekhouding  ERGO ?
- Publieke garanties voor levering evenmin (toegepast in Oostenrijk)

Ontwikkeling financiële instrumenten

Instrumenten



Snelle continue ontwikkeling

Instrumenten

Inflatieleningen (inflatierisico)



- Hoofdsom indexatie en / of indexatie van rente aan consumptieprijsindex
- Inflatieswaps
- Inflatierisico voor debiteur
(wegnemen inflatierisico langjarige uitkeringsverplichtingen)
- Vooral Frankrijk (€ 46 miljard), VK (£ 78 miljard), Italië en Griekenland, mogelijk ook Duitsland

Inflatieleningen (inflatierisico)



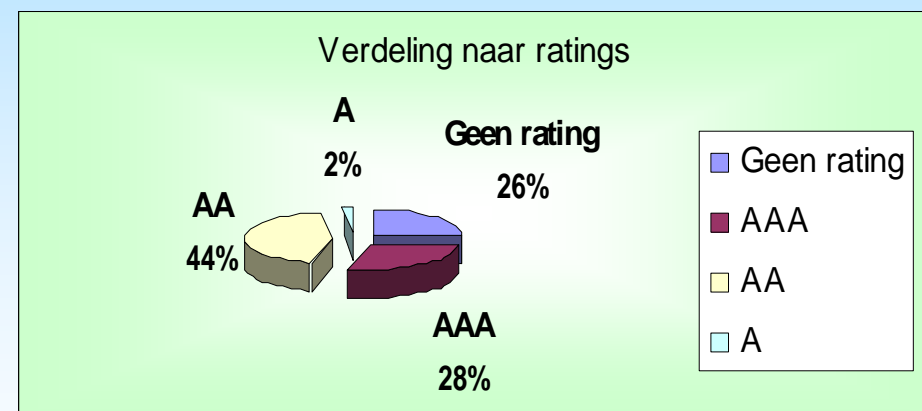
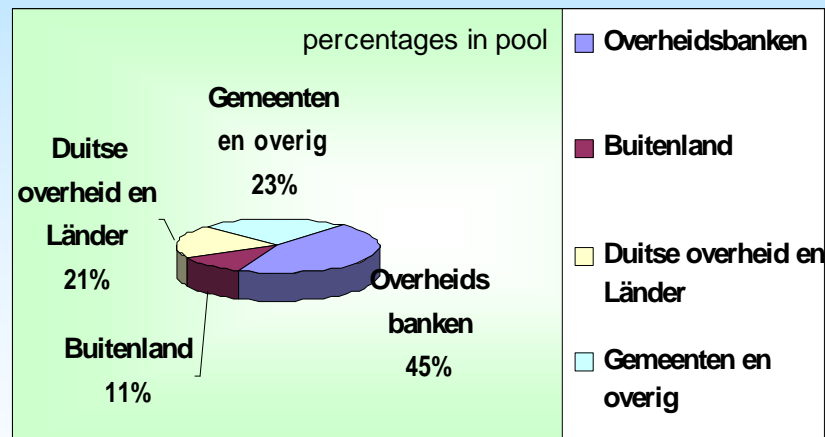
- Aantrekkelijk bij lage reële rente
- Risicospreiding schuldportefeuille
- Rendementswinst: via inflatieswaps inflatierisico verwijderen
- Pogingen uit te breiden naar (semi)overheden (en corporatiesector)

Covered bonds

- “Pfandbriefe” / “gedeckte Schuldverschreibungen”
- **Zowel hypotheeken als overheidsschulden,**
- **Omvang €1.500 miljard ult. 2003 (17% totale Europese obligatiemarkt)**
- **Uiterst aantrekkelijke rente (spread soms lager dan swaprente)**
door dubbele zekerheid (schuldenportefeuille van eerste klas leningen wel op balans van debiteur, maar afgescheiden bij faillissement, vaak ook overcollateralisation)
- **grote liquiditeit** (jumboleningen, verzekerde marketmaking, standaard leningvoorwaarden, homogene portefeuilles mede door afdekking risico's via derivaten)

Covered bonds

- Marge hypotheekbanken relatief gering
- Ratings AAA en AA
- Als kader speciale wet en regelgeving dan solvabiliteitsbeslag 10%, als gebaseerd op contractvoorwaarden (structured covered bonds) 20%
- Voor veel beleggers en centrale banken alternatief voor overheidsleningen



Instrumenten

Voorbeelden
van andere
jonge
schuldtitels

Structured Securities			Stripped Securities	Securities with Optionality
Dual Currency Bonds			Treasury Strips	Callable Bonds
Commodity Linked Bonds			IO's and PO's	Putable Bonds
Yield Curve Notes	Step-up notes	Ratched bonds		Convertible Securities
Equity Liked Products		Deferred coupon bonds		Warrants
Struc tured notes	Range notes	Target redempti on notes		

Gestructureerde financiering

- **Maatwerk is vaak een combinatie met opties (en andere derivaten) en daarmee discutabel (immers doel is niet om risico's van financieringsprodukt af te dekken)**
- **Combinaties met “alternative risk transfer” producten (verzekeraars) vallen buiten FIDO**

Instrumenten



"By God, gentlemen, I believe we've found it—the Fountain of Funding!"

© The New Yorker Collection 1977 Lee Lorenz from cartoonbank.com. All Rights Reserved.

Gemeentelijke regelgeving

Kasgeldlimiet

- Normeringswaarde kasgeldlimiet is aan herijking toe
 1. goede instrumenten voor beheersing renterisico beschikbaar
 2. bedrijfsfinanciering is gediend met meer flexibiliteit
 3. andere overheden andere normen: Rijk 9% BNP, corporaties 7,5 / 15%

Derivaten

- Maatwerkderivaten kunnen risico's afsluiten, maar andere openen:

verplichte randvoorwaarden of

FIDO

Gemeentelijke regelgeving

WET FIDO Beleggen (treasury)

- Overtollige middelen (geen leveraging of door- en inlenen)
- Financiële instellingen en/of waarden met minimaal A-rating of solvabiliteitsvrij
- Hoofdsomgarantie eind van looptijd (op concrete einddatum) of vastrentende waarde
- Geen vreemde valuta
- Derivaten alleen acceptabel indien gericht op beperken financiële risico's van een onderliggende waarde

financial consultancy

Sovereign bv ©

Toegenomen complexiteit

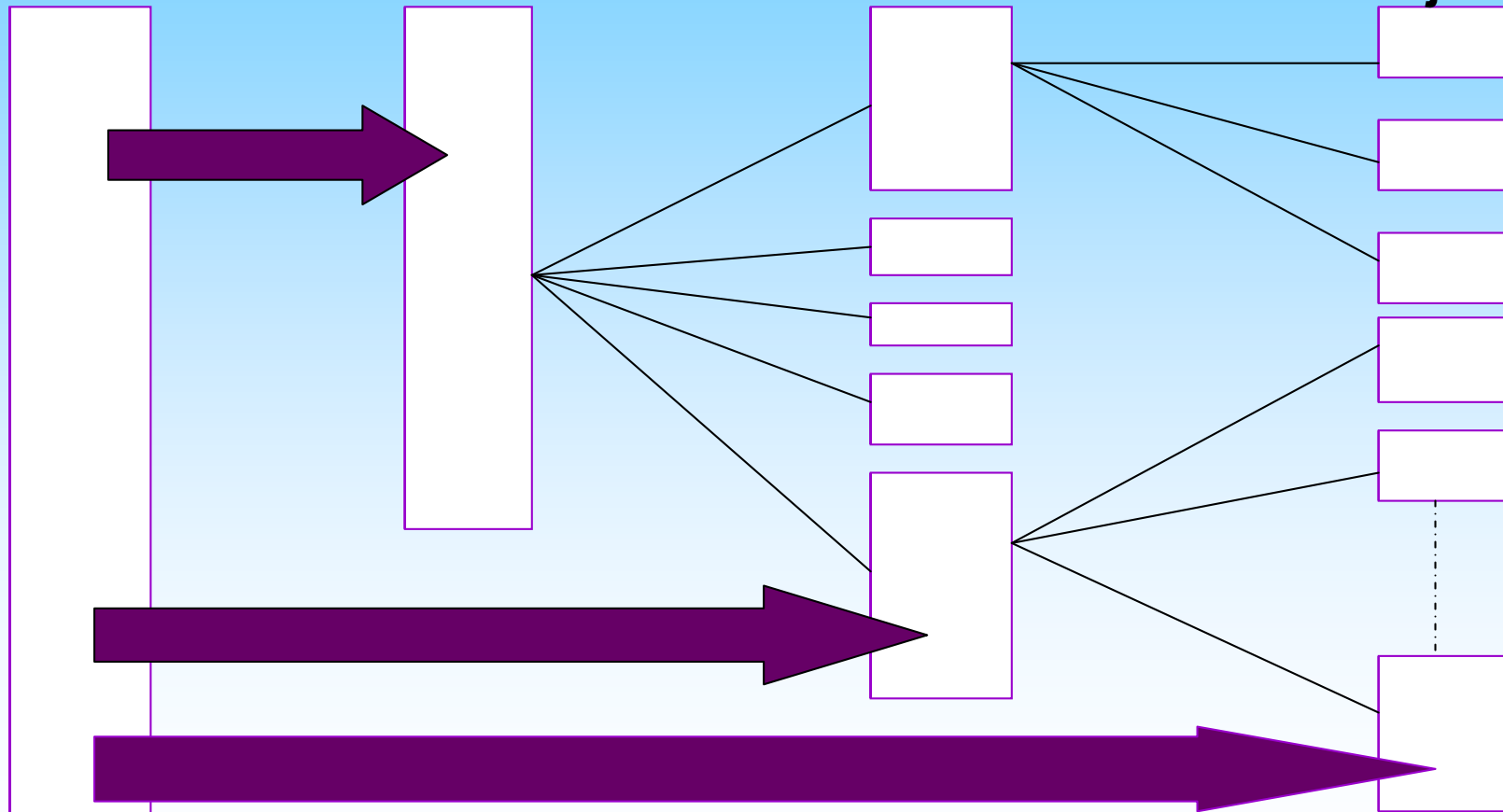
(Gemeente) (Liquiditeiten/obligatiefonds)
Hoofdsomgarantie en A-rating

Beleggers

Fund of funds

**Private equity funds/
partnerships**

**Deelnemingen
in bedrijven**



FIDO

Gemeentelijke regelgeving

Hogere
opbrengsten met
weinig risico?



In hoofdzaak gesloten
nationale markt en geen
benutting marktmacht
door lokale overheden:
ergo marge voor
intermediair

Conclusies

- **betere rentemodaliteiten in potentie te realiseren via (shoppen buitenland), (a) covered bonds , (b) sommige securitisaties, (c) gestructureerde financiering, (d) inflatieleningen mits inflatierisico geswapt of afgetopt dan wel realisatie nieuwheidspremie**
- **Te hoog financieringstekort op kasbasis (niet op transactiebasis) vaak op te lossen via cashmanagement , securitisatie en pps zijn daarvoor minder geschikt**
- **Herijking kasgeldlimiet en heroriëntatie omgaan met derivaten bij structured finance is aan te bevelen. In dat verband is aandacht nodig voor ART produkten**

Gemeentelijke financiering, tussen markt en regelgeving



Vragen ?

This document was created with Win2PDF available at <http://www.win2pdf.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.