

## Umsögn

Til: Borgarráðs

Frá: Fjármálastjóra

Efni: Lántaka Orkuveitu Reykjavíkur hjá EIB

Orkuveita Reykjavíkur sendi borgarráði erindi, dags. 10. júní 2016, þar sem óskað var eftir að eigendur veiti staðfestingu á fullri ábyrgð vegna fyrirhugaðrar lántöku Orkuveitu Reykjavíkur (OR) hjá Evrópska fjárfestingarbankanum (EIB). Í fyrirbyggjandi lánasamningi er gert ráð fyrir að EIB veiti OR allt að 70 milljóna evra lán fyrir tilteknum framkvæmdum sem nema alls 143,7 milljónum evra, þó þannig að lánsfjárhæðin verði aldrei hærri en 50% af heildarkostnaði vegna framkvæmdanna. Um er að ræða framkvæmdir vegna virkjana og endurbóta á dreifikerfum fyrir heitt vatn og rafmagn.

### Heimild eigenda til að veita ábyrgð

Þegar upphaflegt erindi barst frá OR var ekki ljóst hvort eigendum væri heimilt að veita eigendaábyrgð samkvæmt leiðbeinandi reglum Eftirlitsstofnunar EFTA (ESA) um ríkisábyrgðir. OR ákvað að leita staðfestingar hjá ESA á því að eigendum væri heimilt að veita eigendaábyrgð vegna áformaðrar lántöku. Nú hefur verið farið yfir málið á símafundi 13. desember sl. með fulltrúum ESA, fjármálaráðuneytis og OR, sjá lýsingu úr fundargerð, og virðist niðurstaðan vera sú, samkvæmt upplýsingum lögfræðings í fjármála- og efnahagsráðuneytinu, að ESA hyggst ekki gera athugasemd við að í þessu tilviki verði veitt 100% eigendaábyrgð á láni EIB til OR þótt hið almenna þak í leiðbeinandi reglum ESA um ríkisábyrgðir væri 80% enda væru önnur skilyrði reglnanna uppfyllt, þ.á.m. að fullt ábyrgðargjald væri greitt.

Í fundargerð af þessum fundi segir:

*„ESA hefur frá júnímánuði sl. haft til umfjöllunar erindi OR frá þar sem óskað var eftir afstöðu stofnunarinnar til ábyrgðar eigenda OR á láni fyrirtækisins frá EIB. Vaidó Poldoja, sem hefur haft málið til umfjöllunar hjá stofnuninni óskaði með tölvupósti þann 11. desember sl eftir símafundi til að ræða málið. Sá fundur fór fram þann 13. desember 2017 kl. 13:00. Þar tilkynntu fulltrúar ESA að ekki væri gerð athugasemd við 100% ábyrgð eigenda á láni frá EIB, sem verið hefur til umfjöllunar undanfarin misseri, enda væru skilyrði um ríkisaðstoð uppfyllt og ábyrgðargjald greitt, eins og gert er í þessu tilviki. Einnig að ESA muni ekki gefa út neina formlega ákvörðun eða tilkynningu vegna þessa. Það mun fyrst og fremst vera vegna þess að fulltrúar ESA höfðu átt símafund beint við EIB og spurt hvort og þá hvað bankinn þyrfti til staðfestingar á því að stofnunin gerði ekki athugasemdir við lánið, en bankinn sagði að hann þyrfti ekkert meira en þær upplýsingar sem veittar voru á símafundinum um óformlega afstöðu stofnunarinnar.“*

### Lánskjör

Fyrirbyggjandi lánasamningur við EIB felur í raun í sér vilyrði fyrir láni sem draga má á í þremur ádráttum yfir þriggja ára tímabil. Gjaldmiðill hvers ádráttar, vaxtaviðmið og vaxtakjör, lánstími og tilhögun endurgreiðslu eru háðar tilboði bankans hverju sinni og þessar upplýsingar liggja því ekki fyrir fyrr en við hvern og einn ádrátt. Miðað við markaðsupplýsingar í dag myndu grunnvextir á láni í dollurum hjá EIB til 15 ára nema 2,49% og fastir vextir með álagi myndu því vera **3,01%**. Undanfarið hafa vextir farið hækkandi á alþjóðlegum mörkuðum og gætu reynst hærri í síðari ádráttum á lántökunni. Þess vegna

væri æskilegt að hver og einn ádráttur yrði borinn undir eigendur til samþykktar en ekki er gert ráð fyrir því í núverandi fyrirkomulagi.

Til viðbótar við ofangreinda vexti leggst ábyrgðargjald á lántökukostnað OR vegna eigendaábyrgðar. Ábyrgðargjald er greitt ársfjórðungslega og fer eftir mati á þeirri ívilnum í lánskjörum sem leiðir af ábyrgð eigenda. Í ár er gjaldið 0,87% vegna lána sem fjármagna verkefni í sérleyfisstarfsemi og 0,58% vegna lána sem fjármagna verkefni í samkeppni. Virkjanalán eru flokkuð sem 10% vegna sérleyfisstarfsemi og 90% vegna samkeppnisstarfsemi og bera því 0,61% ábyrgðargjald en önnur lán bera 0,87% ábyrgðargjald. Í ljósi þess að það vó þungt í afstöðu ESA (sbr. hér að ofan) að hluti undirliggjandi verkefna sem lánið frá EIB fjármagnar eru vegna sérleyfisstarfsemi OR má ætla að EIB lánið eigi að bera 0,87% ábyrgðargjald. Það myndi þýða að virkir vextir lánsins yrðu 3,88% að ábyrgðargjaldinu viðbættu.

Í ár hefur OR gefið út u.þ.b. 6,2 milljarða króna í skuldabréfum á innlendum markaði, þar af 4,8 milljarða króna í verðtryggðum flokki til 29 ára. Í útboði í byrjun október sl. seldi OR 500 milljónir króna að nafnverði í þessum flokki á **3,04%** ávöxtunarkröfu. Verðtryggðir vextir á löngum lánum hafa farið hratt lækkandi undanfarið á innlendum skuldabréfamarkaði og eru mjög hagstæðir um þessar mundir. Í síðasta útboði Reykjavíkurborgar var boðinn verðtryggður skuldabréfaflokkur til 15 ára og tilboðum tekið á kröfunni **2,58%**. Líklegt er að OR geti einnig náð í útboðum enn betri kröfu en í útboðinu í október sl., sérstaklega með lengri verðtryggða skuldabréfaflokkinn þar sem vaxtakúrfan er niðurhallandi á innlendum markaði, þ.e.a.s. krafa á lengri lánum er yfirleitt lægri en á styttri lánum hérlandis. Þegar borin eru saman kjörin á langa skuldabréfaflokki OR við kjörin á áformuðu EIB láni verður að hafa í huga að OR flokkurinn er til tvöfalt lengri tíma en EIB lánið en almennt er vaxtakúrfan upphallandi á erlendum mörkuðum, þ.e.a.s. vextir hækka eftir því sem lánstíminn er lengri, vegna vaxandi áhættuálags. Þar að auki eru fyrrgreind innlend skuldabréf OR gefin út án formlegrar ábyrgðar eigenda.

Líkur eru á að kjör OR á innlendum skuldabréfamarkaði gætu batnað við það að koma á viðskiptavakt á langa verðtryggða skuldabréfaflokki félagsins. Það eykur seljanleika skuldabréfanna og ætti að fjölga mögulegum kaupendum í útboðum. Fjármálaskrifstofa veitir athygli að lengst af hefur einungis einn aðili leitað eftir tilboðum í skuldabréf OR í innlendum útboðum en nýlega hefur annar aðili bæst við samkvæmt upplýsingum OR. Hjá Reykjavíkurborg annast allir viðskiptabankarnir viðskiptavakt og útboð með skuldabréfaflokka borgarinnar sem hefur reynst afar árangursríkt líkt og hjá Lánasjóði sveitarfélaga. Samkvæmt nýjum upplýsingum frá OR er stefnt að því að taka upp viðskiptavakt á skuldabréfaflokkum OR sem er jákvætt.

Vextir á innlendum markaði virðast um þessar mundir mun hagfelldari en vextir EIB. Við ákvörðun um töku á nýju láni í erlendum gjaldmiðli verður að taka gjaldmiðlaáhættuna með í matið en OR er ekki að fullu varið fyrir henni á meðan ójafnvægi er í sjóðstreymi félagsins í erlendum gjaldeyri. Gjaldskrár OR eru að miklu leyti verðtryggðar og skapa þannig ákveðna vörn gagnvart áhrifum íslenskrar verðbólgu á verðtryggð innlend lán. Það er mat fjármálaskrifstofu að vaxtakjör þurfi að vera umtalsvert betri á erlendu láni en innlendri fjármögnum til að réttlæta gjaldmiðlaáhættuna.

### **Ójafnvægi í erlendu sjóðstreymi**

Þrátt fyrir sterka fjárhagsstöðu OR um þessar mundir eins og flestar kennitölur í 9 mánaða uppgjöri félagsins sýna þurfa stjórnendur og eigendur OR að vera vakandi fyrir viðvarandi ójafnvægi í



sjóðstreymi sem birtist í misvægi milli tekna í erlendum gjaldmiðlum á móti greiðsluskuldbindingum í erlendum gjaldmiðlum. Ljóst er að OR stendur frammi fyrir miklu útfærði erlends gjaldeyris á næstu árum vegna hraðrar niðurgreiðslu skulda sem er mun meira en þær tekjur sem OR kemur til með að afla í erlendum gjaldmiðlum. Frá árinu 2019 til 2025 er sjóðstreymi í erlendum gjaldeyri neikvætt og nemur uppsafnað nettó útfærði erlends gjaldeyris yfir það tímabil rúmum 18 milljörðum króna. Þetta stafar af því hversu stutt erlendu lán OR eru og hversu mikið ósamræmi er milli tekna félagsins og skulda þess í erlendum gjaldmiðlum. Þetta ójafnvægi í erlendu sjóðstreymi veldur markaðsáhættu fyrir OR.

Lántaka hjá EIB í erlendum gjaldmiðli dregur úr áhættu vegna gjaldeyrismisvægis til skemmri tíma sé andvirði lánsins ráðstafað inn á önnur erlend lán. Huga þarf að frekari skrefum í þessum efnum þar sem uppsöfnuð gjaldeyrisþörf verður meiri til lengri tíma.

Í eigendastefnu OR er gert ráð fyrir að fyrirtækið setji sér áhættustefnu til að draga eftir því sem kostur er úr áhrifum ytri fjárhagslegra áhættuþátta á tekjur, þjónustu, eignir og skuldir þess. Sú áhættustefna liggur fyrir. Jafnframt er í eigendastefnu ákvæði um að framkvæmdir beri almennt að fjármagna í sama gjaldmiðli og væntanlegar tekjur þeirra. Ljóst er að verði af EIB lántökunni sem hér er til umfjöllunar munu erlendar skuldir fyrirtækisins aukast án þess að erlendar tekjur aukist á móti, svo að misvægi í heildargreiðsluflæði fyrirtækisins í erlendum gjaldmiðlum kemur til með að aukast að öðru óbreyttu<sup>1</sup>. Rétt er að benda á að hvorki í eigendastefnu, áhættustefnu né langtíamarkmiðum fyrirtækisins hefur verið skilgreint þak á erlendar skuldir þess. Þá hafa ekki verið sett markmið um tímasett aðlögunarferli að jafnvægi í greiðsluflæði í erlendum gjaldmiðlum.

Að mati fjármálaskrifstofu er mikilvægt að slíkt viðmið sé skilgreint og að skert sé á framangreindu ákvæði eigendastefnu um fjármögnun framkvæmda, enda er mikilvægt að fyrirtækið og Reykjavíkurborg sem eigandi hafi skýra og mælanlega afstöðu til þess að hve miklu leyti skynsamlegt og eðlilegt sé að fjármagna fyrirtækið í erlendum gjaldmiðlum.

Það er mat fjármálaskrifstofu að skynsamlegt sé að freista þess að minnka áhættu í greiðsluflæði OR með því að lengja lánstímann í stórum hluta eða 40% af lánasafninu í það minnsta fram yfir um 8 ár og breyta þeim lánum jafnframt í innlend lán (ISK). Með þessu móti er unnt að létta á greiðslubyrði næstu árin, lengja í meðallíftíma lána, minnka endurfjármögnunaráhættu, minnka gjaldmiðlaáhættu og jafna inn og útfærði í erlendum myntum fram til ársins 2022. Þessar aðgerðir myndu að mati fjármálaskrifstofu draga verulega úr áhættu í greiðsluflæði og auka þol félagsins gegn áföllum. Samtímis gæti áhætta í efnahag minnka mikið. Fjármálaskrifstofa mælir með því að gerð verði áætlun sem fyrst um þessar ráðstafanir.

Í þessu samhengi er rétt að halda til haga að áformuð lántaka OR hjá EIB gæti reynst jákvæð að því marki að hún lengir í lánasafninu.

### **Ábyrgðir borgarsjóðs á lánum fyrirtækja í B-hluta**

OR hefur náð miklum árangri í lækkun skulda á undanförunum árum. Engu að síður námu ábyrgðir borgarsjóðs á skuldbindingum fyrirtækisins um 95,3 milljörðum króna í lok september á þessu ári, en

<sup>1</sup> Ef dregið er á lánið í dollurum minnkar misvægi í þeim gjaldmiðli með lántökunni þar sem tekjur fyrirtækisins í dollurum eru almennt umfram greiðslu skulda í dollurum. Eftir stendur að fyrirtækið hefur enn miklar skuldir í öðrum gjaldmiðlum (evrum, frönskum, jenum, sænskum krónum og pundum) þar sem engar tekjur eru á móti í sama gjaldmiðli.



Þær gætu verið meiri ef ekki væri fyrir hagstæða gengis- og verðbólguþróun undanfarin misseri. Borgarsjóður ber jafnframt ábyrgð á ýmsum skuldbindingum annarra fyrirtækja í eigu borgarinnar.

Að mati fjármálaskrifstofu er brýnt að skilgreina mörk um umfang ábyrgða borgarsjóðs með hliðsjón af áhættu í rekstri fyrirtækja borgarinnar og fjárhagslegu bolmagni borgarsjóðs til að undirgangast ábyrgðirnar. Jafnframt þarf að skilgreina viðbragðsaðgerðir sem grípa má til við álagsaðstæður. Það er ennfremur mat fjármálaskrifstofu að mikilvægt sé að marka skýra stefnu og betrubæta verklagsreglur borgarinnar um veitingu ábyrgða. Fjármálaskrifstofa hefur unnið drög að slíkri stefnumótun með drögum að reglum um veitingu ábyrgða borgarsjóðs á lánum til fyrirtækja í eigu borgarinnar ásamt drögum að reglum um ábyrgðasjóð, sem ætlað er að auka getu borgarsjóðs til að standa undir þeim ábyrgðum sem hann hefur tekist á hendur.

### Niðurstaða

Samantekið má ætla að eigendum OR sé heimilt að veita 100% ábyrgð á áformaðri lántöku OR hjá EIB. Lenging í erlendum lánum OR er jákvætt skref.

Vaxtakjör að viðbætti gjaldmiðlaáhættu og ábyrgðargjaldi gera þessa lántöku ekki sérstaklega fýsilega þegar borin eru saman þessi kjör og kjör á löngum verðtryggðum lánum á innlendum lánamarkaði um þessar mundir sem ekki gera kröfur um sérstaka ábyrgð eigenda.

Misvægi í sjóðstreymi OR kallar á lengingu lána og misvægi í greiðsluflæði í innlendum og erlendum gjaldmiðlum skapar endurfjármögnunar- og gjaldmiðlaáhættur sem mikilvægt er að draga úr með því að lengja í lánasafni OR og færa allt að 40% lánasafnsins yfir í íslenskar krónur. Hagstæður innlendum lánamarkaður og hátt gengi íslenskrar krónu skapa kjöraðstæður til þessara breytinga.

Erlendar skuldir Orkuveitu Reykjavíkur og ábyrgðir borgarsjóðs eru enn miklar og kalla á skýra stefnumörkun á vettvangi eigenda- og áhættustefnu OR og hjá borgarsjóði varðandi veitingu ábyrgða og áhættustýringu sem af þeim leiðir.

*Birgir Björn Sigurjónsson,  
fjármálastjóri*