

Vergaderjaar 2010–2011

28 753

Publiek-private samenwerking

Nr. 22

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 24 januari 2011

1. Inleiding

Met deze brief bied ik u mede namens de minister van Infrastructuur en Milieu de definitieve reactie aan op het advies van de commissie om institutionele beleggers bij de financiering van infrastructuur te betrekken door het oprichten van een fonds, zoals in de kabinetsreactie op het rapport van de commissie «Private Financiering van Infrastructuur» (ofwel de Commissie Ruding) is toegezegd¹. Daarnaast worden met de brief twee andere toezeggingen beantwoord, namelijk de motie van Geel, Slob en Hamer², waarvan de inhoud sterk is gerelateerd aan het advies van de Cie. Ruding, en een toezegging van de minister van Infrastructuur en Milieu over de plussen en minnen van de Vlaamse participatiemaatschappijen³.

Met deze brief wordt nog geen invulling gegeven aan de afspraak in het regeerakkoord «Aanleg en gebruik van additionele infrastructuur, zoals supersnelwegen, kunnen worden gefinancierd door investeringen van bijvoorbeeld pensioenfondsen en tolheffing». Over de stand van zaken rond deze afspraak zal het kabinet u maart 2011 separaat informeren met de brief over de kabinetsvisie op PPS/DBFM(O)⁴.

Naar aanleiding van het advies van de commissie Ruding is een gezamenlijke werkgroep geformeerd, waaraan vertegenwoordigers namens institutionele beleggers, Financiën, Infrastructuur en Milieu en regionale overheden hebben deelgenomen. De uitkomsten uit het onderzoek vormen de basis voor deze brief. Voor de reacties op de overige twee toezeggingen is gebruikgemaakt van de uitkomsten van het onderzoek.

2. Conclusies

De werkgroep komt tot de volgende conclusies:

- Er zijn geen belemmeringen van technische of juridische aard voor institutionele beleggers om in Nederlandse infrastructuurprojecten te investeren.

¹ Zie kenmerk 29 385, nr. 40 voor het rapport van de commissie Ruding en kenmerk 28 753, nr. 15 voor de kabinetsreactie op het rapport.

² Met de motie Van Geel, Hamer en Slob verzoekt de Kamer aan het kabinet met concrete voorstellen te komen om pensioenfondsen te betrekken bij de financiering van infrastructuur, met name de verbetering van de bereikbaarheid in Rotterdam met de A15 en de realisering van een windmolenpark bij de Tweede Maasvlakte (kenmerk 32 123, nr. 8).

³ De minister van destijds Verkeer en Waterstaat heeft tijdens het Algemeen Overleg over «PPS en Verkeer en Waterstaat» toegezegd om te bezien wat de plussen en minnen zijn van de Vlaamse participatiemaatschappijen en de Kamer tegelijkertijd met de reactie op het betrekken van institutionele beleggers hierover te informeren (kenmerk 28 753, nr. 16).

⁴ Zie brief aan Tweede Kamer over uitstel kabinetsvisie DBFMO, kenmerk 28 753, nr. 21.

- Zo investeren institutionele beleggers op dit moment al door deelnemingen in het eigen vermogen. Extra maatregelen om deelname in het eigen vermogen te stimuleren zijn daarom overbodig. Aangezien er naast de institutionele beleggers voldoende geïnteresseerde partijen zijn in het eigen vermogen zien de ministers van Financiën en Infrastructuur en Milieu geen reden om in Nederland een participatiemaatschappij op te richten, zoals in Vlaanderen. Onderzoek van de plussen en minnen, zoals de Kamer heeft verzocht, heeft geen nieuwe argumenten opgeleverd om wel een participatiemaatschappij op te richten.
- Institutionele beleggers beleggen momenteel niet in het vreemd vermogen van infrastructuurprojecten vanwege het in hun ogen geringe aantal projecten om de organisatorische kosten terug te kunnen verdienen en het voor hen onaantrekkelijke rendement.
- Momenteel is er zicht op voldoende projecten die financiering nodig hebben. In het regeerakkoord staat dat landelijk een groot aantal publieke-private infrastructuurprojecten zal worden gestart. Verder zijn er ook in Europa voldoende DBFM-projecten die financiering nodig hebben.
- Het rendement is voor institutionele beleggers niet aantrekkelijk genoeg vanwege de beperkte verhandelbaarheid van deze leningen in combinatie met de in hun ogen te lage rente. Het verhogen van de rente door de overheid is geen optie voor de overheid. Dit zou neerkomen op het subsidiëren van de institutionele beleggers door de belastingbetaler.
- Als alternatief hebben de institutionele beleggers voorgesteld dat de overheid toestaat dat DBFM projecten voor een deel kunnen worden gefinancierd met inflatiegerelateerde leningen. Inflatiegerelateerde leningen zijn voor institutionele beleggers aantrekkelijk omdat institutionele beleggers ernaar streven de pensioenuitkeringen te compenseren voor inflatie.
- Of dit voor de overheid aantrekkelijk is, kan nog niet bepaald worden. Deze constructie betekent in elk geval dat de overheid, en daarmee ook de belastingbetaler, meer inflatierisico gaat lopen. Om deze constructie aantrekkelijk te maken voor de overheid moeten tegenover dit risico voldoende voordelen staan (i.c. goedkopere financiering). Om dit in de praktijk te testen, zal bij de N33 als pilot de meerwaarde van een inflatiegerelateerde vergoeding worden gemeten voor de overheid, onder het voorbehoud dat een aantal praktische belemmeringen tijdens de uitwerking van de pilot opgelost kan worden. De Kamer zal nader geïnformeerd worden over de pilot.

De conclusies van de werkgroep worden door de ministers van Financiën en Infrastructuur en Milieu onderschreven. In de geest van deze conclusies zal de wijze van betrekken van institutionele beleggers worden uitgewerkt, zoals de Kamer in de motie Van Geel, Hamer en Slob heeft verzocht.

3. Opdracht werkgroep

Dat institutionele beleggers momenteel niet actief zijn bij de financiering van Nederlandse spoor- en weginfrastructuur zag de commissie «Private Financiering van Infrastructuur» als een gemiste kans. Waarom ze niet actief zijn, is onderzocht door een werkgroep, waaraan vertegenwoordigers namens institutionele beleggers, Financiën, Infrastructuur en Milieu en regionale overheden hebben deelgenomen. De werkgroep had als opdracht om te bezien of maatregelen mogelijk zijn om institutionele beleggers te betrekken bij de financiering van infrastructuur die zowel aan de randvoorwaarden van institutionele beleggers voldoen als aan de

randvoorwaarden van het Rijk en de medeoverheden. De werkgroep is in goed overleg tot de conclusies in deze brief gekomen.

Bij de start van de werkgroep bleek dat de werkgroepleden begonnen op een verschillend kennisniveau. De eerste bijeenkomsten zijn daarom besteed aan het uitwisselen van kennis waarvoor ook de nodige externe experts zijn uitgenodigd. In de tweede fase zijn de modellen die door de commissie Ruding zijn voorgesteld uitgewerkt tot concrete en werkbare alternatieven. Waarna de voor- en nadelen van de mogelijke alternatieven inzichtelijk zijn gemaakt en geconcludeerd kon worden welke alternatieven het meest aantrekkelijk waren. Uitgaande van de meest aantrekkelijke alternatieven is er gekeken of extra maatregelen nodig zijn om institutionele beleggers te laten deelnemen in de financiering. Het traject werd complexer door het uitbreken van de kredietcrisis.

Hieronder vindt u de uitkomsten van het onderzoek van de werkgroep. Eerst wordt ingegaan op een beschrijving van de huidige financieringsmarkt voor infrastructuurprojecten, daarna wordt besproken wat de positie is van institutionele beleggers op die markt. Tenslotte wordt ingegaan op de vraag of maatregelen nodig zijn en zo ja welke.

4. Nederlandse financieringsmarkt voor infrastructuurprojecten

In Nederland wordt bij grote infrastructuurprojecten steeds meer gebruik gemaakt van private financiering¹. Private financiering van weg- en spoorprojecten komt in Nederland voornamelijk voor als onderdeel van een «DBFM-contract» (Design Build Finance Maintain). Bij een DBFM-contract wordt door een consortium van private partijen een vennootschap opgericht die langjarig (circa 25 jaar) verantwoordelijk is voor de realisatie en het onderhoud van de (spoor)weg. De vennootschap dient zelf de realisatie en het onderhoud te financieren².

De financiering van een DBFM-project (vennootschap) bestaat voor een klein deel uit eigen vermogen (circa 15%) en voor het overgrote deel uit vreemd vermogen (zo'n 85%).

Eigen vermogen

Het eigen vermogen wordt normaliter grotendeels ingebracht door de bouw- en onderhoudsbedrijven in een consortium. Naast de partijen in het consortium participeren infrastructuur(beleggings)fondsen steeds vaker in het eigen vermogen.

Deze fondsen worden voor een belangrijk deel gefinancierd door institutionele beleggers (pensioenfondsen en verzekeraars). Investerings in het eigen vermogen zijn aantrekkelijk voor institutionele beleggers vanwege het rendement, dat vaak gerelateerd is aan de inflatie, en de relatief stabiele en langjarige kasstromen³. Omdat de markt voor eigen vermogen goed functioneert en institutionele beleggers al actief zijn, concludeert de werkgroep dat er geen maatregelen nodig zijn om verdere betrokkenheid te stimuleren.

De ministers van Infrastructuur en Milieu en Financiën zien dan ook geen reden een participatiemaatschappij op te richten om het aanbod van eigen vermogen te vergroten zoals in Vlaanderen. Overleg met de Vlaamse overheid en Participatiemaatschappij Vlaanderen heeft geen nieuwe argumenten opgeleverd voor het oprichten van een participatiemaatschappij in Nederland.

¹ Financiering en bekostiging zijn twee verschillende begrippen. Bij private financiering stellen private partijen geld beschikbaar met het oog dit geld met rendement terugbetaald te krijgen. De rente en aflossingsbetalingen aan de private partijen worden met collectieve middelen betaald. Bij private bekostiging komen de kosten van het project uiteindelijk ten laste van private gebruikers van de infrastructuur. Dit kan bijvoorbeeld door tolbetalen of gebruikersvergoedingen. Private bekostiging komt vrijwel niet voor in Nederland (een uitzondering is de Westerscheldetunnel die voor een deel met tolbetalen wordt bekostigd).

² De financiering speelt bij DBFM-projecten een belangrijke rol aangezien de overheid hiermee meer zekerheid wordt geboden dat de gewenste kwaliteit wordt geleverd. Door het overhevelen van de financiering van de overheid naar de vennootschap wordt de vennootschap geprikkeld om de risico's goed te beheersen en te voldoen aan de prestatiecriteria. De vennootschap kan de financiering alleen terugverdienen door gedurende de levensduur van de gerealiseerde (spoor)weg aan de van te voren overeengekomen prestatiecriteria te voldoen, zoals bijvoorbeeld beschikbaarheid van de weg. Alleen als de vennootschap voldoet aan de prestatiecriteria ontvangt deze een periodieke vergoeding van de overheid. Als de vennootschap niet eraan voldoet wordt ze niet betaald en kan ze de financiers niet afbetalen. De financiers zullen dus scherp toezicht houden op het functioneren van de vennootschap om de terugbetaling van hun investering zeker te stellen.

³ Naast participaties in het eigen vermogen van Nederlandse infrastructuurprojecten beleggen institutionele beleggers ook in het eigen vermogen van infrastructuurprojecten in het buitenland (bijvoorbeeld Franse tolwegen). De winst van deze projecten is vaak gerelateerd aan de inflatie omdat de prijzen (bv. tol) die deze projecten in rekening mogen brengen bij de gebruikers (bv. automobilisten) jaarlijks mogen stijgen met de inflatie.

Vreemd vermogen

Het vreemd vermogen van Nederlandse PPS-infrastructuurprojecten wordt tegen een nominale rente (een rente die niet gekoppeld is aan de inflatie) gefinancierd door voornamelijk banken. Projecten worden in de meeste gevallen gefinancierd door een groep banken. Afhankelijk van de grootte van de investering zullen dit er meer of minder zijn. Projecten worden gefinancierd door onder andere Japanse, Canadese, Duitse, Franse en Nederlandse banken. Door de kredietcrisis is het aantal banken dat actief is op deze wereldmarkt afgenomen. De markt functioneert nog wel, maar is op zoek naar een nieuw evenwicht.

Voor de overheid is het op dit moment niet noodzakelijk om extra maatregelen te nemen om nieuwe financiers, zoals institutionele beleggers, op de financieringsmarkt te lokken om projecten gefinancierd te krijgen. Het Rijk volgt de ontwikkelingen op de financieringsmarkt aandachtig. In een brief aan de Kamer («Kredietcrisis en DBFM(O)», kamerstuk 28 753, nr. 18, 29 juni 2009) is aangegeven hoe het Rijk momenteel met de gevolgen van de kredietcrisis op de financieringsmarkt voor DBFM(O)-projecten omgaat, waaronder infrastructuur. De lijn is dat indien nodig verdere maatregelen genomen zullen worden. Voorlopig is daar geen aanleiding toe aangezien de twee recente aanbestedingen, A12 Utrecht–Maarsbergen–Veenendaal en de A15 Maasvlakte–Vaanplein, zonder problemen zijn gefinancierd. Extra financiers zijn uiteraard welkom indien zij de kosten van projecten voor de overheid kunnen terugdringen. De baten dienen echter wel op te wegen tegen mogelijke kosten van maatregelen om extra financiers te betrekken¹.

De rol van institutionele beleggers op deze markt is beperkt. In principe zijn er geen belemmeringen voor institutionele beleggers om het vreemd vermogen van infrastructuurprojecten te financieren. Dit geldt ook voor Nederlandse projecten. Dat institutionele beleggers toch niet deelnemen in het vreemd vermogen van deze projecten komt doordat er vanuit hun perspectief aantrekkelijkere alternatieven zijn.

Het doel van institutionele beleggers is toekomstige inkomsten en uitgaven zo goed mogelijk op elkaar aan te laten sluiten². Om dit doel te realiseren zijn zij op zoek naar investeringen met langjarige stabiele kasstromen die bij voorkeur inflatiegerelateerd zijn. Een rendement gerelateerd aan inflatie is erg aantrekkelijk, omdat institutionele beleggers daarmee hun deelnemers meer zekerheid kunnen bieden op een waarde-vaste pensioenuitkering³. Tevens bestaat de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers grotendeels uit makkelijk verhandelbare beleggingen. Hierdoor zijn zij in staat de beleggingsportefeuille aan te passen op het moment dat de pensioenverplichtingen of de marktomstandigheden wijzigen. Op het gedeelte dat institutionele beleggers wel beleggen in minder liquide investeringen verwachten zij een hoog rendement (als liquiditeitspremie). Leningen aan Nederlandse infrastructuurprojecten sluiten vanuit het perspectief van institutionele beleggers onvoldoende aan op deze beleggingsdoelen.

Aantrekkelijkheid leningvoorwaarden voor institutionele beleggers

Een deel van de leningvoorwaarden, namelijk de leningvorm, kunnen institutionele beleggers zelf beïnvloeden zodat ze beter aansluiten op hun beleggingsdoelen⁴. Consortia selecteren financiers met de leningvoorwaarden waarmee zij de meest aantrekkelijke bieding kunnen neerleggen. Institutionele beleggers kunnen kortom infrastructuurprojecten financieren tegen elke leningvorm, zolang hun leningvoorwaarden in totaliteit aantrekkelijker zijn dan van de concurrenten, de banken. De leningvorm hoeft dus geen belemmering te vormen.

¹ In Engeland waar in het verleden veelvuldig gebruik is gemaakt van indexleningen bij de financiering van (sociale) infrastructuur heeft de Treasury sinds kort beleid ingevoerd waardoor het gebruik van indexleningen in de toekomst naar verwachting zal afnemen. Kern van het beleid is dat vergoedingen van de overheid die bedoeld zijn om de leningverstrekkers te betalen niet geïndexeerd zouden moeten worden, behalve wanneer het duidelijk value-for-money oplevert. Dit ondersteunt de gedachte dat de overheid voorzichtig dient te zijn met het indexeren van vergoedingen.

² Daarnaast schrijft de Pensioenwet (artikel 135 Pw) en het Besluit financieel toetsingskader (artikel 13 Besluit FTK) voor dat waarden hoofdzakelijk op gereguleerde markten verhandeld dienen te worden (d.w.z. verhandelbaar via «effectenbeurzen»). Beleggingen in waarden die niet via de beurs worden verhandeld dienen tot een prudent niveau te worden beperkt.

³ Met een waarde-vaste pensioenuitkering wordt bedoeld dat de uitkering wordt gecorrigeerd voor inflatie zodat de koopkracht gelijk blijft. Institutionele beleggers zijn niet verplicht de uitkeringen te compenseren voor inflatie, maar streven hier wel naar. Een voorbeeld van een belegging die inflatie gerelateerd is, is de eerder genoemde investering in een Franse tolwegmaatschappij.

⁴ De leningvorm waartegen infrastructuurprojecten momenteel worden gefinancierd door banken, sluit niet goed aan op de beleggingsstrategie van institutionele beleggers. Zo worden consortia met de huidige leningvorm gestimuleerd om leningen na 5–7 jaar af te lossen omdat banken een relatief kortlopende financiering prefereren. Institutionele beleggers hebben juist een voorkeur voor langlopende financiering. Daarnaast bieden banken een variabele rente aan die door middel van een renteswap wordt omgezet naar een vaste rentevergoeding en willen institutionele beleggers direct een vaste rente aanbieden.

Kenmerken van leningen aan infrastructuurprojecten die institutionele beleggers echter niet kunnen beïnvloeden in de huidige markt zijn de beperkte verhandelbaarheid en het ontbreken van een inflatiegerelateerd rendement. Hierdoor blijven vreemd vermogen participaties in infrastructuur in de ogen van de institutionele beleggers niet aantrekkelijk. Daarnaast vraagt het om specialistische kennis en actief beheer.

5. Maatregelen om institutionele beleggers te betrekken bij het verstrekken van vreemd vermogen

Op basis van de bovenstaande analyse heeft de werkgroep gekeken welke maatregelen genomen zouden kunnen worden om het verstrekken van vreemd vermogen aantrekkelijker te maken voor institutionele beleggers. Hierbij heeft de werkgroep als uitgangspunt genomen dat de maatregelen voor zowel de institutionele beleggers, c.q. de pensioengerechtigde, als voor de overheid, c.q. de belastingbetaler, uiteindelijk een positief effect dienen te hebben. Het is niet de bedoeling dat de een de ander subsidieert.

Specialistische kennis en actief beheer

De opbouw van een organisatie binnen een institutionele belegger die de benodigde kennis borgt en uitvoering kan geven aan het beheer (zowel bij het verstrekken als later) vraagt een investering. De werkgroep is tot de conclusie gekomen dat voor kleinere institutionele beleggers de benodigde investering niet rendabel is. De bedragen die zij kunnen investeren in dit soort beleggingen zijn te klein om de kosten van de benodigde organisatie te rechtvaardigen.

Om dit schaalprobleem op te lossen heeft de commissie Ruding voorgesteld om een fonds met de benodigde specialistische kennis op te richten waarin de beleggingen van meerdere institutionele beleggers gebundeld kunnen worden. In de werkgroep gaven vertegenwoordigers van de kleinere institutionele beleggers aan terughoudend te zijn ten aanzien van dit voorstel. Belangrijkste bezwaren waren het ontbreken van een langjarig track record en onbekendheid met de risico's van de contractvorm die wordt gebruikt bij Nederlandse infrastructuurprojecten met private financiering (DBFM).

Grotere institutionele beleggers, zoals ABP (met APG als uitvoerder), PFZW (met PGGM als uitvoerder) en MN Services hebben door hun omvang wel de mogelijkheid om een investering in het benodigde apparaat rendabel te laten zijn, waarbij APG in de werkgroep heeft aangegeven reeds de expertise in huis te hebben. De grotere institutionele beleggers geven aan momenteel een voorkeur te hebben voor directe participatie boven een fonds. Voordeel van een fonds zou het verlagen van de transactiekosten moeten zijn doordat institutionele beleggers niet zelf de benodigde kennis en expertise hoeven op te bouwen. Zwaarder wegend nadeel voor institutionele beleggers is echter dat zij dan minder invloed hebben op de beleggingen doordat het management verder op afstand staat. Voor institutionele beleggers is het oprichten van een van de fondsen die de Cie. Ruding adviseert te onderzoeken op dit moment dan ook niet zinvol en niet noodzakelijk.

De institutionele beleggers geven aan dat om de investering te rechtvaardigen er voldoende projecten moeten zijn om te financieren en dat de overheid moet zorgen voor een continue pijplijn aan projecten. Institutionele beleggers denken aan een projectenstroom van minimaal € 3 mld. per jaar.

Deze wens past bij de afspraak in het regeerakkoord dat er landelijk een groot aantal publieke-private infrastructuurprojecten zal worden gestart. Het sluit tevens aan op het al ingezette beleid bij Infrastructuur en Milieu om DBFM meer toe te passen¹. Het aantal rijksinfrastructuurprojecten in Nederland is echter te klein om aan de gewenste projectenstroom van minimaal € 3 mld. per jaar te voldoen. Dit hoeft in de ogen van de werkgroep echter geen belemmering te zijn, omdat er in Europa (en de rest van de wereld) voldoende andere (zeer vergelijkbare) DBFM-projecten zijn waarin institutionele beleggers kunnen beleggen².

Leningvoorwaarden

Zoals eerder aangegeven zijn de huidige leningvoorwaarden niet aantrekkelijk voor institutionele beleggers. Voor hen is ingeval van een niet goed verhandelbare belegging met een vaste rente, de rente (= rendement) die banken vragen voor de financiering van infrastructuur in hun ogen te laag, gegeven de alternatieven die institutionele beleggers hebben. De oplossing om het rendement te verhogen is niet logisch en vanuit het oogpunt van de overheid ook niet wenselijk. De overheid heeft op dit moment voldoende aanbieders (banken) van vreemd vermogen tegen een lagere rente. Het betalen van een hogere vergoeding zou neerkomen op het subsidiëren van de institutionele beleggers door de belastingbetaler. Deze conclusie wordt binnen de werkgroep gedeeld.

De institutionele beleggers hebben aangegeven een mogelijk alternatief te hebben. De leningvoorwaarden in brede zin zijn voor hen namelijk van belang en niet alleen de hoogte van de rente. Zoals eerder aangegeven hebben zij een grote voorkeur voor beleggingen waarvan het rendement gerelateerd is aan de inflatie. Dit soort beleggingen maakt het voor hun makkelijker om de pensioengerechtigden een waardevast pensioen te kunnen bieden. De voor- en nadelen van een inflatiegerelateerde vergoeding zijn daarom nauwkeurig onderzocht door de werkgroep.

6. Inflatiegerelateerde vergoeding

Als de overheid bereid zou zijn om een vergoeding op de leningen te bieden die stijgt en daalt afhankelijk van de inflatie, dan zouden institutionele beleggers mogelijk tevreden kunnen zijn met een lagere basisrente. In de praktijk zou het erop neerkomen dat de institutionele beleggers van de overheid een vaste basisrente plus de gerealiseerde inflatie ontvangen. Onder normale omstandigheden zou de overheid niet duurder uit zijn dan bij een lening met alleen een vaste rente. Betalingen kunnen door de koppeling aan de inflatie echter meer gaan fluctueren. In jaren waarin de inflatie hoger is dan verwacht betaalt de overheid meer en andersom wanneer de inflatie lager is dan verwacht minder.

Een inflatiegerelateerde vergoeding zorgt er voor dat institutionele beleggers hun deelnemers meer zekerheid kunnen bieden op een waarde vaste pensioenuitkering, maar brengt een inflatierisico met zich mee voor de overheid waardoor uitgaven meer gaan fluctueren. Het inzetten van contracten met inflatiegerelateerde vergoeding is alleen interessant als dit voor zowel institutionele beleggers als de overheid meerwaarde oplevert. Meerwaarde voor de overheid betekent onder meer dat het voordeel van lagere rentelasten groter is dan het nadeel van de kosten van het inflatierisico. Op dit moment kan nog niet worden bepaald of inflatievergoeding in de praktijk meerwaarde oplevert. De werkgroep is tot de conclusie gekomen dat het zinvol is om te onderzoeken of een inflatiegerelateerde vergoeding voor zowel institutionele beleggers als de overheid mogelijk meerwaarde kan bieden.

¹ De minister van Verkeer en Waterstaat (nu Infrastructuur en Milieu) heeft bij een positieve waarde voor PPS (DBFM) uit de meerwaardetoets het beleid omschreven als «PPS ja, tenzij». Er wordt alleen afgeweken van deze lijn indien er sprake is van zwaarwegende argumenten. Het is aan Infrastructuur en Milieu om aan te tonen dat hier sprake van is. Er zijn reeds een aantal DBFM-projecten die in aanbesteding zijn (A15 Maasvlakte–Vaanplein en de A12 Utrecht–Veenendaal) of waarvoor de aanbesteding in voorbereiding is (A6/A9 Schiphol–Amsterdam–Almere en de N33 Assen).

² Institutionele beleggers zijn internationaal georiënteerd. APG en PGGM beleggen meer dan 90% van hun vermogen buiten Nederland.

Meerwaarde inflatiegerelateerde vergoeding voor institutionele beleggers
Institutionele beleggers geven aan dat infrastructuurprojecten met een inflatiegerelateerde vergoeding een aantrekkelijke belegging zouden kunnen zijn om de volgende redenen:

- Beleggingen met een inflatiegerelateerde vergoeding maken de inkomsten van institutionele beleggers waardeversterken. Gezien het beperkte aantal beleggingen met een inflatiegerelateerde vergoeding op de markt, zou uitbreiding van de markt (met Nederlandse inflatie) zeer gewenst zijn vanuit het perspectief van institutionele beleggers.
- De slechte verhandelbaarheid van beleggingen in Nederlandse infrastructuur wordt minder van belang aangezien de inkomsten een goede match blijven vormen met de verplichtingen (die immers bij voorkeur voor inflatie gecorrigeerd worden).
- Beleggingen in infrastructuur met een inflatiegerelateerde vergoeding sluiten goed aan op de beleggingsdoelstellingen van institutionele beleggers^{1/2}. Dit komt doordat bij infrastructuurprojecten naast een inflatiegerelateerde vergoeding een kredietrisico-opslag in het rendement zit. Door deze combinatie draagt het naast de doelstelling een waardevast pensioen te bieden tevens bij aan de rendementsdoelstelling die bij de meeste pensioenfondsen rond de 7% ligt.

Meerwaarde inflatiegerelateerde vergoeding voor de overheid

Voor de overheid is het nog de vraag of de voordelen opwegen tegen het inflatierisico. Een vergelijkbare vraag is eerder onderzocht voor de mogelijke uitgifte van geïndexeerde staatsobligaties in 2005 en 2008 (rapport indexleningen, 30 300 IXA, nr. 8 & update rapport indexleningen, 31 700, nr. A). Dit zijn obligaties waarvan de rente deels afhangt van de werkelijke inflatie. Vanwege de jaarlijkse renteherziening door een variërende inflatie worden de rentelasten volatieler. Tegenover dit hogere risico voor de Staat dienen normaliter lagere rentelasten te staan. Bij geïndexeerde staatsobligaties was de conclusie echter dat de kosten van het risico hoger zijn dan de verwachte baten in de zin van lagere rentelasten. Om deze reden geeft de Staat geen geïndexeerde obligaties uit.

De werkgroep heeft onderzocht of er argumenten zijn die aannemelijk maken dat een inflatiegerelateerde vergoeding bij infrastructuur voldoende voordelen voor de overheid oplevert. Mogelijke voordelen zouden kunnen ontstaan doordat met een inflatiegerelateerde vergoeding institutionele beleggers worden betrokken, met als gevolg dat de financieringsvoorwaarden verbeteren en de overheid profiteert van lagere biedingen. De werkgroep ziet de volgende argumenten waarom institutionele beleggers voor aantrekkelijkere financieringsvoorwaarden zouden kunnen zorgen:

- In de huidige nominale (vaste) rente zit een risico-opslag verdisconteerd voor het inflatierisico. Met een inflatiegerelateerde lening kan de risico-opslag afnemen door het vrijvallen van de inflatierisicopremie, met goedkopere financiering tot gevolg.
- Infrastructurele investeringen behoeven een langjarige financiering. Dit sluit goed aan op de langjarige verplichtingen van institutionele beleggers. Banken, die nu de leningen verstrekken, prefereren kortere financieringen (5–7) aangezien langjarige financiering relatief duur is voor hen door het vereiste kapitaalbeslag (i.v.m. richtlijnen Basel III) en de relatief hoge kosten voor banken in de huidige markt om financiering voor langere tijd aan te trekken.
- Biedende partijen maken meer bijkomende kosten bij financiering door banken dan bij financiering door institutionele beleggers. Bij bankfinanciering dienen biedende partijen met een renteswap namelijk de standaard door banken aangeboden variabele rente om te zetten in de

¹ Institutionele beleggers streven ernaar (1) het risico dat zij niet aan de toekomstige verplichtingen kunnen voldoen te minimaliseren, (2) een waardevast pensioen te bieden en (3) premiehoogte en -volatiliteit te managen, door hun beleggingsportefeuille en de inkomsten daarop zo goed mogelijk op de verplichtingen te laten aansluiten.

² Er zijn op de markt financiële producten verkrijgbaar, inflatieswaps, waarmee institutionele beleggers synthetisch een zelfde soort inkomstenstroom kunnen opbouwen als een portefeuille waarbij inflatiegerelateerde investeringen in infrastructuur voor de inflatiedekking zorgen. Dit heeft voor institutionele beleggers echter zijn beperkingen. Ten eerste ontstaat daarbij altijd een tegenpartij risico (de bank waarmee de inflatieswap wordt afgesloten) en ten tweede is het voor institutionele beleggers van belang dat het aanbod van inflation-linked producten wordt uitgebreid. Met een synthetische opbouw wordt indirect uit dezelfde vijver gevist aangezien de tegenpartij het inflatierisico afdekt met de bestaande inflatiegerelateerde investeringen (waaronder de Franse geïndexeerde staatsobligaties), met negatieve prijsconsequenties als gevolg.

- door hen gewenste vaste rente. Hiervoor betalen zij provisie. Institutionele beleggers bieden direct een vaste rente aan.
- Als ook institutionele beleggers zich op de markt voor financiering van infrastructuur storten, dan neemt het aantal aanbieders toe, waardoor druk zal ontstaan op de marges, met mogelijk lagere prijzen tot gevolg.
- De werkgroep meent dat de bovenstaande argumenten tonen dat een inflatiegerelateerde vergoeding bij infrastructuur in beginsel meerwaarde zou kunnen bieden voor de overheid¹.

Pilot

De argumenten die op meerwaarde wijzen, blijven theoretisch. Het is de vraag of een inflatiegerelateerde vergoeding in de praktijk meerwaarde zal opleveren. Om dit te testen zal worden gestart met het uitwerken van een pilot door Infrastructuur en Milieu, in samenwerking met Financiën en met betrokkenheid van de institutionele beleggers. Doel van de pilot is een vergelijking te kunnen maken tussen biedingen met reguliere bankfinanciering en biedingen met een inflatiegerelateerde financieringsvergoeding.

De pilot geeft geen garantie aan institutionele beleggers dat een inflatiegerelateerde vergoeding verstrekt zal worden. De overheid zal uiteindelijk kiezen voor het beste bod. Het is aan de biedende partijen om de financiering te regelen. Zij zullen de financiering kiezen waarmee zij zo goed mogelijk aan de gunningscriteria kunnen voldoen. Hierbij kunnen zij zowel gebruikmaken van bankfinanciering als financiering door institutionele beleggers. De uitkomsten na de gunning van de pilot zullen worden gebruikt om conclusies te trekken voor toekomstige projecten.

De pilot dient zo vormgegeven te worden dat na de gunning bepaald kan worden of een inflatiegerelateerde vergoeding voordelig is voor het Rijk. Om dit te bereiken is er een aantal praktische belemmeringen die tijdens de uitwerking van de pilot opgelost dient te worden. Mochten deze niet opgelost kunnen worden, dan kan de pilot niet worden uitgevoerd. Eisen die aan de pilot worden gesteld, zijn onder meer:

- Het is duidelijk welke reële rendementseis door institutionele beleggers wordt gesteld bij het inflatiegerelateerde deel van de financiering en er kunnen inschattingen gemaakt worden van het prijsvoordeel dat de overheid nodig heeft om het inflatierisico te compenseren. Financiën is reeds gestart om dit laatste te bepalen;
- Er zijn geen begrotingstechnische en/of juridische belemmeringen;
- De pilot dient voldoende informatie op te leveren om relevante lessen te trekken over de meerwaarde en de uitvoering. Dit betekent onder meer dat er een transparante opzet dient te zijn waarmee voor de overheid achteraf inzichtelijk is wat het project gekost zou hebben met gebruik van reguliere bankfinanciering.

Als pilot-project zal de N33 worden gebruikt. De werkgroep ziet dit als geschikt pilot project. Met de aanbesteding van de N33 zal voorjaar 2011 worden begonnen. Hiermee worden geen lopende aanbestedingen verstoord met mogelijk juridische problemen tot gevolg.

7. Samenvatting

De mogelijkheid om infrastructuurprojecten te financieren is er nu al voor institutionele beleggers. Institutionele beleggers doen dit ook al door deelnemingen in het eigen vermogen. Aangezien er naast de institutionele beleggers voldoende geïnteresseerde partijen zijn in het eigen vermogen zien de ministers van Financiën en Infrastructuur en Milieu geen reden om in Nederland een participatiemaatschappij op te richten, zoals in Vlaanderen.

¹ Er dient echter wel rekening mee gehouden te worden dat de voordelen tijdelijk kunnen zijn. In de huidige financieringsmarkt voor infrastructuur zijn sinds de kredietcrisis de concurrentiedruk minder en het aantrekken van langjarige financiering voor banken duurder geworden, waardoor de prijzen zijn gestegen. Institutionele beleggers kunnen nu nog profiteren van deze marktinefficiëntie. Banken verwachten echter dat de markten op termijn zullen normaliseren met lagere prijzen tot gevolg.

Het grootste gedeelte van de benodigde financiering van Nederlandse infrastructuurprojecten bestaat echter uit vreemd vermogen (ofwel leningen). Vreemd vermogen financieren institutionele beleggers momenteel niet. Voor institutionele beleggers is het oprichten van een van de fondsen die de Cie. Ruding adviseerde te onderzoeken op dit moment niet zinvol en ook niet noodzakelijk om te participeren in het vreemd vermogen. Belemmeringen zijn volgens institutionele beleggers wel het ontbreken van een continue projectenstroom van PPS-projecten, en het voor hen onaantrekkelijke rendement op het vreemd vermogen. Aan de gewenste projectenstroom wordt volgens de werkgroep voldoende tegemoet gekomen door het streven van het Kabinet om een groot aantal PPS-projecten te starten en de uitvoering die daaraan door Infrastructuur en Milieu wordt gegeven. Het aanbieden van een hogere rente is geen oplossing aangezien dit zou neerkomen op het subsidiëren van de institutionele beleggers door de belastingbetaler.

Een alternatief dat mogelijk meerwaarde zou kunnen bieden voor zowel de pensioengerechtigden als de belastingbetaler is een rendement dat gerelateerd is aan de inflatie. Institutionele beleggers vinden dit, ook bij een lager verwacht rendement, interessant, omdat dit soort beleggingen het voor hen makkelijker maakt om de pensioengerechtigden een waardevast pensioen te kunnen bieden. De overheid zou mogelijk kunnen profiteren van het vergroten van het financieringsaanbod door institutionele beleggers (naast bestaande partijen als banken), met aantrekkelijkere prijzen tot gevolg. De overheid loopt echter ook een verhoogd inflatierisico. Om te bepalen of de mogelijke prijsvoordelen opwegen tegen het verhoogde inflatierisico wordt een pilot gestart. De uitkomsten van de pilot zullen worden gebruikt om conclusies te trekken voor toekomstige projecten.

Mede namens de minister van Infrastructuur en Milieu,
De minister van Financiën,
J. C. de Jager