

Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA 'S-GRAVENHAGE

Directie Financieringen

Korte Voorhout 7
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag
www.rijksoverheid.nl

Ons kenmerk

FIN/ 2013/530 U

Uw brief (kenmerk)

Bijlagen

Datum 7 juni 2013
Betreft Evaluatie inflatiegerelateerde pilot N33

Geachte voorzitter,

Met deze brief informeer ik u, mede namens de minister van Infrastructuur en Milieu, over de resultaten van de pilot bij de N33. Bij deze pilot gaf het Rijk de mogelijkheid aan de verschaffers van vreemd vermogen om de inflatie te vergoeden. Deze evaluatie is eerder aan uw Kamer toegezegd. Tevens vul ik hiermee de toezegging in om te beslissen of een tweede pilot zal worden uitgevoerd waarbij het Rijk nogmaals inflatiegerelateerde vergoeding als optie biedt om institutionele beleggers bij financiering van infrastructuur te betrekken. Ik ga achtereenvolgens in op de aanleiding voor de pilot, de doelstelling, de resultaten, huidige praktijk en conclusies.

Aanleiding

Naar aanleiding van de adviezen van de Commissie Ruding uit 2008 zijn de mogelijkheden onderzocht om institutionele beleggers bij de financiering van infrastructuur te betrekken. Het verbreden van de financieringsmarkt kan de belastingbetaler voordeel opleveren, doordat er meer concurrentie komt tussen financiers. Daarnaast is de huidige situatie op de financieringsmarkt zodanig dat private financiering van projecten nog steeds haalbaar is en tot meerwaarde kan leiden, maar het voor private partijen wel lastiger is geworden dan voorheen om bancaire financiering aan te trekken.

Naar de vraag op welke manier institutionele beleggers zoals pensioenfondsen bij financiering van infrastructuur te betrekken is in 2010 gezamenlijk onderzoek van het Rijk en pensioenfondsen uitgevoerd. Uit dit onderzoek bleek onder andere [Kamerstuknummer 28753-22]:

- i. Er zijn geen belemmeringen voor pensioenfondsen om te investeren in infrastructuur in Nederland;
- ii. Pensioenfondsen investeren al in eigen vermogen¹;

¹ De financiering van een DBFM(O)-project (vennootschap) bestaat voor een klein deel uit eigen vermogen (circa 15%) en voor het overgrote deel uit vreemd vermogen (zo'n 85%).

- iii. Pensioenfondsen investeren nog niet in vreemd vermogen vanwege hoge organisatorische kosten en lage rendementen.

Directie Financieringen

Ons kenmerk
FIN/ 2013/530 U

Tijdens gesprekken hebben institutionele beleggers aangegeven dat zij wellicht bereid zijn om infrastructurele projecten te financieren als het Rijk bereid is om de inflatie te vergoeden op de verstrekte financiering. Kernvraag is of dit een win-win situatie oplevert voor beide partijen. Inflatiegerelateerde leningen kunnen voor pensioenfondsen aantrekkelijk zijn omdat pensioenfondsen ernaar streven de (pensioen)uitkeringen te compenseren voor inflatie. Voor het Rijk kan dit aantrekkelijk zijn als zij uiteindelijk een betere deal krijgt voor de belastingbetaler.

Doelstelling pilot

De pilot N33 had als doel om het volgende te onderzoeken;

- Leidt inflatiegerelateerde vergoeding tot verbreding van de financieringsmarkt;
- Levert inflatiegerelateerde vergoeding bij infrastructuur een financiële meerwaarde op voor het Rijk.

Bij de N33 biedt het Rijk de optie om inflatie aan verschaffers van vreemd vermogen te vergoeden. Private consortia kunnen kiezen of zij nominale of inflatiegerelateerde financiering in hun bieding opnemen. Zij zullen bij aanbesteding kiezen voor de goedkoopste financiering om zo de aanbesteding te kunnen winnen.

Resultaten

Eind augustus 2012 hebben de drie aan de dialooffase deelnemende consortia hun definitieve biedingen voor de N33 ingediend. Alle drie de consortia hebben ervoor gekozen om financiering door APG in hun bieding op te nemen. Deze financiering was inflatie gerelateerd. Dit betekent dat consortia geoordeeld hebben met deze combinatie hun scherpste bieding te kunnen doen. Het eigen vermogen van het winnende consortium is verschaft door de joint-venture van BAM en PGGM. Dat PGGM in het eigen vermogen investeert bevestigt het eerder genoemde onderzoeksresultaat dat pensioenfondsen reeds deelnemen in het eigen vermogen. Ook investeren andere institutionele beleggers via zogenaamde infrastructuurfondsen in eigen vermogen.

De betrokkenheid van de institutionele belegger (APG) in vreemd vermogen heeft geleid tot een significant financieel voordeel dat in de financieringsplannen van de verschillende inschrijvers was terug te vinden. Dat institutionele beleggers goedkopere financiering kunnen bieden is grotendeels te verklaren omdat infrastructurele investeringen langjarige financiering behoeven. Dit sluit goed aan op de langjarige verplichtingen van institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars.

Het Rijk neemt het inflatierisico op de financiering in het geval van de N33 voor haar rekening. Omdat het Rijk dit inflatierisico voor haar rekening neemt wordt er een lagere beschikbaarheidsvergoeding betaald. Het voordeel dat het Rijk behaalt op deze lagere beschikbaarheidsvergoeding moet minimaal overeenkomen met het

bedrag dat het Rijk zou betalen indien het zich nu in de markt zou verzekeren tegen de inflatie (overeenkomstig de looptijd van het project) om zo aantrekkelijk te zijn voor de belastingbetaler. Dit is bij de N33 het geval.

Directie Financieringen

Ons kenmerk
FIN/ 2013/530 U

Het voordeel van een lager te betalen beschikbaarheidvergoeding wordt gebruikt om de gerealiseerde inflatie over de looptijd van het project aan de financier te betalen. Een hogere gerealiseerde inflatie dan de markt verwacht, leidt ertoe dat de vergoeding die op de financiering betaald moet worden ook hoger uitvalt, wat direct resulteert in een financiële tegenvaller voor dat jaar. Een lagere inflatie dan de markt verwacht resteert anderzijds in een meevaller. Vanuit het perspectief van budgettaire beheersbaarheid is het niet wenselijk dat het Rijk, en hiermee de belasting betaler, het inflatierisico op de financiering als additioneel risico voor haar rekening neemt.

Bij de N33 zijn geen andere institutionele beleggers betrokken geweest bij het financieren van inflatiegerelateerde vreemd vermogen dan APG. Voorafgaand de dialoofase is er wel tussen geïnteresseerde consortia en andere institutionele beleggers gesproken. Tijdens de aanbestedingsfase heeft uiteindelijk alleen APG aangegeven interesse te hebben om deel te nemen aan de inflatiegerelateerde pilot. Voor APG is een inflatievergoeding aantrekkelijk, omdat dit in haar intern gekozen beleggingsstrategie een vereiste is om infrastructurele projecten te financieren. De overige institutionele beleggers hebben deze restrictie niet.²

Samengevat is het beeld uit de resultaten bij de pilot N33 dat de betrokkenheid van de institutionele belegger (APG) voor het Rijk meerwaarde heeft opgeleverd, het vergoeden van inflatie vanuit het Rijk geen wenselijke optie is en dat een inflatiegerelateerde vergoeding voor andere beleggers dan APG geen vereiste lijkt.

Huidige praktijk

Om een goede en afgewogen beslissing te kunnen maken over de N33 moet er ook naar recente ontwikkelingen worden gekeken. De eerste ontwikkeling die meegewogen moet worden is de actieve betrokkenheid van een aantal institutionele beleggers bij recente infrastructuur aanbestedingen. Een andere ontwikkeling is de actieve rol die de ministeries van I&M en Financiën innemen om eventuele belemmeringen die er zijn voor institutionele beleggers weg te nemen en op zoek te blijven gaan naar alternatieve vormen van financiering.

Bij volgende DBFM(O) projecten hebben verzekeraars wel de markt betreden en zijn ook brede kapitaalmarktoplossingen ingezet:

- Bij het project A1/A6 is expliciet in de aanbestedingsprocedure en aanbestedingsdocumentatie ruimte gecreëerd voor consortia om naast bancaire financiering met kapitaalmarktoplossingen te komen. Twee van de drie deelnemende consortia hadden alternatieve investeringoplossingen. Bij het

² Een aantal verzekeraars zijn wel geïnteresseerd in infrastructurele projecten, maar hebben geen bijzondere behoefte aan inflatiegerelateerde financiering. Buitenlandse institutionele beleggers zijn niet geïnteresseerd in een vergoeding gebaseerd op de Nederlandse CPI. Daarnaast is het ook voor hen niet noodzakelijk om eventueel een inflatiegerelateerde vergoeding te krijgen op basis van een (bijvoorbeeld) Europese inflatie index.

- ene consortium was een Duitse verzekeraar betrokken, de ander had een brede kapitaalmarkttoplossing;
- Bij het huisvestingproject Hoge Raad heeft een Nederlandse verzekeraar deelgenomen in een van de biedende consortia.

Directie Financieringen

Ons kenmerk
FIN/ 2013/530 U

In beide projecten is er sprake geweest van competitieve biedingen door institutionele beleggers, zonder dat er inflatiegerelateerde financiering is aangeboden. Het instrument inflatiegerelateerde financiering is dus geen noodzakelijkheid om institutionele beleggers bij vreemd vermogen in infrastructuur te betrekken.

Momenteel zijn er geen onoverkomelijke belemmeringen voor institutionele beleggers om te investeren in infrastructurele projecten; noch in eigen, noch in vreemd vermogen. Wel wordt de markt door de ministeries van I&M en Financiën op reguliere basis gevolgd om eventuele noodzakelijke aanpassingen door te voeren. Zo is ook bij het project A9 Gaasperdammerweg (op dit moment in aanbesteding) opnieuw in de aanbestedingsprocedure en -documentatie ruimte gecreëerd voor consortia om naast bancaire financiering met kapitaalmarkttoplossingen te komen.

Daarnaast voeren de ministeries van I&M en Financiën regulier gesprekken met marktpartijen zoals institutionele beleggers en banken om alternatieve financieringsbronnen bij infrastructuur te verkennen. Deze gesprekken vinden mede plaats in reguliere overleggen tussen institutionele beleggers en kabinet.

Conclusies

Het verloop en de aanbesteding van de pilot bij de N33 zijn succesvol geweest, er is een institutionele belegger betrokken geweest en de pilot heeft meerwaarde opgeleverd. Nog veel belangrijker is nog het uitstralingseffect dat de pilot tot gevolg heeft gehad in de markt. De pilot N33 heeft bijgedragen dat de markt verder is gaan kijken dan de traditionele bankfinanciering. Verdere ontwikkeling van de markt heeft geleid tot betrokkenheid van alternatieve financieringsbronnen bij volgende DBFM(O) projecten zoals de A1/A6 en de Hoge Raad. Los van de pilot vinden er dus reeds ontwikkelingen op dit gebied plaats. De beoogde verbreding van de financieringsmarkt is gerealiseerd.

Het instrument inflatiegerelateerde financiering is niet de generieke oplossing gebleken om een brede groep van institutionele beleggers bij DBFM(O) projecten te laten investeren. De concrete vraag naar inflatiegerelateerde financiering bij infrastructuur lijkt zich momenteel te beperken tot één partij. Dit gegeven plus het risico dat inflatie met zich meebrengt voor het Rijk hebben mij en de minister van I&M ertoe doen besluiten geen vervolg te geven aan inflatiegerelateerde financiering bij infrastructuur. Mede als gevolg van de recente ontwikkelingen van institutionele beleggers bij projecten is er geen noodzaak om dit project een vervolg geven in de vorm van een tweede pilot.

De ervaring die bij de N33 is opgedaan door het Rijk en marktpartijen is waardevol voor het uitwerken van lopende initiatieven zoals kapitaalmarkttoplossingen en voor mogelijk nieuwe initiatieven om tot alternatieve financieringsbronnen bij

infrastructuur te komen. Een belangrijke voorwaarde blijft dat een nieuwe/alternatieve financieringsbron altijd een betere deal dient op te leveren voor het Rijk en de belastingbetaler. Indien voor het realiseren van deze nieuwe/alternatieve financieringsbronnen bij infrastructuur extra maatregelen wenselijk zouden zijn, dan zullen de ministeries van I&M en Financiën dit gezamenlijk met marktpartijen zoals institutionele beleggers en banken verkennen.

Directie Financieringen

Ons kenmerk
FIN/ 2013/530 U

Mede namens de minister van Infrastructuur en Milieu,

De minister van Financiën,

J.R.V.A. Dijsselbloem