

Circulaire

Brussel, 6 december 2018

Kenmerk: NBB_2018_29

uw correspondent:

Nicolas Colpaert
tel. +32 2 221 35 02 – fax +32 2 221 31 04
nicolas.colpaert@nbb.be

Investerings in infrastructuur onder Solvabiliteit II

Toepassingsveld

Verzekerings- of herverzekeringsondernemingen naar Belgisch recht.

Verzekerings- of herverzekeringsgroepen naar Belgisch recht.

Samenvatting/Doelstelling

Aan de hand van deze circulaire verstrekt de Nationale Bank van België aanvullende duiding betreffende de definitie en criteria voor in aanmerking komende investeringen in een infrastructuurentiteit en in infrastructuurondernemingen volgens Solvabiliteit II.

Structuur

1. *Definities*
2. *Criteria*
3. *Risicobeheer*
4. *Gedelegeerde Verordening Solvabiliteit II: mogelijke wijzigingen*

Geachte mevrouw
Geachte heer

Op 8 juni 2017 publiceerde de Europese Commissie Gedelegeerde Verordening 2017/1542, die de Solvabiliteit II Geleegde Verordening wijzigt met betrekking tot de berekening van de wettelijke kapitaalvereisten voor bepaalde activaklassen die door verzekerings- en herverzekeringsondernemingen worden aangehouden. Dit heeft als doel ongerechtvaardigde barrières voor langetermijninvesteringen binnen het Solvabiliteit II-kader weg te nemen. Eén van deze activaklassen betreft de infrastructuur activaklasse, wat het onderwerp is van deze circulaire.

De nieuwe infrastructuuractivaklasse wordt in Gedelegeerde Verordening afgebakend door definities en criteria waardoor infrastructuurbeleggingen een degelijk risicoprofiel hebben qua stressbestendigheid, voorspelbaarheid van de kasstromen en de door het contractuele kader geboden bescherming. Naleving van deze criteria moet zekerstellen dat een prudentieel degelijk beleid wordt opgezet voor de investeringen in infrastructuur. Voor de beoordeling van de criteria dient geen goedkeuringsdossier bij de toezichthouder worden ingediend.

Aan de hand van deze circulaire verstrekt de Nationale Bank van België (NBB) aanvullende duiding betreffende de definitie en criteria voor in aanmerking komende investeringen in een infrastructuurentiteit volgens Solvabiliteit II. Verder worden gedetailleerdere EBA-beoordelingscriteria weergegeven. Deze aanvullende duiding en de EBA-beoordelingscriteria zijn vrijblijvend en dienen waar relevant om te helpen bij de risico-toetsing van de investeringen in infrastructuur. Deze beoordelingscriteria dienen ter ondersteuning van de gehele beoordeling, het is geen vereiste om een bepaalde gemiddelde scoring te bekomen. Door het verder uitwerken van de criteria van de Gedelegeerde Verordening wordt beoogd investeringen in infrastructuur te faciliteren. Er wordt niet beoogd bijkomende vereisten op te leggen.

1. Definities

Artikel 1 §55a.:

'Infrastructuuractiva': *fysieke activa, structuren of installaties, systemen en netwerken die wezenlijke openbare diensten verrichten of ondersteunen.*

Artikel 1 §55b.:

'Infrastructuurentiteit': *een entiteit of groep ondernemingen die tijdens het meest recente boekjaar van die entiteit of groep waarvoor cijfers beschikbaar zijn of in een financieringsvoorstel het substantiële merendeel van haar inkomsten verkrijgt uit eigendom, financiering, ontwikkeling of exploitatie van infrastructuuractiva.*

1.1. Infrastructuuractiva

Tot infrastructuur wordt onder meer de dienstverlening gerekend voor het onderhoud van overheidsfuncties en voor de ondersteuning van het welzijn van de bevolking. Hieronder kunnen diensten op al de volgende gebieden worden gerekend: gezondheidszorg, veiligheid, zekerheid, economie en maatschappij. Onder de voorgestelde definitie vallen ook infrastructuuractiva die wezenlijke openbare diensten ondersteunen. De huisvesting van de brandweer, bijvoorbeeld, of een duurzame elektriciteitscentrale die de energie aan een nutsbedrijf verkoopt. In de term 'wezenlijk' komt tot uitdrukking dat niet alle diensten of activiteiten die het welzijn van de bevolking ten goede komen, ook automatisch in aanmerking komen.

Het is niet de bedoeling dat de verwijzing naar openbare diensten in de definitie diensten uitsluit die niet direct door de staat of een andere overheidsorganisatie worden verzorgd. Een elektriciteitscentrale die alleen een bepaalde fabriek van energie voorziet en niet de consument valt daar bijvoorbeeld wel buiten.

Of een infrastructuuractiva voldoet aan de definitie, dient geval-per-geval beoordeeld te worden. Enkele voorbeelden van typische sectoren waarin infrastructuuractiva opduiken, zijn overheidsdienstverlening, sociale huisvesting, nutsvoorzieningen waaronder energie, gezondheidszorg, transport, telecommunicatie en afvalverwerking.

1.2. Infrastructuurentiteit

De infrastructuurentiteit kan actief zijn in projectfinanciering, of het kan gaan om een infrastructuuronderneming.

De projectentiteit houdt zich niet bezig met activiteiten die niet met het infrastructuurproject te maken hebben. Het project moet ook zijn ingedekt tegen eventuele financiële problemen bij de projectsponsor. De term 'projectfinanciering' in plaats van 'bedrijfsfinanciering' geeft al aan dat de rol van niet-projectgerelateerde activiteiten verwaarloosbaar moet zijn. Er moet dus een duidelijke afbakening zijn van andere entiteiten (normaliter gerealiseerd door middel van een SPV-structuur¹).

De sterke positie van kredietverstrekkers in projectfinanciering wordt beschouwd als een van de redenen voor het hogere terugvorderingspercentage in vergelijking met het terugvorderingspercentage bij bedrijfsschulden.

De beleggingspositie moet betrekking hebben op een entiteit die specifiek voor de financiering of exploitatie van fysieke activa is opgericht of moet een positie van economisch vergelijkbare aard betreffen, op basis van het beginsel dat inhoud boven vorm gaat. Om zeker te stellen dat de entiteit niet wezenlijk in niet-infrastructuuractiviteiten investeert, moet de onderneming bij de beoordeling van de mate waarin aan het criterium voor stresstesting wordt voldaan alleen de direct infrastructuurgerelateerde kasstromen meenemen.

De contractafspraken moeten de kredietverstrekker een aanzienlijke mate van zeggenschap over de activa en de daarmee gerealiseerde inkomsten geven. Daarnaast is de primaire bron van de betalingen van de verplichtingen het inkomen dat door de gefinancierde activa wordt gegenereerd en niet de onafhankelijke capaciteit van een bredere zakelijke onderneming.

2. Criteria – Kwalificerende beleggingen in een infrastructuurentiteit actief in projectfinanciering

Tot een kwalificerende infrastructuurbelegging behoort ook een belegging in een infrastructuurentiteit die voldoet aan de criteria zoals die in artikel 164 lid a zijn geformuleerd. Gezien de complexiteit van investeringen in infrastructuur, kunnen verzekeringsondernemingen worden bijgestaan door expertise van technische, juridische en fiscale adviseurs.

2.1. Stresstesting

Criterium zoals geformuleerd in artikel 164a §1(a):

De kasstromen die door de infrastructuuractiva worden gegenereerd, staan toe dat aan alle financiële verplichtingen wordt voldaan onder aanhoudende stress die gevolgen heeft voor de risico's van het project.

De kasstromen gegenereerd door het project vormen de primaire bron van de betalingen aan de schuldeisers (zie ook definitie van 'infrastructuurentiteit'). Het project moet derhalve ook in moeilijke

¹ Een 'special purpose vehicle' (SPV) is een rechtspersoon die met een zeer specifiek, nauw afgebakend of in de tijd beperkt doel wordt opgericht, meestal om bepaalde financiële risico's af te bakenen (door de asset/liability-structuur en de juridische status worden de verplichtingen van de SPV veiliggesteld, ook als de moedermaatschappij eventueel failliet gaat).

omstandigheden aan de verplichtingen kunnen voldoen. De uitvoering van extensieve stresstesten wordt dan ook als van groot belang beschouwd. De extra last die daarmee gepaard gaat zou moeten beperkt zijn gezien stresstesting gebruikelijk is bij projectfinancieringen. Met stresstesten wordt beoogd dat de verzekeraar de risico's van het project diepgaand onderzoekt en beter inzicht verwerft in de kwetsbaarheden.

De stressanalyse vormt tevens een aanvulling op de andere kwalificatiecriteria. Sommige van die criteria verminderen de kans op een nadelige gebeurtenis (bijvoorbeeld de eis van financiële vermogendheid vermindert de kans dat een bouwconcern failliet gaat). Daarbij dient te worden opgemerkt dat de financiële gevolgen van een nadelige gebeurtenis aanzienlijk kunnen verschillen afhankelijk van de projectstructuur. Daar moet dan ook rekening mee worden gehouden.

Het vervatten van het idiosyncratisch risicoprofiel van een project in een beperkt aantal (noodzakelijkerwijze algemene) criteria heeft zijn beperkingen. Dit zou moeten worden ondervangen door het ontwerpen en toepassen van stress scenario's op maat van individuele project.

Alle aanhoudende 'stresses' die relevant zijn voor het projectrisico moeten worden getest. Het hierna geschetste overzicht van scenario's is dus niet exhaustief. Afhankelijk van de aard van het project kunnen ook andere scenario's relevant zijn. De stress-scenario's die worden gebruikt om aan te tonen dat het project aan zijn financiële verplichtingen kan voldoen moeten de volgende zijn, in de mate dat ze relevant zijn voor de risico's van het project (niet-exhaustieve lijst):

- a) ongunstige herfinancieringsvoorwaarden;
- b) ernstige economische schok;
- c) vertraging in ontwerp of uitvoer;
- d) insolventie van het bouwconcern;
- e) ongunstige weersomstandigheden;
- f) onderbrekingen van de activiteiten;
- g) insolventie van de werkmaatschappij;
- h) lager productie- of verbruiksniveau;
- i) lagere prijzen per eenheidproduct of verbruik;
- j) stijging van de exploitatiekosten;
- k) stijging van de inflatie.

In het algemeen moet bij het bepalen van de stress-scenario's ook rekening worden gehouden met de relevante empirische ervaringen.

2.2. Voorspelbaarheid van de kasstromen

Criterion zoals geformuleerd in artikel 164a §1(b):

De kasstromen die de infrastructuurentiteit voor de schuldeisers en de kapitaalbrengers genereert, zijn voorspelbaar.

Artikel 164a §2: *Voor de toepassing van lid 1, onder b), worden de voor de schuldeisers en de kapitaalbrengers gegenereerde kasstromen slechts als voorspelbaar beschouwd mits alle inkomsten — eventueel op een verwaarloosbaar deel na — aan de volgende voorwaarden voldoen:*

(a) één van de volgende criteria is vervuld:

- (i) de inkomsten zijn op beschikbaarheid gebaseerd;*

- (ii) *de inkomsten zijn onderworpen aan regelgeving op het gebied van kapitaalrendement;*
 - (iii) *de inkomsten zijn onderworpen aan een take-or-paycontract;*
 - (iv) *het niveau van output of het gebruik en de prijs voldoen elk aan ten minste één van de volgende criteria:*
 - *ze zijn gereguleerd;*
 - *ze zijn contractueel vastgelegd;*
 - *ze zijn voldoende voorspelbaar ten gevolge van een laag vraagrisico;*
- (b) *wanneer de inkomsten van de infrastructuurentiteit niet door betalingen van een groot aantal gebruikers worden gefinancierd, is de partij die zich ertoe verbindt de goederen of diensten van de infrastructuurentiteit te kopen, één van de volgende:*
- (i) *een in artikel 180, lid 2, van deze verordening genoemde entiteit;*
 - (ii) *een regionale overheid of lokale autoriteit die is genoemd in de verordening die overeenkomstig artikel 109 bis, lid 2, onder a), van Richtlijn 2009/138/EG is vastgesteld;*
 - (iii) *een entiteit met een EKBI-rating met een kredietkwaliteitscategorie van ten minste 3;*
 - (iv) *een entiteit die vervangbaar is zonder significante wijziging in het niveau en het tijdschema van de inkomsten.*

Infrastructuuractiva zijn normaliter zeer specifiek. Meestal is het niet mogelijk om dergelijke activa voor andere doeleinden in te zetten, bijvoorbeeld in het geval van een brug. Of de waarde van de activa wordt aanzienlijk minder doordat deze anders worden gebruikt. Bovendien is het financiële hefboomeffect van infrastructuurprojecten veelal hoger dan bij ondernemingen. Ook de exploitatiehefboom is doorgaans hoog onder gezien de lage marginale kosten in verhouding tot de vaste kosten. Het gevolg is dat een project voorspelbare inkomsten moet opleveren wil het voor beleggers ook voorspelbare kasstromen genereren.

Voorspelbare inkomsten kunnen het gevolg zijn van een overeenkomst op basis van beschikbaarheid,² een 'take-or-pay' contract³ of kapitaalrendement op basis van regelgeving ('rate-of-return regulation'). In andere situaties zijn de inkomsten mogelijk voorspelbaar omdat het productie- of verbruiksniveau en de prijs per productie- of verbruiksniveau voorspelbaar zijn. Dat kan het geval zijn omdat de productie/het verbruik of de prijs is gereguleerd of contractueel is vastgelegd, of omdat het vraagrisico laag is. In het algemeen is het niet voldoende als slechts één van die factoren voorspelbaar is. Bij (hernieuwbare) energieprojecten kan de voorspelbaarheid van de output worden beoordeeld aan de hand van technische studies, bijvoorbeeld inzake de statistische inschatting van de minimum hoeveelheid zon, wind, enz.

² In publiek-private partnerschappen op basis van beschikbaarheid ('availability-based PPPs') koopt de overheid basisvoorzieningen of -diensten in. Daarvoor wordt betaald op basis van beschikbaarheid in plaats van het verbruiksniveau van het actief (scholen, ziekenhuizen of overheidsgebouwen). Bij de meeste projecten wordt een complex niveau van specifieke dienstverlening afgesproken. Ook kan er rekening worden gehouden met de kwaliteit van het verwante facilitair beheer. De jaarlijkse inkomstenbetalingen worden dan gekoppeld aan het behalen van de specifiek overeengekomen norm.

³ Een 'take-or-pay' contract is een overeenkomst waarin wordt afgesproken dat een klant het product of de dienst afneemt dan wel een boete aan de leverancier betaalt. Zowel de prijs als de boete worden in de overeenkomst vastgelegd.

Entiteiten die worden gelijkgesteld met de entiteiten opgelijst in artikel 164a§2.b), i) en ii) zijn:

1. Overheidsbedrijven of overheden met rechtspersoonlijkheid, openbare instellingen en publiekrechtelijke verenigingen of iedere andere overheidsdienst met rechtspersoonlijkheid;
2. Administratieve overheden die opdrachten van openbare dienst vervullen die tot de bevoegdheid behoren van de Gewesten, de Gemeenschappen, de provincies of de gemeenten;
3. Overheidsondernemingen zonder commercieel oogmerk die eigendom zijn van de Staat of van een overheidsdienst van de Staat met rechtspersoonlijkheid, een Gewest of een Gemeenschap, en die verbintenissen aangaan die formeel gewaarborgd worden door de Staat (wettelijk of contractueel), een Gewest of een Gemeenschap.

Voor wat betreft het vraagrisko worden in de EBA-beoordelingscriteria de volgende subfactoren gedefinieerd, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico):

- Marktvorwaarden
 - Categorie 1: Weinig concurrentie of aanzienlijke en duurzame voordelen voor wat betreft locatie, kosten of technologie. Sterke en groeiende vraag.
 - Categorie 2: Weinig concurrentie of beter dan gemiddelde locatie, kosten of technologie. Die situatie is mogelijk echter niet blijvend. Sterke en stabiele vraag.
 - Categorie 3: Project biedt geen voordelen voor wat betreft locatie, kosten of technologie. Voldoende en stabiele vraag.
 - Categorie 4: Project kent slechter dan gemiddelde locatie, lagere kosten of mindere technologie. Zwakke en dalende vraag.

In het geval dat de inkomsten niet voor rekening zijn van een groot aantal gebruikers kan wanbetaling door de afnemer tot ernstige verliezen leiden. Bovendien kunnen infrastructuurprojecten tientallen jaren lopen. De afnemer moet daarom over voldoende financiële slagkracht beschikken. In de EBA-beoordelingscriteria worden de volgende subfactoren gedefinieerd voor wat betreft de inkomstenbeoordeling, inclusief afnamerisiko⁴, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico):

- Hoe krachtig zijn de inkomstenafspraken (afname-overeenkomsten⁵, concessieovereenkomsten, inkomstenstroom uit publiek-private partnerschappen en andere inkomstenovereenkomsten)? Wat is de kwaliteit van de opzeggingsbepalingen⁶?
 - Categorie 1: Uitstekend
 - Categorie 2: Goed
 - Categorie 3: Acceptabel
 - Categorie 4: De inkomsten van het project zijn niet zeker en er zijn signalen dat een deel van de inkomsten niet kan worden behaald.

⁴ Het afneemrisico houdt in dat de vraag naar het product of de dienst niet bestaat tegen de prijs waarvoor wordt geleverd of dat de afnemer niet in staat is of weigert zich te houden aan de toezegging om het product of de dienst af te nemen.

⁵ Een afname-overeenkomst (*'off-take contract'*) betreft een overeenkomst tussen de producent van een hulpmiddel/product/dienst en een koper ('afnemer') om (een deel van) de toekomstige productie van de producent te kopen/verkoopen. Een afname-overeenkomst wordt normaliter aangegaan voordat de productiefaciliteit wordt gebouwd om op die manier de afname van de toekomstige productie zeker te stellen. Het doel ervan is de producent stabiele en voldoende inkomsten te bieden waarmee deze aan zijn schuldverplichtingen kan voldoen, de exploitatiekosten kan dekken en een bepaald vereist rendement kan realiseren.

⁶ Een opzeggingsclausule verwijst naar een bepaling in een contract waaronder dat contract in nader gespecificeerde omstandigheden kan worden ontbonden.

- Bij een ‘take-or-pay’ contract of een afnameovereenkomst tegen een vaste prijs
 - Categorie 1: Uitstekende kredietwaardigheid van de afnemer; sterke opzeggingsbepalingen; looptijd van contract ruim langer dan de looptijd van de schuld.
 - Categorie 2: Goede kredietwaardigheid van de afnemer; sterke opzeggingsbepalingen; looptijd van contract langer dan de looptijd van de schuld.
 - Categorie 3: Acceptabele financiële positie afnemer; normale opzeggingsbepalingen; looptijd van contract komt veelal overeen met de looptijd van de schuld.
 - Categorie 4: Zwakke afnemer; zwakke opzeggingsbepalingen; looptijd van het contract niet langer dan de looptijd van de schuld.

- Bij afwezigheid van een ‘take-or-pay’ contract of een afnameovereenkomst tegen vaste prijs
 - Categorie 1: Het project levert wezenlijke diensten op of goederen/grondstoffen die wereldwijd kunnen worden verkocht; de productie kan direct tegen de geschatte prijs worden afgezet zelfs als de groei daarvan achterblijft bij de historische marktontwikkeling.
 - Categorie 2: Het project levert wezenlijke diensten op of goederen/grondstoffen die regionaal tegen de geschatte prijs en op basis van de historische ontwikkeling kunnen worden verkocht.
 - Categorie 3: Grondstoffen/goederen worden op een beperkte markt afgezet, tegen een lagere prijs dan eerder ingeschat.
 - Categorie 4: Vraag naar de projectproductie is afkomstig van een enkele koper of een gering aantal kopers. Afzet doorgaans niet via een georganiseerde markt.

2.3. Contractueel kader

criterium zoals geformuleerd in artikel 164a §1(c):

Het beheer van de infrastructuuractiva en de infrastructuurentiteit is onderworpen aan een regelgevend of contractueel kader waardoor de schuldeisers en de kapitaalbrengers een hoog beschermingsniveau genieten, dat onder meer in het volgende voorziet:

- (a) *het contractuele kader omvat bepalingen die schuldeisers en kapitaalbrengers effectief beschermen tegen verliezen die voortvloeien uit de beëindiging van het project door de partij die ermee akkoord gaat de goederen of diensten van het infrastructuurproject te kopen, tenzij aan een van de volgende voorwaarden is voldaan:*
 - i. *de inkomsten van de infrastructuurentiteit worden gefinancierd door betalingen van een groot aantal gebruikers,*
 - ii. *de inkomsten zijn onderworpen aan regelgeving op het gebied van kapitaalrendement;*

- (b) *de infrastructuurentiteit heeft voldoende reserves of andere financiële voorzieningen om de noodfinanciering en de behoeften aan werkkapitaal van het project te dekken.*

Wanneer in obligaties of leningen is belegd, voorziet dit contractuele kader ook in het volgende:

- (i) *alle activa en contracten die kritiek zijn voor de exploitatie van het project, worden de schuldeisers als zekerheid of het voordeel van zekerheid verschaft, in zoverre dit door de toepasselijke wetgeving is toegestaan;*

- (ii) *het gebruik van de netto-exploitatiekasstromen na de verplichte betalingen uit het project voor andere doeleinden dan het aflossen van de schuld wordt beperkt;*

- (iii) *bepalingen op activiteiten die nadelig kunnen zijn voor de schuldeisers, met inbegrip van het feit dat nieuwe schuld niet kan worden uitgegeven zonder toestemming van de bestaande schuldeisers in de met hen overeengekomen vorm, tenzij een dergelijke nieuwe schuldemissies is toegestaan krachtens de documentatie voor de bestaande schuld.*

Niettegenstaande punt i) van de tweede alinea mogen, voor beleggingen in obligaties of leningen, indien ondernemingen kunnen aantonen dat zekerheid bij alle activa en contracten voor schuldeisers niet essentieel is om hun beleggingen effectief te beschermen of grotendeels te recupereren, andere zekerheidsmechanismen worden gebruikt. In dat geval omvatten de andere zekerheidsmechanismen ten minste één van de volgende:

- i) inpandgeving van aandelen;*
- ii) rechten om tussenbeide te komen;*
- iii) pandrecht op bankrekeningen;*
- iv) controle over kasstromen;*
- v) bepalingen voor overdracht van contracten.*

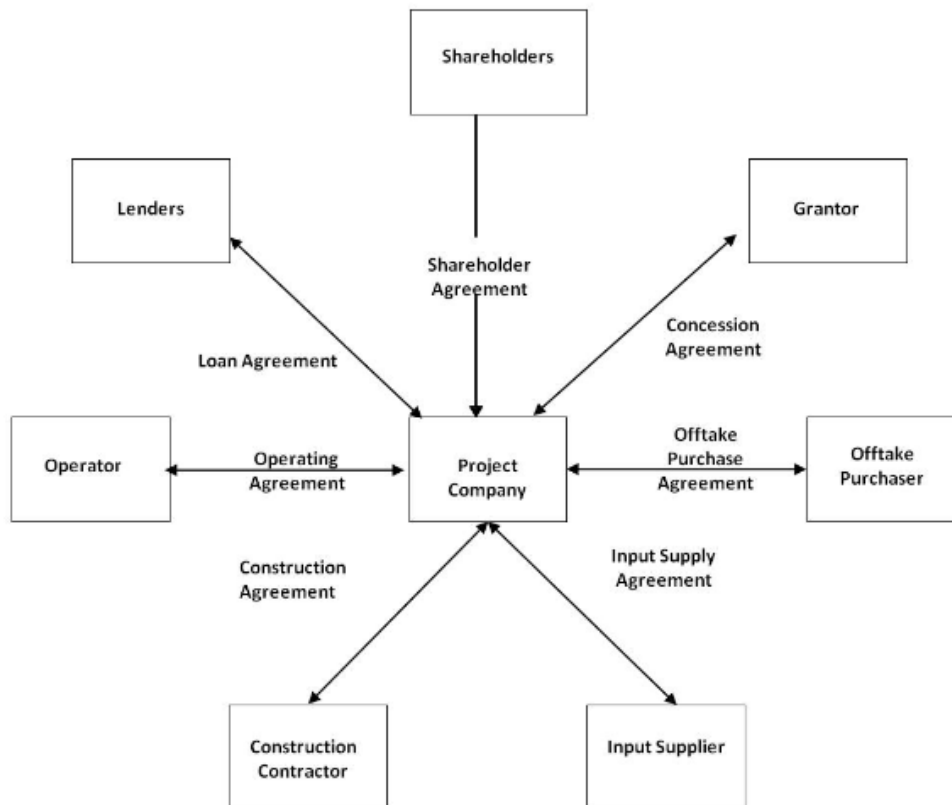
Voor de beperking van veel van de risico's van het project is het van belang dat de contractuele bepalingen adequaat zijn en de verplichtingen van de verschillende deelnemende partijen aan het project effectief afbakenen. Of er wordt voldaan aan de meeste criteria voor schuldtitels zonder externe rating en aandelen, bijvoorbeeld over de overdracht van het bouw- of exploitatierisico, hangt af van de toereikendheid van de contractuele bepalingen.

De daadwerkelijke dekking tegen verliezen die voortvloeien uit de beëindiging van het project door de partij die zich ertoe verbindt de goederen of diensten van de infrastructuurentiteit te kopen, impliceert een effectieve maar niet noodzakelijk volledige bescherming van de schuldeisers en de kapitaalbrengers.

Wanneer in obligaties of leningen wordt belegd, dient het contractuele kader tevens te voorzien dat het vermogen van de infrastructuurentiteit om activiteiten uit te oefenen die nadelig kunnen zijn voor de schuldeisers wordt beperkt. De uitgifte van nieuwe schuld kan niet plaatsvinden zonder dat de bestaande schuldeisers daarmee instemmen. De schuldeisers kunnen ex-ante bepaalde contractuele modaliteiten opstellen die de voorwaarden bepalen waaronder het is toegestaan nieuwe schuld uit te geven.

Bij het centrum voor publiek-private partnerschappen van de Wereldbank⁷ is een voorbeeld ontwikkeld van een gebruikelijke structuur voor projectfinanciering (hier vereenvoudigd weergegeven). Het gaat hier om een zogenaamd 'build, operate and transfer (BOT)' project:

⁷ <https://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/financing/project-finance-concepts>.



Zoals in de grafiek wordt geïllustreerd, kan het aantal contracten en regelingen ingewikkeld zijn. Overigens zijn niet alle type overeenkomsten weergegeven op de grafiek, bijvoorbeeld de “*interlender agreement*” onderaan de kredietverstrekkers, of de “*interface agreement*” tussen de exploitant en het bouwbedrijf, de aannemers en/of de toeleveranciers. Het is noodzakelijk dat de onderlinge relaties tussen de verschillende partijen zorgvuldig in de overeenkomsten worden vastgelegd.

Met de getroffen zekerheidsmaatregelen worden, om het risico voor de kredietverstrekkers te beperken, de activiteiten van de infrastructuurentiteit gedurende de hele looptijd aan banden gelegd. Die maatregelen kunnen de vorm aannemen van restricties op toegestane investeringen, de gefinancierde schuldpositie, dividenduitkeringen aan de aandelenbeleggers, extra pandrechten of andere lasten, uitbreiding van het project en eventuele sale- en leasebackovereenkomsten voor de projectactiva. Met die maatregelen moet de bescherming van de schuldeisers ten opzichte van de kapitaalbrengers worden verbeterd. Dit criterium is dan ook alleen maar relevant voor beleggingen in schulden.

In de EBA-beoordelingscriteria worden de volgende subfactoren onderscheiden voor wat betreft de zekerheidsmaatregelen, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico):

(a) Toekenning contracten en rekeningen

- Categorie 1: Allesomvattend
- Categorie 2: Uitgebreid
- Categorie 3: Acceptabel
- Categorie 4: Zwak

- (b) Verpanding activa, waarbij rekening wordt gehouden met de kwaliteit, waarde en liquiditeit van de activa
- Categorie 1: Een '*first perfected*' zekerheidsstelling in alle projectactiva, overeenkomsten, vergunningen en rekeningen die voor het project nodig zijn⁸.
 - Categorie 2: Een '*perfected*' zekerheidsstelling in alle projectactiva, overeenkomsten, vergunningen en rekeningen die voor het project nodig zijn.
 - Categorie 3: Acceptabele zekerheidsstelling in alle projectactiva, overeenkomsten, vergunningen en rekeningen die voor het project nodig zijn.
 - Categorie 4: Weinig zekerheid of onderpand voor kredietverstrekkers; zwakke negatieve-zekerheidsclausule⁹.
- (c) Zeggenschap kredietverstrekkers over de kasstromen (zoals een 'cash sweep'¹⁰, onafhankelijke escrow-rekening¹¹)
- Categorie 1: Sterk
 - Categorie 2: Voldoende
 - Categorie 3: Redelijk
 - Categorie 4: Zwak
- (d) Kracht van het pakket betaalafspraken (verplichte vooruitbetalingen¹², betalingsuitstel¹³, betalingsketen¹⁴, dividendbeperking¹⁵, ...)
- Categorie 1: Pakket is sterk voor het soort project. Er mag geen extra schuldpapier worden uitgegeven.
 - Categorie 2: Pakket is voldoende voor het soort project. Er mag zeer beperkt extra schuld worden uitgegeven.
 - Categorie 3: Pakket is redelijk voor het soort project. Er mag zeer beperkt extra schuld worden uitgegeven.
 - Categorie 4: Pakket is onvoldoende voor het soort project. Er mag onbeperkt extra schuld worden uitgegeven.

⁸ Een '*first perfected*' zekerheidsstelling verwijst naar een zekerheidsstelling op een actief (met hypotheek als onderpand) die is beschermd tegen vorderingen van andere partijen. Een pandrecht wordt geperfectioneerd door deze bij de juiste autoriteit aan te melden zodat dit in rechte afdwingbaar is en een eventuele vervolclaim een ondergeschikte status krijgt.

⁹ Een negatieve zekerheidsclausule verwijst naar een bepaling dat de instelling geen activa verpandt als dat de kredietverschaffers minder zekerheid biedt.

¹⁰ Een 'cash sweep' verwijst naar het verplichte gebruik van extra vrije kasstromen om uitstaande schulden af te lossen in plaats van deze aan de aandeelhouders uit te keren.

¹¹ Een onafhankelijke escrow-rekening verwijst naar een bij een bank aangehouden rekening op naam van de projectsponsor in het kader van een escrow-rekeningovereenkomst tussen de kredietverschaffer en -nemer. Volgens die overeenkomst geeft de kredietnemer een onherroepelijke opdracht af dat alle exploitatie-inkomsten of -opbrengsten uit de verkoop van de projectactiva naar deze rekening worden overgemaakt. De bank is dan bevoegd om uit de beschikbare middelen betalingen te doen, maar alleen voor zover overeengekomen in de projectfinancieringsdocumenten.

¹² Een verplichte vooruitbetaling verwijst naar een bepaling die de kredietnemer verplicht om een deel van de schuld vanuit bepaalde opbrengsten vooruit te betalen als deze voor de vervaldatum worden ontvangen.

¹³ Betalingsuitstel verwijst naar een bepaling waaruit blijkt dat de kredietnemer op een specifiek moment in de toekomst betalingen mag doen.

¹⁴ Een betalingsketen verwijst naar een bepaling waarbij de kasstromen van het project worden samengevat in een kasstroomschema, waarin de prioriteit van alle inkomende en uitgaande kasstromen zichtbaar zijn gemaakt.

¹⁵ Een dividendbeperking verwijst naar een bepaling waarin de omstandigheden zijn gedefinieerd waarin de kredietverschaffer de uitkering van vermogen kan voorkomen.

- (e) Reserves (schuldaflossing, exploitatie & onderhoud, vernieuwing en vervanging, onvoorziene gebeurtenissen, etc.)
- Categorie 1: Langer dan gemiddelde dekkingsperiode, alle reserves volledig gefinancierd in contanten of kredietbrieven van bank met hoge rating.
 - Categorie 2, 3: Gemiddelde dekkingsperiode, alle reserves volledig gefinancierd.
 - Categorie 4: Korter dan gemiddelde dekkingsperiode, reserves gefinancierd uit de exploitatiekasstromen.

2.4. Tot einde looptijd aangehouden

criterium zoals geformuleerd in artikel 164a §1(d):

Wanneer in obligaties of leningen is belegd, kan de verzekerings- of herverzekeringsonderneming aan de toezichthouder aantonen dat zij de belegging tot het einde van de looptijd kan aanhouden.

Gezien de veelal niet-liquide aard van de infrastructuurbelegging moet de verzekeraar de belegging tot het einde van de looptijd kunnen aanhouden, gegeven dat de projectentiteit de schulden niet vroegtijdig terugbetaald. Of de onderneming daartoe in staat is, kan aan de hand van de volgende elementen worden beoordeeld. Aan deze elementen dient niet cumulatief te worden voldaan.

- De materialiteit van de infrastructuurbelegging in de portefeuille
- Aandeel liquide vs. illiquide beleggingen in de portefeuille
- Mate van solvabiliteit van de onderneming (solvabiliteitsratio)
- Mate van asset-liability matching (looptijdenverschil, kasstroomtekort)
- Hoeveelheid risicoverminderingstechnieken (derivaten, onderpand, herverzekeringen)
- Hoeveelheid keuzemogelijkheden in de verplichtingen die door de belegging worden gedekt (vervalquote, afkoopwaarde)

De onderneming moet bij de beoordeling van de hierboven beschreven elementen voldoende vooruitblikken. Gevoeligheidstesten kunnen nuttig zijn bij het kwantificeren van en inspelen op het effect van toekomstige gebeurtenissen op de mate waarin de onderneming in staat is om de belegging tot het einde van de looptijd aan te houden.

De in hoofdstuk 2.5 en 2.6 beschreven criteria betreffen infrastructuurbeleggingen zonder rating.¹⁶

2.5. Hogere rang bij schulden zonder rating

criterium zoals geformuleerd in artikel 164a §1(e):

Wanneer in obligaties of leningen is belegd waarvoor geen kredietbeoordeling door een aangewezen EKBI beschikbaar is, hebben het beleggingsinstrument en andere op gelijke voet staande instrumenten een hogere rang dan alle andere schuldvorderingen met uitzondering van wettelijke schuldvorderingen en schuldvorderingen van aanbieders van liquiditeitsfaciliteiten, trustees en tegenpartijen bij derivatentransacties.

¹⁶ De NBB wil hierbij aantekenen dat deze criteria niet bindend maar wel nuttig kunnen zijn bij de beoordeling van de risico's van infrastructuurbeleggingen met een rating.

2.6. Overige vereisten voor aandelen en schulden zonder rating

Criterium zoals geformuleerd in artikel 164a §1(f):

Wanneer in aandelen is belegd, of in obligaties of leningen waarvoor geen kredietbeoordeling door een aangewezen EKBI beschikbaar is, wordt aan de volgende criteria voldaan:

[Politiek risico]

- (i) *De infrastructuuractiva en de infrastructuurentiteit zijn in de EER of in de OESO gevestigd.*

[Bouwriscico]

- (ii) *Wanneer de infrastructuurentiteit in de bouwfase verkeert, wordt door de kapitaalbrenger aan de volgende criteria voldaan, of wanneer er meer dan een kapitaalbrenger is, door de groep van kapitaalbrengers als een geheel:*
- *de kapitaalbrengers hebben in het verleden met succes toezicht gehouden op infrastructuurprojecten en beschikken over de nodige deskundigheid;*
 - *de kapitaalbrengers hebben een laag risico van wanbetaling of er is voor de infrastructuurentiteit een laag risico van materiële verliezen ten gevolge van hun wanbetaling;*
 - *de kapitaalbrengers worden ertoe aangezet de belangen van de beleggers te beschermen.*
- (iii) *Indien er bouwriscico's zijn, zijn er waarborgen gesteld voor de voltooiing van het project volgens het overeengekomen bestek, met het overeengekomen budget of tegen de overeengekomen datum van voltooiing.*

[Exploitatierisico]

- (iv) *Wanneer de exploitatierisico's materieel zijn, worden ze correct beheerd.*

[Ontwerp- en technologierisico]

- (v) *De infrastructuurentiteit gebruikt beproefde technologieën en ontwerpen.*

[Financieel risico]

- (vi) *De kapitaalstructuur van de infrastructuurentiteit stelt haar in staat haar schulden af te lossen.*
- (vii) *Het herfinancieringsrisico voor de infrastructuurentiteit is laag.*
- (viii) *De infrastructuurentiteit gebruikt derivaten alleen om risico's te limiteren.*

Politiek risico

De beperking tot de EER of OESO-landen moet ervoor zorgen dat de politieke risico's beperkt blijven. Infrastructuuractiva zijn in het algemeen specifieke investeringen met een lange looptijd. Er is doorgaans zeer weinig ruimte voor aanpassing aan eventuele veranderingen in de wet- en regelgeving en het negatieve effect op beleggers kan aanzienlijk zijn. Dit is vooral van belang omdat dergelijke wijzigingen, in tegenstelling tot veel andere idiosyncratische risico's (zoals het bouwriscico), op veel projecten van invloed kunnen zijn en er derhalve maar beperkt kan worden gediversifieerd.

In de EBA-beoordelingscriteria worden de volgende subfactoren onderscheiden voor wat betreft het politieke en juridische klimaat, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico):

- (a) Subfactor: politiek risico, inclusief transferrisico, het soort project en de risicobeperkende maatregelen
 - Categorie 1: Zeer geringe blootstelling; sterke risicobeperkende instrumenten, indien nodig.
 - Categorie 2: Geringe blootstelling; voldoende risicobeperkende instrumenten, indien nodig.
 - Categorie 3: Matige blootstelling; redelijke risicobeperkende instrumenten.
 - Categorie 4: Hoge blootstelling; geen of zwakke risicobeperkende instrumenten.

- (b) Subfactor: risico van overmacht (oorlog, burgerlijke onlusten, etc.)
 - Categorie 1: Geen of zeer geringe blootstelling aan risico van overmacht.
 - Categorie 2: Beperkte blootstelling aan risico van overmacht.
 - Categorie 3: Aanzienlijke blootstelling aan risico van overmacht die onvoldoende wordt verminderd.
 - Categorie 4: Aanzienlijke blootstelling aan risico van overmacht die niet wordt verminderd.

- (c) Subfactor: steun overheid en belang project voor het land op de lange termijn
 - Categorie 1: Project strategisch belangrijk voor het land (bij voorkeur gericht op de export). Sterke steun van de overheid.
 - Categorie 2: Project gezien als belangrijk voor het land. Goede mate van steun van de overheid.
 - Categorie 3: Project misschien niet strategisch maar levert duidelijke voordelen op voor het land. Steun van de overheid mogelijk niet expliciet.
 - Categorie 4: Project niet van groot belang voor het land. Geen of zwakke steun van de overheid.

- (d) Subfactor: stabiliteit klimaat voor wet- en regelgeving (risico van wetswijzigingen)
 - Categorie 1: Gunstig en stabiel toezichtsklimaat op de lange termijn.
 - Categorie 2: Gunstig en stabiel toezichtsklimaat op de middellange termijn.
 - Categorie 3: Wijzigingen in wet- en regelgeving die met een redelijke mate van zekerheid kunnen worden voorspeld.
 - Categorie 4: Het project kan worden beïnvloed door huidige of toekomstige toezichtsaspecten.

- (e) Subfactor: verkrijging van de noodzakelijke steun en goedkeuring inzake *local content laws*
 - Categorie 1: Sterk
 - Categorie 2: Voldoende
 - Categorie 3: Redelijk
 - Categorie 4: Zwak

- (f) Subfactor: afdwingbaarheid van overeenkomsten, onderpand en zekerheden
 - Categorie 1, 2: Overeenkomsten, onderpand en zekerheden zijn afdwingbaar.

- Categorie 3: Overeenkomsten, onderpand en zekerheden worden als afdwingbaar beschouwd, zelfs al kunnen er bepaalde minder belangrijke problemen spelen.
- Categorie 4: Er bestaan onopgeloste belangrijke problemen voor wat betreft de feitelijke afdwinging van overeenkomsten, onderpand en zekerheden.

Bouwriscico

Tijdens de bouwfase is het wanbetalingspercentage doorgaans hoger en het terugvorderingspercentage lager dan in de exploitatiefase. Wordt het actief helemaal niet volgens het bestek van de afnemer uitgevoerd, of is er sprake van vertragingen en kostenoverschrijdingen in de bouwfase, dan kunnen investeerders zwaar verlies lijden. De overdracht van het bouwriscico aan een geschikt bouwconcern kan een belangrijk instrument zijn om dat risico te ondervangen. Dat bouwconcern kan toezeggen het project tegen een vast tarief en op een vaste datum op te leveren. Het bouwconcern moet over de capaciteiten beschikken om het actief volgens het bestek te ontwerpen en bouwen.

Het bouwriscico kan worden beschouwd als overgedragen aan een geschikt bouwconcern als aan de volgende voorwaarden is voldaan:

- a) de infrastructuurentiteit gaat een 'turnkey' bouw- en inkoopovereenkomst aan tegen een vaste prijs en met een zekere opleverdatum, op basis van realistische tijdslijnen en kostenschattingen;
- b) het contract voorziet onder meer in de betaling van aanzienlijke vaste schadevergoedingen onderbouwd met de nodige financiële middelen of door een sterke uitvoeringsgarantie van sponsors met een uitstekende financiële positie;
- c) het bouwconcern beschikt over de noodzakelijke expertise en capaciteiten, staat er financieel sterk voor en heeft een sterke staat van dienst in vergelijkbare bouwprojecten.

In de EBA-beoordelingscriteria worden de volgende subfactoren onderscheiden voor wat betreft het bouwriscico, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico):

- Vergunning en locatie
 - Categorie 1: Alle vergunningen zijn verkregen.
 - Categorie 2: Sommige vergunningen staan nog uit maar de ontvangst daarvan wordt als zeer waarschijnlijk beschouwd.
 - Categorie 3: Sommige vergunningen staan nog uit maar het vergunningsproces is duidelijk gedefinieerd en de verkrijging van een vergunning wordt als routine beschouwd.
 - Categorie 4: Belangrijke vergunningen moeten nog rond komen. Dat is geen routinematig proces en er kunnen belangrijke voorwaarden worden gesteld.
- Soort bouwcontract
 - Categorie 1, 2: Turnkey bouw- en inkoopovereenkomst (EPC) tegen een vaste prijs en met een zekere opleverdatum.¹⁷
 - Categorie 3: Turnkey bouw- en inkoopovereenkomst tegen een vaste prijs en met een zekere opleverdatum, met één of meerdere aannemers.
 - Categorie 4: Geen of gedeeltelijke turnkey overeenkomst tegen een vaste prijs en/of afstemmingsproblematiek met meerdere aannemers.

¹⁷ Een Engineering and Procurement Contract ('EPC') of 'turnkey-overeenkomst' verwijst naar een overeenkomst tussen een EPC-bouwconcern en de ontwikkelaar, uit hoofde waarvan eerstgenoemde het gedetailleerde ontwerp van het project op zich neemt, alle benodigde apparatuur en materiaal aanschaf en een functionerende fabriek of functioneren actief bouwt en aan de ontwikkelaar levert, doorgaans binnen een overeengekomen tijd en begroting.

- Waarschijnlijkheid dat het project op het afgesproken moment en tegen de afgesproken kosten wordt afgerond
 - Categorie 1: Het is vrijwel zeker dat het project op het afgesproken moment en tegen de afgesproken kosten wordt afgerond.
 - Categorie 2: Het is zeer waarschijnlijk dat het project op het afgesproken moment en tegen de afgesproken kosten wordt afgerond.
 - Categorie 3: Het is onzeker of het project op het afgesproken moment en tegen de afgesproken kosten wordt afgerond.
 - Categorie 4: Er zijn signalen dat het project niet op het afgesproken moment en tegen de afgesproken kosten wordt afgerond.

- Uitvoeringsgaranties¹⁸ of vaste schadevergoedingen¹⁹
 - Categorie 1: Aanzienlijke vaste schadevergoedingen onderbouwd door de nodige financiële middelen en/of door een sterke uitvoeringsgarantie van sponsors met een uitstekende financiële positie.
 - Categorie 2: Aanzienlijke vaste schadevergoedingen onderbouwd door de nodige financiële middelen en/of door een sterke uitvoeringsgarantie van sponsors met een goede financiële positie.
 - Categorie 3: Toereikende vaste schadevergoedingen onderbouwd door de nodige financiële middelen en/of door een sterke uitvoeringsgarantie van sponsors met een goede financiële positie.
 - Categorie 4: Niet toereikende vaste schadevergoedingen of niet onderbouwd door de nodige financiële middelen of zwakke uitvoeringsgaranties.

- Staat van dienst en financiële slagkracht van de aannemer bij de bouw van vergelijkbare projecten
 - Categorie 1: Sterk
 - Categorie 2: Goed
 - Categorie 3: Voldoende
 - Categorie 4: Zwak

Insolvabiliteit van de sponsor kan de bouw stilleggen, in welk geval de infrastructuurentiteit mogelijk geen verhaal kan halen (bijvoorbeeld schadevergoedingen). Financiële slagkracht is derhalve raadzaam. Indien de sponsor het kapitaal niet *up-front* inbrengt, is het aangewezen met bankgaranties te werken. Vaste schadevergoedingen beschermen tegen verliezen als gevolg van afwijkingen van het contractueel overeengekomen bestek en vormen een passende stimulans voor het bouwconcern. De kans dat de infrastructuurentiteit zich op de effectiviteit van deze afspraken moet verlaten, wordt aanzienlijk verminderd als de afgesproken tijdslijnen en kostenschattingen realistisch zijn. Het geniet dan ook de voorkeur dat aanzienlijke vaste schadevergoedingen worden onderbouwd met de nodige financiële middelen of door een sterke uitvoeringsgarantie van sponsors met een uitstekende financiële positie.

De sponsor is de initiatiefnemer voor het project en heeft invloed van betekenis op de kenmerken daarvan. Het gevolg is dat de sponsor waarschijnlijk een informatievoorsprong heeft op de overige beleggers. Die sponsor is daarnaast verantwoordelijk voor het dagelijkse beheer van het project. De sponsor moet daarom over de nodige expertise en financiële slagkracht beschikken. Die sponsor moet daarnaast op passende wijze worden gestimuleerd om de andere beleggers te beschermen.

¹⁸ Een uitvoeringsgarantie verwijst naar een door de aannemer aan de kredietverschaffers afgegeven garantie dat deze het project binnen de vastgestelde tijd oplevert en voor eventuele kostenoverschrijdingen betaalt.

¹⁹ Een vaste schadevergoeding verwijst naar een geldelijke vergoeding voor verliezen, beschadiging of letsel van iemands rechten of eigendom. De vergoeding wordt toegekend op basis van een gerechtelijke uitspraak of een bepaling over contractbreuk in een overeenkomst.

In de EBA-beoordelingscriteria worden de volgende subfactoren onderscheiden voor wat betreft het bouwrisico, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico):

(a) Financiële slagkracht van de sponsor

- Categorie 1: Sterke sponsor met sterke financiële positie.
- Categorie 2: Goede sponsor met goede financiële positie.
- Categorie 3: Sponsor met adequate financiële positie.
- Categorie 4: Zwakke sponsor met duidelijke financiële zwakke punten.

(b) Staat van dienst van de sponsor en de landen/sectorervaring van die sponsor

- Categorie 1: Sponsor met uitstekende staat van dienst en landen/sectorervaring.
- Categorie 2: Sponsor met voldoende staat van dienst en landen/sectorervaring.
- Categorie 3: Sponsor met adequate staat van dienst en landen/sectorervaring.
- Categorie 4: Sponsor met geen of twijfelachtige staat van dienst of landen/sectorervaring.

(c) Steun sponsor, zoals blijkt uit vermogensinbreng, eigendomsclausule²⁰ en stimulans om indien nodig extra geld in het project te stoppen

- Categorie 1: Sterk. Project is van het hoogste strategische belang voor de sponsor (kernactiviteit – langetermijnstrategie).
- Categorie 2: Goed. Project is van strategisch belang voor de sponsor (kernactiviteit – langetermijnstrategie).
- Categorie 3: Acceptabel. Project wordt beschouwd als belangrijk voor de sponsor (kernactiviteit).
- Categorie 4: Beperkt. Project is niet echt van belang voor de langetermijnstrategie of kernactiviteit van de sponsor.

Exploitatierisico's

In de EBA-beoordelingscriteria worden onderstaande subfactoren onderscheiden voor wat betreft het exploitatierisico, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico). Merk op dat deze criteria gericht zijn op de gevallen waar de exploitatie en/of het onderhoud van het actief uitbesteed wordt, hetgeen niet noodzakelijk bij elk project het geval is.

- Reikwijdte, aard en complexiteit van exploitatie- en onderhoudsovereenkomsten²¹

- Categorie 1: Sterke langetermijnovereenkomst voor exploitatie en onderhoud, die bij voorkeur voorziet in contractueel vastgelegde prestatiedrijfveren²² en/of reserverekeningen²³, hoewel een dergelijke overeenkomst niet strikt noodzakelijk is omdat de exploitatie- en onderhoudswerkzaamheden duidelijk en transparant zijn.

²⁰ Een eigendomsclausule verwijst naar een bepaling waarin is vastgelegd dat het project niet het eigendom kan worden van een andere entiteit dan de feitelijke eigenaar (sponsor).

²¹ Een contract voor exploitatie en onderhoud verwijst naar een overeenkomst tussen ontwikkelaar en exploitant. De ontwikkelaar delegeert de exploitatie, het onderhoud en vaak ook het prestatiebeheer van het project aan een deskundige exploitant volgens de voorwaarden van het contract (namelijk reikwijdte, termijn, verantwoordelijkheid exploitant, honoraria en vaste schadevergoedingen).

²² Prestatiedrijfveren of op prestaties gebaseerde overeenkomsten verwijzen naar strategische prestatie maatstaven die de contractbetaling direct relateren aan die prestatie maatstaven. In die prestatie maatstaven kunnen onder andere zaken worden gemeten als beschikbaarheid, betrouwbaarheid, onderhoudbaarheid, ondersteunbaarheid.

²³ Een reserverekening voor exploitatie en onderhoud verwijst naar een fonds waarin geld wordt gestort voor het voldoen van de kosten van de exploitatie en het onderhoud van het project.

- Categorie 2: De exploitatie- en onderhoudswerkzaamheden zijn relatief duidelijk en transparant; er is een langetermijnovereenkomst voor exploitatie en onderhoud en/of een reserverekening voor exploitatie en onderhoud.
 - Categorie 3: De exploitatie- en onderhoudswerkzaamheden zijn complex en een overeenkomst voor exploitatie en onderhoud is noodzakelijk. Er is een beperkte langetermijnovereenkomst voor exploitatie en onderhoud en/of een reserverekening voor exploitatie en onderhoud.
 - Categorie 4: De exploitatie- en onderhoudswerkzaamheden zijn complex en een overeenkomst voor exploitatie en onderhoud is strikt noodzakelijk. Er is geen overeenkomst voor exploitatie en onderhoud. Er bestaat daardoor een risico van hoge exploitatiekostenoverschrijdingen.
- Expertise, staat van dienst en de financiële slagkracht van de exploitant
 - Categorie 1: Zeer sterk, of door de sponsors toegezegde technische steun
 - Categorie 2: Sterk
 - Categorie 3: Acceptabel
 - Categorie 4: Beperkt/zwak, of lokale exploitant is afhankelijk van de lokale autoriteiten

Ontwerp- en technologierisico

De infrastructuurentiteit kan door technische of ontwerpproblemen niet in staat zijn om de contractueel overeengekomen diensten te leveren. Een minder ingrijpende consequentie is vertraging of hoger dan verwachte kosten. Uit onderzoek blijkt dat technologie- of ontwerpproblemen in de bouw- of eerste opstartfase, alsmede achterblijvende exploitatieprestaties, die vaak samenhangen met technologie- en ontwerpproblemen, kunnen worden aangewezen als de belangrijkste oorzaken voor wanbetaling. Om te garanderen dat projecten op basis van innovaties veilig zijn, moeten verzekeraars de nodige zorgvuldigheid aan de dag leggen en controleren of de technologie getest is, bij voorkeur aan de hand van een technische analyse. Het kan daarbij gaan om prototypetesten, proefprojecten en andere testvormen om aan te tonen dat het project op degelijke technologie en degelijk ontwerp gebaseerd is.

In de EBA-beoordelingscriteria worden de volgende subfactoren onderscheiden voor wat betreft het ontwerp- en technologierisico, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico):

- Ontwerp- en technologierisico
 - Categorie 1, 2: Volledig bewezen technologie en ontwerp.
 - Categorie 3: Bewezen technologie en ontwerp; startproblemen worden ondervangen met een sterk afrondingspakket.
 - Categorie 4: Niet bewezen technologie en ontwerp; er is sprake van technologieproblemen en/of complex ontwerp.

Financieel risico

Of een projectentiteit haar schulden kan aflossen, hangt behalve van de kapitaalstructuur af van de risico's van de kasstromen die er voor de investeerders worden gegenereerd. Hoe hoger het vreemd vermogen in verhouding tot het eigen vermogen (de leverage of hefboom) des te kwetsbaarder het project wordt voor lager dan verwachte kasstromen. De mate van leverage moet daarom gelijke tred houden met de risico's van het project.

De kapitaalstructuur van de infrastructuurentiteit stelt haar in staat al haar schulden af te lossen, uitgaande van stevige aannames en mits aan de volgende voorwaarden is voldaan:

- (a) op basis van de marktpraktijken zijn de financiële ratio's sterk, voor zover relevant voor het risiconiveau en berekend op basis van zeer stevige aannames;
- (b) waar relevant wordt in de ratio's rekening gehouden met de kasstromen na de vervaldatum van alle schulden.

Bij een noodzakelijke herfinanciering van de schulden is de projectonderneming afhankelijk van de bereidheid van nieuwe kredietverstrekkers om fondsen te verschaffen. Afhankelijk van de financiële situatie van het project en de omstandigheden op de financiële markten kan het voorkomen dat er alleen op basis van ongunstige voorwaarden kan worden geherfinancierd (met nadelige gevolgen voor de bestaande schulden en kapitaalbrengers). In het ergste geval is herfinanciering helemaal niet mogelijk. Het herfinancieringsrisico moet daarom laag zijn.

Derivaten mogen alleen worden gebruikt om risico's op te vangen die samenhangen met de exploitatie en de financiering daarvan. Speculatieve derivatenposities zijn niet toegestaan.

In de EBA-beoordelingscriteria worden de volgende subfactoren onderscheiden voor wat betreft de financiële slagkracht, samen met een risicobeoordeling in vier categorieën (categorie 1 = laagste risico):

- (a) Financiële ratio's (bijvoorbeeld de 'Debt Service Coverage Ratio' (DSCR²⁴), de Interest Coverage Ratio (ICR²⁵), de Loan Life Coverage Ratio (LLCR²⁶), 'Project Life Coverage Ratio', en de verhouding vreemd vermogen/eigen vermogen)
 - Categorie 1: Sterke financiële ratio's gezien de mate van projectrisico; zeer krachtige economische aannames.
 - Categorie 2: Sterke tot acceptabele financiële ratio's gezien de mate van projectrisico; krachtige economische aannames.
 - Categorie 3: Standaard financiële ratio's gezien de mate van projectrisico.
 - Categorie 4: Agressieve financiële ratio's gezien de mate van projectrisico.
- (b) Financiële structuur
 - Afschrijvingsschema (onderdeel subfactor)
 - Categorie 1: Afschrijving schuldbetalingen zonder aflossing hoofdsom ineens.

²⁴ De Debt Service Coverage Ratio (DSCR) verwijst naar de verhouding van de voor aflossing beschikbare kasstromen die met het actief kunnen worden gegenereerd ten opzichte van de vereiste terugbetaling van de hoofdsom en de rentebetalingen gedurende de looptijd van de lening. De voor aflossing beschikbare kasstromen worden berekend door de exploitatiekosten, kapitaalkosten, schuld- en vermogensfinanciering, belasting en wijzigingen in de werkkapitaalpositie af te trekken van de inkomsten die door het project worden gegenereerd.

²⁵ De Interest Coverage Ratio (ICR) verwijst naar de verhouding van de voor aflossing beschikbare kasstromen die met het actief kunnen worden gegenereerd ten opzichte van de vereiste rentebetalingen gedurende de looptijd van de lening. De voor aflossing beschikbare kasstromen worden berekend door de exploitatiekosten, kapitaalkosten, schuld- en vermogensfinanciering, belasting en wijzigingen in de werkkapitaalpositie af te trekken van de inkomsten die door het project worden gegenereerd.

²⁶ De Loan Life Coverage Ratio (LLCR) verwijst naar de verhouding van de contante waarde van de voor aflossing beschikbare kasstromen ten opzichte van de uitstaande schuld en naar het aantal keer dat de voor aflossing beschikbare kasstromen die met het actief kunnen worden gegenereerd die uitstaande schuld gedurende de looptijd kunnen terugbetalen. De voor aflossing beschikbare kasstromen worden berekend door de exploitatiekosten, kapitaalkosten, schuld- en vermogensfinanciering, belasting en wijzigingen in de werkkapitaalpositie af te trekken van de inkomsten die door het project worden gegenereerd.

- Categorie 2: Afschrijving schulden zonder of met een verwaarloosbare aflossing hoofdsom ineens.
 - Categorie 3: Afschrijving schuldbetalingen met beperkte aflossing hoofdsom ineens.
 - Categorie 4: Aflossing hoofdsom ineens of afschrijving schuldbetalingen met hoge aflossing hoofdsom ineens.
- Markt/conjunctuur en herfinancieringsrisico (onderdeel subfactor)
 - Categorie 1: Er is geen of in zeer beperkte mate sprake van blootstelling aan markt- of conjunctuurrisico aangezien de verwachte kasstromen alle toekomstige aflossingen dekken gedurende de looptijd van de lening²⁷ en er geen belangrijke vertraging tussen de kasstromen en de aflossingen zit. Er is geen of een zeer gering herfinancieringsrisico.
 - Categorie 2: De blootstelling aan markt- of conjunctuurrisico is beperkt aangezien de verwachte kasstromen het leeuwendeel van de toekomstige aflossingen dekken gedurende de looptijd van de lening en er geen belangrijke vertraging tussen de kasstromen en de aflossingen zit. Het herfinancieringsrisico is laag.
 - Categorie 3: Er is sprake van een gematigde blootstelling aan markt- of conjunctuurrisico aangezien de verwachte kasstromen slechts een deel van de toekomstige aflossingen dekken gedurende de looptijd van de lening of aangezien er tussen de kasstromen en de aflossingen een belangrijke vertraging zit. Gemiddeld herfinancieringsrisico.
 - Categorie 4: Er is sprake van een aanzienlijke blootstelling aan markt- of conjunctuurrisico aangezien de verwachte kasstromen slechts een klein deel van de toekomstige aflossingen dekken gedurende de looptijd van de lening of aangezien er tussen de kasstromen en de aflossingen een belangrijke vertraging zit. Hoog herfinancieringsrisico.

3. Criteria - Kwalificerende beleggingen in infrastructuurondernemingen

Zoals geformuleerd in Artikel 164 ter: *Voor de toepassing van deze verordening omvatten de kwalificerende beleggingen in infrastructuurondernemingen de beleggingen in een infrastructuurentiteit die aan de volgende criteria voldoet:*

1. *Verreweg de meeste inkomsten van de infrastructuurentiteit worden verkregen uit eigendom, financiering, ontwikkeling of exploitatie van infrastructuuractiva gelegen in de EER of de OESO;*
2. *De inkomsten van de infrastructuuractiva voldoen aan een van de criteria waarvan sprake in artikel 164 bis, lid 2, onder a);*
3. *Wanneer de inkomsten van de infrastructuurentiteit niet door betalingen van een groot aantal gebruikers worden gefinancierd, is de partij die zich ertoe verbindt de goederen of diensten van de infrastructuurentiteit te kopen, een van de entiteiten opgesomd in artikel 164 bis, lid 2, onder b);*
4. *De inkomsten zijn gediversifieerd qua activiteiten, ligging of betalers, tenzij de inkomsten zijn onderworpen aan regelgeving op het gebied van kapitaalrendement overeenkomstig artikel 164 bis, lid 1, onder c), punt a), ii), of een „take-or-pay“-contract of de inkomsten beschikbaarheid gebaseerd zijn;*
5. *Wanneer in obligaties of leningen is belegd, kan de verzekerings- of herverzekeringsonderneming aan de toezichthouder aantonen dat zij de belegging tot het einde van de looptijd kan aanhouden;*

²⁷ De looptijd verwijst naar de nog uitstaande tijd tot de aflossing van een lening.

6. *Indien geen kredietbeoordeling door een aangewezen EKBI beschikbaar is voor de infrastructuurentiteit: a) staat de kapitaalstructuur van de infrastructuuronderneming deze toe al haar schulden af te lossen onder conservatieve aannames op basis van een analyse van de relevante financiële ratio's; b) is de infrastructuurentiteit actief geweest gedurende ten minste drie jaar of, in geval van een overgenomen bedrijf, gedurende ten minste drie jaar in bedrijf geweest;*
7. *Indien een kredietbeoordeling door een aangewezen EKBI beschikbaar is voor de infrastructuurentiteit, geldt voor een dergelijke kredietbeoordeling een kredietkwaliteitscategorie tussen 0 en 3.*

4. Risicobeheer voor kwalificerende infrastructuurbeleggingen of kwalificerende infrastructuurondernemingsbeleggingen

Artikel 261a: *Risicobeheer voor kwalificerende infrastructuurbeleggingen of kwalificerende infrastructuurondernemingsbeleggingen*

1. *Verzekerings- en herverzekeringsondernemingen leggen adequate zorgvuldigheid aan de dag voordat zij een kwalificerende infrastructuurbelegging of een kwalificerende infrastructuurondernemingsbelegging doen, met inbegrip van al het volgende:*
 - (a) *een gedocumenteerde beoordeling van de manier waarop de infrastructuurentiteit aan de in artikel 164 bis of artikel 164 ter vastgestelde criteria voldoet, die aan een valideringsproces is onderworpen, uitgevoerd door personen die niet onder invloed staan van de personen die verantwoordelijk zijn voor de beoordeling van de criteria en geen mogelijke belangenconflicten met die personen hebben;*
 - (b) *een bevestiging dat alle financiële modellen voor de kasstromen van de infrastructuurentiteit zijn onderworpen aan een valideringsproces, uitgevoerd door personen die niet onder invloed staan van de personen die verantwoordelijk zijn voor de ontwikkeling van het financiële model en geen mogelijke belangenconflicten met die personen hebben.*
2. *Verzekerings- en herverzekeringsondernemingen die een kwalificerende infrastructuurbelegging of een kwalificerende infrastructuurondernemingsbelegging aanhouden, monitoren regelmatig de kasstromen en de waarde van het onderpand die de infrastructuurentiteit ondersteunen, en voeren daarop stresstests uit. Alle stresstests staan in verhouding tot de aard, omvang en complexiteit van de aan het infrastructuurproject verbonden risico's.*
3. *Bij de stresstesting worden de risico's uit hoofde van niet-infrastructuuractiviteiten in aanmerking genomen, maar met de inkomsten die door dergelijke activiteiten gegenereerd worden, wordt geen rekening gehouden bij het bepalen of de infrastructuurentiteit in staat is aan haar financiële verplichtingen te voldoen.*
4. *Wanneer verzekerings- of herverzekeringsondernemingen materiële kwalificerende infrastructuurbeleggingen of kwalificerende infrastructuurondernemingsbeleggingen aanhouden, nemen zij bij het vaststellen van de in artikel 41, lid 3, van Richtlijn 2009/138/EG bedoelde schriftelijke procedures bepalingen op voor een actieve monitoring van die beleggingen tijdens de bouwfase, en voor een maximalisering van het gedekte bedrag uit hoofde van die beleggingen in geval van een herschikkingsscenario.*

5. *Verzekerings- of herverzekeringsondermingen die een kwalificerende infrastructuurbelegging of een kwalificerende infrastructuurondernemingsbelegging in obligaties of leningen aanhouden, richten hun activa-passivabeheer zodanig in dat zij de belegging voortdurend tot het einde van de looptijd kunnen aanhouden.*

Alle posities in infrastructuur, of deze nu wel of niet voldoen aan de kwalificatiecriteria, moeten worden beheerd in overeenstemming met het **prudent person-beginsel** (artikel 190-193 van de Controlewet Verzekeringen) en met het **effectieve risicobeheer stelsel** (artikel 42, 84-90 van de Controlewet Verzekeringen).

Infrastructuurbeleggingen kunnen gepaard gaan met complexe risico's, die aanzienlijk anders zijn voor de verschillende soorten infrastructuurprojecten. Die risico's zijn vaak ook anders dan het soort risico's die verzekeringsmaatschappijen gewoonlijk beheersen, of dat nu gaat over de technische haalbaarheid van het project, de bouw of politieke risico's, of de vraag of de contractuele bepalingen toereikend zijn om gedurende de looptijd van het project de relevante voorwaardelijk gebeurtenissen te dekken.

Het lijkt hier dan ook gepast om een aantal aanvullende elementen toe te lichten aan de hand waarvan ondernemingen volledig doordrongen zijn van de risico's die samenhangen met de positie in infrastructuurprojecten en deze risico's ook kunnen bewaken en beheersen. De meeste van de in dit ontwerpadvies vervatte vereisten houden verband met de problemen of risico's die bij de kwalificatiecriteria aan de orde zijn gekomen.

Een onderneming moet als onderdeel van haar risicobeheersysteem schriftelijk beleid formuleren voor alle materiële risico's waaraan de onderneming is blootgesteld. Investeert een onderneming in infrastructuurprojecten, dan valt de beheersing van de daarmee samenhangende risico's onder dat beleid, in het bijzonder risicobeheer, asset-liability management, beheersing liquiditeitsrisico en de beheersing van het concentratierisico. Voor wat betreft de beheersing van het investeringsrisico moet ter naleving van het prudent person-beginsel ook de ondernomen actie worden beschreven. Gezien de specifieke risico's en in het bijzonder ook de niet-liquide aard van infrastructuurprojecten is de NBB van mening dat ondernemingen die in dergelijke projecten beleggen vooral ook specifiek de aandacht moeten richten op de manier waarop die investering overeenstemt met het **prudent person-beginsel**. De NBB beschouwt de richtlijnen voor niet-routinematige beleggingsactiviteiten als relevant referentiepunt. Die vereisten zouden naar verwachting ook al moeten voldoen aan artikel 190-193 van de controlewet verzekeringen. Uitgaande van een op beginselen gebaseerde aanpak vindt de NBB het belangrijk dat ondernemingen kunnen aantonen dat ze de risico's van iedere infrastructuurprojectinvestering goed begrijpen, evenals de gepastheid daarvan voor de eigen bedrijfsactiviteiten.

Voor wat betreft het begrip van het project wordt het als good practice beschouwd om de volgende zaken te documenteren:

- Achtergrond project
- Reikwijdte project
- Verantwoordelijkheid exploitatie
- Tijdslijn
- Herkomst en gebruik van middelen
- De betrokken partijen
- Contractuele structuur
- Belangrijkste financiële voorwaarden

In haar richtlijnen voor het corporate governance-kader heeft de NBB de verwachtingen hiervoor geformuleerd, waaronder de volgende aspecten: due diligence en proces; zorg, vaardigheden en delegeren; de plicht tot bewaking; de plicht om de belangen van de polishouders en begunstigen te beschermen en het beginsel van diversificatie. Voor wat betreft dat laatste wordt het als 'good practice' gezien om zowel op het niveau van de infrastructuurbeleggingsportefeuille als op het niveau van de hele beleggingsportefeuille te diversifiëren.

Op het punt zorg, vaardigheden en delegeren onderkent de NBB dat veel verzekeringsmaatschappijen in de loop van de tijd de benodigde deskundigheid moeten opbouwen. In overeenstemming met artikel 42 §1. 3° van de Controlewet Verzekeringen moeten ondernemingen afwegen of de personen die binnen de risicobeheerfunctie taken in verband met infrastructuurprojecten verrichten daar ook daadwerkelijk toe in staat zijn. Ook is men mogelijk afhankelijk van externe partijen; de betrokkenheid van deskundigen op uiteenlopende gebieden is waarschijnlijk geboden en ook gebruikelijk in projectfinanciering. Waar externe expertise of vermogensbeheerders worden ingeschakeld, moet de onderneming zich bewust zijn van haar verantwoordelijkheden op het gebied van uitbesteding conform artikel 92 van de Controlewet Verzekeringen en zich rekenschap geven dat de investeringen in infrastructuurprojecten mogelijk kunnen worden aangemerkt als kritieke of belangrijke activiteit.

Financieel model

Het gehanteerde financiële model voor de prognose van de toekomstige resultaten van de infrastructuuractiva is een van de belangrijkste manieren om voorafgaand aan een belegging de risico's van het project in kaart te brengen. Zorgt de projectsponsor voor dat model, dan is belangenverstrengeling mogelijk: om de financiering voor het project los te krijgen, is het immers in het belang van de projectsponsor om de risico's minder zwaar aan te zetten. Een onafhankelijk valideringsproces is dan geboden. Dit ondervangt het gevaar dat de risico's van het project verkeerd worden voorgespiegeld. Waar het financiële model door de projectsponsor wordt verzorgd, kan die validering door de onderneming zelf worden gedaan (mits deze over de relevante ervaring beschikt) of door een andere externe partij. Wordt het financiële model binnen de onderneming ontwikkeld, dan is het zaak om dat model intern onafhankelijk te laten evalueren, bijvoorbeeld door de risicobeheer- of actuariële functie, of om hiervoor een onafhankelijke derde in te schakelen. Ondernemingen moeten kunnen aantonen dat ze de onderliggende aannames voor het model begrijpen en ook aan de kaak kunnen stellen.

Monitoren

Het kan gedurende de looptijd van het project voor de investeerders nodig blijken om proactief problemen aan te pakken die zich aandienen, zoals het in gebreke blijven van de bouw- of werkmaatschappij. Komt het project als geheel in de financiële problemen, dan is het belangrijk dat de investeerders zoveel mogelijk van hun inleg kunnen terughalen. Er zijn aanwijzingen dat het terugvorderingspercentage voor infrastructuurprojecten aanzienlijk lager ligt bij een gedwongen verkoop dan bij een 'work-out', waarin de nadruk ligt op de mogelijkheden om schulden terug te vorderen. De risico's van een dergelijke ontwikkeling zijn doorgaans groter tijdens de bouwfase. In dit licht vindt de NBB het een belangrijk onderdeel van een passende bewakingsprocedure om actief de materiële belangen te monitoren, in het bijzonder tijdens de bouwfase en om, op het moment dat het project financiële problemen ondervindt, de waarde van de terugvordering zo maximaal mogelijk te maken. Zoals de NBB het voor zich ziet, zou een onderneming moeten vastleggen wanneer een 'work-out' situatie kan gaan spelen, welke stappen er dan gezet moeten worden en welke partijen daarbij betrokken zouden moeten worden. Dat betekent nog niet dat ondernemingen gespecialiseerde 'work-out' experts in dienst moeten nemen; in sommige gevallen kunnen ze profiteren van de activiteiten van een 'lead' crediteur die het voortouw neemt, mogelijk een bank.

Tot einde looptijd aanhouden

Ondanks de niet-liquide aard van infrastructuurprojectbeleggingen en de verwachting dat deze activa tot het einde van de looptijd worden aangehouden, is het belangrijk dat dergelijke beleggingen actief worden beheerd. Net als bij iedere andere investering of belegging, als een infrastructuurproject niet volgens de verwachtingen presteert, zal de onderneming moeten beoordelen of de belegging nog altijd voldoet aan

het prudent person-beginsel en past binnen de beleggingsdoelstellingen. Hoewel de verkoop van infrastructuurprojectactiva niet altijd mogelijk is, kan het, afhankelijk van de omvang van de positie in infrastructuurprojecten, voor een onderneming nodig zijn om binnen de portefeuille andere in- of uitstapbeslissingen te nemen om nog op het vereiste moment aan de verplichtingen aan de polishouders te kunnen voldoen. Als onderdeel van het bewakingsproces draagt de onderneming ook zorg voor een afdoende niveau van interne rapportage aan de eigen bestuurs- en toezichtsorganen²⁸, net als bij alle materiële posities zoals vereist door artikel 269(1)(d) van de Gedelegeerde Verordening.

Een kopie van deze circulaire wordt naar de commissaris(sen), erkend revisor(en) van uw instelling verstuurd.

Hoogachtend

Jan Smets
Gouverneur

Bijlagen: 2

²⁸ Zowel aan het Directiecomité als aan de Raad van Bestuur.