

Meer volume in infra- en real estate debt-markt

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Infra & real estate debt zijn relatief nieuwe beleggingscategorieën die steeds aantrekkelijker worden voor beleggers die speciaal geïnteresseerd zijn in verdere diversificatie van hun beleggingsportefeuille en het managen van het neerwaartse risico. Beide asset classes profiteren van thema's als de energietransitie en digitalisering.

Behoren infra & real estate debt tot real assets of tot credits? En bepaalt deze indeling de manier waarop de risico's worden beoordeeld?

Holly Murnieks: 'Wij hanteren een total portfolio approach, oftewel totale portefeuillebenadering, afgekort TPA, wat betekent dat we vanuit een top-down perspectief kunnen denken over het relatieve risico en de rendementsvoordelen van real assets aandelen versus real assets debt en de exposure daarnaar in de loop van de tijd kunnen aanpassen. Vanuit een risicoperspectief beschouwen we de karakteristieken van zowel vastgoed- als infrastructuurleningen als het meest gelinkt aan credit, en daarom hebben we krediet-specialisten die deze risicoposities beheren en bewaken, in samenwerking met hun collega's uit het team voor real assets.'

Rupert Gill: 'Het gaat om een relatief nieuwe beleggingscategorie. Voor beleggers is het historisch gezien altijd moeilijk geweest om te bepalen of het onder vastgoed of credit valt. Veel van de risico's zijn vastgoedgerelateerd, dus benaderen wij real estate debt als onderdeel van het Global Real Estate-platform. Andere managers brengen hun real estate debt-teams wellicht onder bij hun credit business.'

Cyrus Korat: 'Wij merken dat beleggers met een vastgoedachtergrond geneigd zijn om vastgoedaandelen te vergelijken met vastgoedschulden en dat is een andere benadering dan die van de kredietverstrekkers, die meer kijken naar de relatieve waarde tussen alle verschillende kredietproducten. Ik denk dat je als manager om moet kunnen gaan met de verschillende manieren waarop beleggers naar infra & real estate debt kijken.'

Florent del Picchia: 'Voor ons valt infra debt onder real assets. Maar hoe beleggers dit zien, kan afhangen van het type schuld: investment grade debt wordt waarschijnlijk beschouwd als substituuut voor krediet. Vanuit een risicoperspectief heeft elke sub-asset class voor ons zijn eigen specifieke beoordelingsprocessen. Voor infra debt betekent dat volledige due diligence en interne rating, en niet vertrouwen op externe ratings.'

Dan Riches: 'Investerders in senior-leningen hebben in mijn ogen de neiging om te benchmarken met bedrijfsleningen met vergelijkbare ratings. Investerders in mezzanine-strategieën kijken eerder naar vastgoed.'

Bert Schoen: 'Wij zijn onderdeel van de business line real assets. In de beleggingscommissie is veel expertise op het gebied van infrastructuur en onroerend goed. Dat stelt ons in staat portefeuilles vroegtijdig te screenen op mogelijke nieuwe risico's die wij elders in de real assets-portefeuille tegenkomen.'

Charlotte Daelemans: 'Beleggers kijken op hun eigen manier naar dezelfde investeringen. Ik zie dat de rendementen op de aandelenmarkt in infrastructuur een beetje gedaald zijn, terwijl ze aan de kredietzijde juist zijn gestegen. Dat betekent dat beleggers die traditioneel alleen aan de aandelenkant en in infrastructuur hebben geïnvesteerd, nu ook naar de kredietkant beginnen te kijken.'

Damien Gardes: 'Of de onderliggende assets nu echt tastbaar zijn of niet, is niet precies het punt. Het gaat erom of een businessmodel stabiel en voorspelbaar genoeg is om de kredietverstrekkers met een hoge waarschijnlijkheid aan het einde van de looptijd terug te betalen. Daarom beginnen we bij onze kredietexpertise, zetten we die in en bouwen we een aanzienlijke ervaring op in infrastructuur. Hoewel de specialisatie zijn verdiensten heeft en real assets over het algemeen gemeenschappelijke kenmerken hebben, zoals hun veerkracht, kunnen we niet uitsluiten dat er een stukje marketing in het concept van real assets zit.'

In hoeverre is investeren in infra & real estate debt een cruciaal onderdeel van een gediversifieerde portefeuille?

Daelemans: 'Er zal veel in infrastructuur >

Voorzitter:

Mark van der Wekken,
a.s.r. real assets investment partners

Deelnemers:

Charlotte Daelemans,
Nuveen
Damien Gardes,
Schroders
Rupert Gill,
Barings
Cyrus Korat,
DRC Savills Investment Management
Holly Murnieks,
Willis Towers Watson
Florent del Picchia,
Aviva Investors
Dan Riches,
M&G Investments
Bert Schoen,
AXA IM Alts



VOORZITTER

Mark van der Wekken

Mark van der Wekken is Senior Portfolio Manager bij a.s.r. real assets investment partners. Hij werkt daar als Beleggingsspecialist met speciale aandacht voor de Europese vastgoedmarkt. Daarvoor was hij werkzaam als Senior Investment Manager bij onder andere Nationale Nederlanden, Vivat en Aegon Nederland, dat nu onderdeel uitmaakt van a.s.r.



Charlotte
Daelemans

Charlotte Daelemans is Managing Director en Senior Sales Specialist Real Assets bij Nuveen. Eerder werkte zij vijf jaar bij AMP Capital en vijf jaar bij Goldman Sachs Asset Management. Zij begon haar carrière bij Bloomberg. Daelemans behaalde haar Master in Finance aan de Katholieke Universiteit Leuven en met een onderscheiding haar Masters in Management aan Vlerick Business School.



Damien
Gardes

Damien Gardes begon zijn carrière in 2009 bij de AXA Groep en maakte in 2015 de overstap naar Schroders, waar hij als Co-Head of Debt Investments, Infrastructure, verantwoordelijk is voor de uitvoering van een groot aantal senior en junior debt transacties. Tijdens zijn carrière in de infrastructuursector heeft Gardes diverse rollen vervuld op het gebied van projectfinanciering, overnamefinanciering, M&A en beleggingsadvies.



Rupert
Gill

Rupert Gill is sinds 2024 Head of Portfolio Management van Barings' European Real Estate Portfolio Debt Group. In die rol is hij verantwoordelijk voor het beheer van het concern, het toezicht op de ontwikkeling van strategieën en de uitvoering van beleggingsoplossingen. Hiervoor fungeerde hij bijna zeven jaar als Head of European Real Estate Debt bij BlackRock.



Cyrus
Korat

Cyrus Korat heeft meer dan 25 jaar ervaring in vastgoed en debt capital markets en is medeoprichter van DRC Savills Investment Management. Voor de oprichting van DRC was hij Managing Director en bekleedde hij senior managementposities in de Fixed Income Division van Merrill Lynch & Co.



Holly
Murnieks

Holly Murnieks is Alternative Investment Solutions Strategist bij WTW Investments en is in die rol verantwoordelijk voor het leveren van beleggingsoplossingen in alternatieve asset classes die voldoen aan de behoeften van institutionele klanten. Zij werkte eerder bij J.P. Morgan Corporate Investment Bank en heeft een Eersteklas Honours Degree in Natuurkunde.



Florent
del Picchia

Florent del Picchia is Head Euro Infrastructure Debt en verantwoordelijk voor het beheer van de European Infrastructure Debt strategie van Aviva Investors. Eerder was hij werkzaam bij Dexia Crédit Local in Parijs, waar hij de rol van Directeur in het Infrastructuur-team bekleedde. Daarvoor maakte hij deel uit van de Infrastructure and Project Finance-adviesteams van PriceWaterhouseCoopers in Parijs en Londen.



Dan
Riches

Dan Riches is Hoofd Real Estate Finance bij M&G. Hij werkt er al sinds 2010 en is sinds de oprichting betrokken geweest bij de structurering en marketing van de Real Estate Debt Fund-serie. Hij werkte eerder bij de Europese CMBS-groep van S&P Global en daarvoor bij RBS, waar hij vastgoedfinancieringstransacties in gang zette.



Bert
Schoen

Bert Schoen is Senior Fondsbeheerder Infrastructuurfinanciering voor AXA IM Alts. Hij heeft als infrastructuurfinancier meer dan 27 jaar ervaring in financieringstransacties in West-Europa, Centraal en Oost-Europa en het Midden-Oosten. Voor hij in 2019 bij AXA IM Alts kwam, was hij adviseur voor duurzame energieprojecten, structureerde hij een management buy-out, en investeerde hij voor een operationele asset manager in offshore windprojecten.

‘Ik zie dat de rendementen op de aandelenmarkt in infrastructuur een beetje gedaald zijn, terwijl ze aan de kredietzijde juist zijn gestegen.’

geïnvesteed moeten worden, dus zullen er naar verwachting omvangrijke kapitaalstromen naartoe gaan. Infra debt is op zichzelf al behoorlijk gediversifieerd, dus hebben wij het gevoel dat beleggers iets missen als ze niet in deze beleggingscategorie investeren.’

Schoen: ‘Daar ben ik het mee eens. Wat we ook zien, is dat steeds meer beleggers een impactinvalshoek hebben en dat deze beleggingscategorieën hen in staat stellen om heel specifieke impactdoelen te bereiken.’

Riches: ‘Binnen hun vastgoedportefeuille willen investeerders steeds vaker een deel alloceren naar real estate debt. Ze zien dat als een vorm van diversificatie tegen wat er de afgelopen twee of drie jaar op dit gebied is gebeurd.’

Del Picchia: ‘Bij infra debt speelt het diversificatie-aspect zeker een rol. Voor pensioenfondsen die aan langetermijnverplichtingen moeten voldoen, zijn er niet veel assets – behalve misschien staatsobligaties – die dertig jaar of langer meegaan met een acceptabel risico. Nog een reden waarom het een goed idee is om in infra debt te beleggen.’

Korat: ‘Vastgoedbeleggers die historisch gezien alleen maar in aandelen hebben geïnvesteed, beginnen nu het voordeel van debt in te zien. En we zien dat beleggers die van oudsher sterk gericht waren op private credit, nu nadenken over de extra voordelen van zowel infrastructuur als vastgoed.’

Zijn infrastructuur- en vastgoed-schulden nog steeds aantrekkelijk in een omgeving met lagere rentes?

Gardes: ‘Infra debt heeft natuurlijk geprofiereerd van de rentestijging. Maar als we terugkijken naar hoe de asset class is gegroeid in een omgeving met lage rentetarieven, hoeven we ons zeker geen zorgen te maken over een terugkeer van een omgeving met lagere rentes. Het is inderdaad die superlage rente-omgeving die de interesse van institutionele beleggers heeft gewekt voor de asset class, die aangetrokken werden door de margin premie in vergelijking met public credit.’

Daelemans: ‘Als lener denk je aan de totale kosten en niet alleen aan de basisrente en de spread. Een dalende rente kan soms enigszins gecompenseerd worden door een hogere spread en ik denk dat er ook moge-

lijkheden zijn om een wat flexibelere kapitaalverschaffer te zijn. Een omgeving met lagere rentetarieven baart ons niet veel zorgen en nu de rentetarieven dalen, is de kans groot dat de M&A-markt weer wat aantrekt, omdat de financiering goedkoper wordt.’

Schoen: ‘Omdat de verwachtingen van een sterke verdere rentedaling zijn verdwenen, is er merkbaar meer volume in de markt gekomen. Verder is de vraag naar liability matching toegenomen. Beleggers die daarnaar op zoek zijn, zijn tot op zekere hoogte minder gevoelig voor de basisrente. Zij zijn geïnteresseerd in langetermijnassets van goede kwaliteit om hun verplichtingen relatief onafhankelijk van de basisrente te matchen.’

Riches: ‘De beleggingscategorie infra & real estate debt wordt, denk ik, nog aantrekkelijker, vooral voor beleggers die alleen maar geïnteresseerd zijn in het beheren van neerwaartse risico’s.’

Del Picchia: ‘Waar het volgens mij vooral om gaat, is de vraag of de belangstelling voor rentevast versus rentevariabel aan het veranderen is, of er nu dus weer meer wordt overgestapt naar variabel.’

Korat: ‘De vraag is moeilijk te beantwoorden omdat de redenen om in infra & real estate debt te beleggen voor de verschillende beleggers ook heel verschillend zijn.’

Gill: ‘Als het rendement op treasuries veel verder daalt, wordt het interessanter om te investeren in meer risicovolle assets. Voor sommige investeerders wordt real estate debt in een omgeving met lagere rentes aantrekkelijker.’

Munieks: ‘Wij zijn van mening dat vastgoed en infrastructuur kunnen profiteren van macrothematische rugwind, of het nu gaat om demografische veranderingen, de energietransitie, digitalisering, enzovoort. Dat creëert volgens ons veel kansen om kapitaal in te zetten, ook als kredietverstrekker.’

‘De beleggingscategorie infra & real estate debt wordt nog aantrekkelijker, vooral voor beleggers die alleen maar geïnteresseerd zijn in het beheren van neerwaartse risico’s.’

>

Hebben recente evoluties op de kredietmarkt de interesse van beleggers voor infra & real estate debt gewijzigd?

Del Picchia: 'Infra debt wordt beschouwd als een veerkrachtige beleggingscategorie. Naar onze mening is de vraag hiernaar over het algemeen sterk gebleven. Binnen infra debt zien we nu dat beleggers terugkeren naar beleggingen met een hoger risico-rendementsprofiel.'

Korat: 'Eén ding is echt veranderd: de toegankelijkheid en de algemene acceptatie van alles wat met private markets te maken heeft. Beleggers hebben nu heel andere keuzemogelijkheden dan nog maar vijf jaar geleden. Dat maakt een groot verschil, omdat men zich over het algemeen prettiger voelt bij beleggingen in onderhandse markten in vergelijking met bijvoorbeeld liquide vastrentende fondsen.'

Daelemans: 'Zowel vanuit het oogpunt van risico-rendement als vanuit een meer macro-perspectief komen beleggers tot dezelfde conclusie, namelijk dat infrastructuur-leningen op dit moment aantrekkelijk zijn. De risico-rendementsverhouding is nu zeer gunstig en beleggers willen meeliften op macro-economische ontwikkelingen als verdergaande digitalisering, decarbonisatie, deglobalisatie en groene energie. Hierbij zijn veel toeleveringsketens betrokken, die wij ook financieren.'

Gardes: 'Sinds eind 2023 zijn de marges voor bedrijfsobligaties weer gedaald en is de illiquiditeitspremie (of complexiteitspremie) van private infra debt weer gestegen, waardoor die beleggingscategorie aantrekkelijker is geworden voor beleggers.'

Murnieks: 'Een nuttig kenmerk van infra & real estate debt voor beleggers is dat veel van de onderliggende kasstromen van contractuele aard zijn op de lange termijn en mogelijk ook gekoppeld zijn aan de inflatie. Dit was de afgelopen jaren een speciaal aandachtspunt.'

Hoe creëert disintermediatie door banken kansen voor krediet-verstrekken in vastgoed en infrastructuur?

Gill: 'Doordat banken de laatste jaren zijn vastgelopen, heeft private capital meer toegang gekregen tot verschillende delen van de vastgoedmarkt, verschillende investeringsstijlen en een breder scala aan leners. Dat betekent dat er meer transacties en verschillende soorten risico's zijn, en dat er daarom meer kansen zijn voor beleggers.'

Schoen: 'Van jaar tot jaar zien we een kleine toename van transacties die niet via banken, maar door investeerders naar ons gaan. We zien ook dat banken voor bepaalde kapitaal-intensieve sectoren op een gegeven moment aan het einde van hun balanscapaciteit komen. Banken zijn veel actiever geworden in het verkopen van hun leningen, het recyclen van kapitaal en het aangaan van partnerschappen met investeerders. Als je kijkt naar sommige subsectoren, bijvoorbeeld duurzame energie, verwachten we dat banken daar de komende jaren aan het einde van hun balanscapaciteit komen en actiever op zoek gaan naar het inbrengen van institutionele investeerders.'

Riches: 'Wij krijgen heel vaak banken aan de lijn die zeggen: we hebben net een deal gesloten, willen jullie twee derde daarvan?'

Schoen: 'Volgens mij is het een trend dat deals zonder de banken worden gesloten. Een andere trend is dat banken actiever worden in het verkopen van risicoposities, maar dat zijn nog steeds deals die gestructureerd zijn of onderschreven door banken.'

Gill: 'Er zijn modellen voor directe kredietverlening waarbij banken samenwerken met private kapitaalverstrekkers en de deals rechtstreeks via de banken naar private capital lopen – private capital boort de infrastructuur aan die de banken al tientallen jaren hebben. De sector zal waarschijnlijk disintermediatie zien, maar ook meer partnerschappen.'

Korat: 'Het meeste eigen vermogen dat momenteel wordt ingezet, wordt gebruikt voor meer waarde toevoegende en opportunistische strategieën. Dit heeft de mogelijkheden voor alternatieve kredietverstrekkers vergroot. Bovendien, omdat de banken nog steeds een groot deel van de markt uitmaken en over het algemeen voorzichtig zijn

'Eén ding is echt veranderd: de toegankelijkheid en de algemene acceptatie van alles wat met private markets te maken heeft.'

met hun uitleenbereidheid, heeft dit een onevenredig effect op het prijszettingsvermogen van alternatieve kredietverstrekkers, dat op dit moment erg goed is.’

Del Picchia: ‘Wij zien zeker voordelen in het verstrekken van directe leningen zonder de bemiddeling van banken. Je kunt onderhandelen over voorwaarden, zodat je de transactie kunt afstemmen op de behoeften van de investeerders en toegang krijgt tot allerlei formats: obligaties, vaste of variabele rente, enzovoort. En je kunt ook onderhandelen over de voorwaarden om er zeker van te zijn een aanvaardbaar risico aan te gaan.’

Gill: ‘De banken zijn door de regelgevers in een bepaald deel van de markt geduwd omdat ze in het verleden kredietproblemen hebben gehad. Dat heeft ons betere toegang tot de schuldenmarkt verschaft.’

Gardes: ‘De mate van disintermediatie heeft te maken met de bereidheid van banken om in een bepaalde sector of in een bepaald deel van het beleggingsuniversum te blijven. Hoe meer je naar het sub-investment grade-universum gaat, hoe minder de banken aanwezig zijn. Dat betekent dat het makkelijker wordt om voorwaarden te beïnvloeden en gunstige prijzen voor te stellen aan kredietverstrekkers, maar je moet in staat zijn om financieringsoplossingen te ontwikkelen die passend zijn voor kredietnemers.’

Daelemans: ‘Ik denk dat er ook aanvullende financieringstechnieken worden toegepast op nieuwere delen van de totale kredietmarkt. Bijvoorbeeld SRT's, significante risico-overdrachten, wat neerkomt op kapitaalbescherming die banken kunnen nemen als bescherming tegen eerste verliezen. Dat wordt veel gedaan in het MKB en de vastgoedsector. We zien dit soort structuren ook verschijnen in de infrastructuursector, waar banken de relatie met hun leners willen behouden, maar tegelijkertijd hun kapitaalkosten willen verlagen. Dus gebruiken ze SRT's om hun totale kapitaalkosten te verlagen.’

Er is een opmerkelijke toename geweest van markten die in moeilijkheden verkeren ten aanzien van onroerend goed, zoals bijvoorbeeld in Duitsland. Is dit, nu binnenlandse kapitaalverstrekkers worstelen met hun problemen, een aantrekkelijke

leenmogelijkheid? En bovendien, wat ging er mis en welke lessen kunnen daaruit worden getrokken?

Korat: ‘Aan de financieringsbehoefte van leners in Duitsland kan niet worden voldaan door lokale instellingen, omdat die zichzelf in uitleenproblemen hebben gebracht. Dat biedt kansen. We moeten er wel over nadenken wat het juiste waarderingsniveau in de toekomst is voor assets in Duitsland. Over het algemeen denk ik dus dat er mogelijkheden zijn om krediet te verstrekken, maar we zijn nog relatief voorzichtig over hoe we toegang kunnen krijgen tot de Duitse vastgoedmarkt. Behalve een aantal heel grote banken heeft Duitsland

duizenden kleine tot middelgrote banken, die geen adequaat toezicht hebben. Dat heeft volgens mij geleid tot een verkeerde allocatie van kapitaal en prijsstelling en dat zal in Duitsland blijven gebeuren.’

Gill: ‘Ik zeg niet dat het een NPL-markt, een markt met non-performing loans, wordt, maar er moeten wel problemen worden opgelost, waarschijnlijk met nieuw aandelenkapitaal. Duitsland is een enorme investeringsmarkt, een van de meest liquide markten in Europa. Er dienen zich dus geweldige kansen aan. Het is een kwestie van timing.’

Is de stress ook zichtbaar aan de infrastructuurkant, of betreft het alleen vastgoed?

Del Picchia: ‘Over het algemeen zijn de inkomsten van infrastructuurassets meer geïndexeerd aan de inflatie dan de kosten, waardoor ze bestand zijn tegen hoge inflatie. Daar kunnen uitzonderingen op zijn en soms kan het ook moeilijk zijn om de hogere inkomsten door te berekenen om redenen van betaalbaarheid of politiek. Maar dit komt zelden voor. Voor de kredietverstrekkers is het verstrekken van leningen meer gebaseerd op kasstroomdekking dan op loan-to-value ratio's. Mechanisch gezien kan je aan de kant van real estate debt problemen hebben met ratio's, puur op basis van de waardering die verandert. Aan de infrastructuurkant is dat over het algemeen niet het geval. Ze passen zich aan de inflatie aan en dus zijn de kasstroomratio's over het algemeen prima.’

‘Duitsland is een enorme investeringsmarkt, een van de meest liquide markten in Europa. Er dienen zich dus geweldige kansen aan. Het is een kwestie van timing.’

Korat: 'Iedereen heeft het erover dat de energie-infrastructuur in Duitsland zo slecht is. Biedt dat kansen?'

Schoen: 'Ik weet niet zeker of de energie-infrastructuur slecht is. Duidelijk is dat Duitsland snel het relatief goedkope Russische gas moest vervangen. Daardoor zijn de energiekosten drastisch gestegen. Het is eigenlijk opmerkelijk hoe snel Duitsland erin is geslaagd vervangende energie te vinden.'

Wat zijn de innovaties en recente trends die je ziet op de markten voor infra & real estate debt?

Gardes: 'Een van de ontwikkelingen is de groei van het sub-investment grade-segment in infrastructuur, dat groter en gediversifieerder wordt dan vroeger. Het is nu deels een nieuwe markt geworden, waar door de equity-sponsor naar alternatieve kapitaaloplossingen wordt gezocht om de uitbreiding van infrastructuurplatforms te financieren met niet-verwaterend kapitaal. Wij denken dat hier aantrekkelijke kansen liggen voor investeerders. Er is een enorme vraag van leners, maar er zijn niet zoveel kredietverstrekkers en fondsen die momenteel in staat zijn om passende financieringsoplossingen te bieden.'

'Mechanisch gezien kan je aan de kant van real estate debt problemen hebben met ratio's. Aan de infrastructuurkant is dat over het algemeen niet het geval.'

Daelemans: 'Een duidelijke trend is dat er veel extra energie nodig is om allerlei faciliteiten als bijvoorbeeld datacenters te laten draaien. We zullen op korte termijn veel moeten investeren, want er is vraag naar extra financiering om deze faciliteiten uit te bouwen.'

Is het mogelijk om impact te creëren via kredietverstrekking? Hoe actief kun je sturen?

Murnieks: 'Ja. Wij zijn van mening dat het met name infra debt-beleggers een uitstekende kans biedt om projecten met een tastbare impact direct te financieren – en tegelijkertijd toegang te krijgen tot rendementen die in potentie hoger zijn dan die op publieke kredietmarkten. Duurzaamheid vormt een belangrijk onderdeel van onze due diligence en we hebben veel vooruitgang geboekt bij het identificeren van KPI's om de voortgang te meten.'

Schoen: 'Ja, dat kan. We maken gebruik van een ESG-vragenlijst voordat we een investering doen. We vragen leners om jaarlijks deze lijst in te vullen: op die manier rapporteren ze over bijvoorbeeld CO₂-emissies en CO₂-emissiedoelstellingen. Door de jaarlijkse rapportage houden we toezicht op een heel scala aan factoren, inclusief biodiversiteit en watervervuiling.'

Daelemans: 'Voordat we de overeenkomst aangaan, hebben we een bepaald kader doorlopen om ervoor te zorgen dat alles is zoals we het willen vanuit het oogpunt van verantwoord beleggen. We hanteren KPI's die gekoppeld zijn aan marges, maar die misschien verschillen van die van sommige andere managers.'

Gill: 'Hoewel je niet zoveel controle hebt als met eigen vermogen, kun je met vreemd vermogen bepaalde duurzaamheidsmijlpalen of convenanten in de overeenkomst opnemen – zoals margeverlagingen gekoppeld aan energie-efficiëntie – om te stimuleren of zelfs te straffen als een bepaald bedrijfsplan niet wordt uitgevoerd.'

Korat: 'Wat sturen betreft, denk ik dat het heel moeilijk is om te sturen binnen de deal, maar je kunt wel sturen door de deals te selecteren die impact faciliteren.'

Riches: 'Ik denk dat we meer kunnen faciliteren dan creëren. Als kredietverstrekker in onze sector zou je te maken moeten hebben met partijen die met jou op één lijn zitten. Je faciliteert het creëren van impact door de financiering te bieden die daarvoor nodig is en door een aantal controles en maatregelen in te bouwen om er zeker van te zijn dat beloften worden nagekomen.'

Kan een impactportefeuille investeren in zowel greenfield als brownfield assets?

Schoen: 'Ja. Wij denken dat er nog steeds veel dingen zijn die je kunt doen als je investeert in brownfield assets. Een behoorlijk aantal van de investeringen die we doen, betreft bedrijven die meestal doorlopende capex-behoeften hebben om hun assets te upgraden en te decarboniseren als onderdeel van de decarbonisatie van de energieopwekking. We willen geen portefeuilles opbouwen waarvan alle assets zich in een bouwfase bevinden.'

Gardes: 'Natuurlijk kun je denken dat een

essentieel deel van het werk moet worden gedaan met greenfield assets, bijvoorbeeld door de groei van hernieuwbare energiec capaciteit te financieren. Maar we moeten ook de overgang en de aanpassing van assets financieren die verantwoordelijk zijn voor de meeste CO₂-uitstoot teneinde ze om te zetten in groenere assets. Het is volgens mij ook de taak van investeerders in infrastructuur om bedrijven te begeleiden bij het verbeteren van zichzelf aan het front van de energietransitie en de strijd tegen de opwarming van de aarde.'

Hoe vind je de balans tussen duurzaamheidsfactoren en rendement bij beleggen in infrastructuur en vastgoed?

Daelemans: 'Wij richten ons op het leveren van het beste voor risico gecorrigeerde rendement voor onze klanten. Dit sluit niet uit dat we impact hebben, waar we wel naar streven.'

Schoen: 'Op dit moment moeten we ervoor zorgen dat we assets selecteren waarbij we ons prettig voelen vanuit een duurzaamheidsperspectief. Gelukkig is het aantal mogelijkheden in de markt breed genoeg om duurzame assets te selecteren en assets te negeren die niet passen bij onze duurzaamheidsdoelstelling.'

Daelemans: 'Ik denk dat beleggers op duurzaamheidsgebied veel slimmer zijn geworden en verder kijken dan labels. Het is belangrijk om door de labels heen te kijken en goed te kijken naar de assets waarin je belegt of die je financiert.'

Gill: 'Het hangt van je klanten af. Je kunt klanten niet dwingen om het een of het ander te doen, bijvoorbeeld een duurzame route te nemen. Maar vanuit het perspectief van een manager is er een basislijn die steeds hoger wordt gelegd. Wat is acceptabel vastgoed om te financieren?'

Wat is de beste positie in de kapitaalstructuur vanuit het oogpunt van risico en rendement. Is dat senior, mezzanine?

Daelemans: 'Het hangt heel erg af van waar je naar op zoek bent en waar je je als investeerder vanuit risico-oogpunt prettig bij voelt. Wij kunnen overal in de kapitaalstructuur naar alloceren. Het mooie daarvan is dat we op elk moment de beste voor risico gecorrigeerde kans kunnen pakken.'

'Wij zijn van mening dat kredietverstrekking met name infra debt-beleggers een uitstekende kans biedt om projecten met een tastbare impact direct te financieren.'

Gardes: 'We proberen voor investeerders bij elke transactie de beste positie in de kapitaalstructuur te vinden en zijn in staat om in de hele structuur te investeren. Ik ben geneigd te denken dat in de meeste gevallen nu – als je inderdaad een bepaald risiconiveau accepteert – het sub-investment grade-segment binnen infrastructuur speciaal aantrekkelijk is voor investeerders, maar uiteindelijk moet de situatie per geval worden bekeken.'

Del Picchia: 'We richten ons ook steeds meer op sub-investment grade in lijn met de voorkeur van onze klanten. In het sub-investment grade-segment doen zich goede kansen voor, met name voor assets die de belangrijkste kenmerken behouden die je zoekt in infrastructuur.'

Wat zouden jullie beleggers adviseren die willen investeren in infra & real estate debt via een fonds: open-end of closed-end?

Riches: 'Vastgoed is illiquide. Daarom hebben we geen open-end product, omdat dat iets belooft, namelijk aflossen, dat je misschien niet waar kunt maken vanuit een liquiditeitsperspectief.'

Gill: 'Het hangt af van je beleggingsstrategie. Bij een closed-end fonds is een vrij korte investeringsperiode van twee of drie jaar misschien logisch, maar het geld van beleggers zal zes, zeven of acht jaar vastliggen. Aan de andere kant moeten beleggers zich bij een open-end fonds realiseren dat hun kapitaal mogelijk niet zo liquide is als ze denken.'

Del Picchia: 'Het probleem met closed-end fondsen is dat je bij beleggingen met een variabele rente helemaal niet in de hand hebt wanneer je het kapitaal aan beleggers moet terugbetalen, wat soms kort na de aanloopperiode kan gebeuren.'

Gardes: 'Bij een closed-end fonds moeten beleggers het accepteren om gedurende >

een bepaalde periode geen liquiditeit te hebben, wat goed is voor hun rendement. Een van de grootste uitdagingen van open-end fondsen is dat ze namens de klanten de liquiditeit van het fonds moeten beheren, wat een soort cash drag met zich mee kan brengen, en dat is uiteindelijk nadelig voor het rendement van beleggers. De keuze voor een open-end of closed-end fund hangt in de eerste plaats af van de vraag in hoeverre de belegger in staat is om de afwezigheid van liquiditeit gedurende een bepaalde periode op te vangen.

Hoe realistisch is het om geografische diversificatie na te streven? Of is het vooral een lokaal spel?

Murnieks: 'Diversificatie is erg belangrijk in onze klantenportefeuilles, of dat nu pan-Europees is of in veel gevallen meer wereldwijd. Dit helpt niet alleen om de invloed van lokale marktdynamiek te verminderen, maar stelt beleggers ook in staat om te profiteren van wereldwijde kansen. De Amerikaanse Inflation Reduction Act is een goed voorbeeld van een potentiële rugwind voor beleggers voor infrastructuur assets. Wij kiezen er meestal voor om samen te werken met gespecialiseerde investment managers die een regio en relevante sector bestrijken om de beste resultaten te halen.'

Schoen: 'Wij richten ons op West-Europa, maar in al onze portefeuilles zijn meerdere landen vertegenwoordigd. Door de diversiteit die West-Europa biedt, kunnen we behoorlijk gebalanceerde portefeuilles opbouwen over vijftien landen. We proberen te voorkomen dat we per land investeren in vergelijkbare sectoren. Als we een fiber deal doen in bijvoorbeeld Duitsland, willen we de volgende fiber deal in een ander land doen.'

'Door de diversiteit die West-Europa biedt, kunnen we behoorlijk gebalanceerde portefeuilles opbouwen over vijftien landen.'

'We moeten ook de overgang en de aanpassing van assets financieren die verantwoordelijk zijn voor de meeste CO₂-uitstoot teneinde ze om te zetten in groenere assets.'

Gill: 'In Europa heb je diversificatie: elk land is anders. De markten en de verschillende producttypes veranderen met verschillende snelheden. Sommige markten zijn verder ontwikkeld dan andere. Het gebruik van e-commerce verschilt van land tot land, evenals de groei van studenten-huisvesting, de levering van kantoren, enzovoort.'

Daelemans: 'Wij staan onszelf toe om ook in Europa te investeren, maar op dit moment zien we een veel beter voor risico gecorrigeerd rendement in de Amerikaanse markt en daarom neigen we naar de Verenigde Staten. Ik denk dat beleggers het beste kunnen zoeken naar de expertise van hun managers in verschillende regio's om goed gediversifieerd te zijn.'

Kies je voor kernsegmenten of meer risicovolle segmenten?

Schoen: 'Er vindt een behoorlijke migratie plaats van kernactiviteiten. Nog niet zo lang geleden was de meerderheid geïnvesteerd in transport, energienetwerken of olieopslag. Nu begint de discussie over het gasdistributienetwerk en over hoeveel we moeten migreren naar datacenters. We proberen uit te vinden waar we over vijftien jaar nog steeds in willen investeren.'

Daelemans: 'Ik heb het in een ander verband al gezegd en doe het opnieuw: we moeten niet te veel op labels vertrouwen. We nemen graag een soort bouwrisico, maar dat hangt sterk af van het track record van de tegenpartijen waarmee we in zee gaan. Hoever is het project gevorderd, hoe zeker is het dat het op tijd en binnen budget wordt opgeleverd? We deinzen ook niet terug voor sommige mogelijkheden om een uitzonderlijk rendement te kunnen halen, maar laten ons daarbij niet te veel meeslepen door de al genoemde labels.' ■

IN HET KORT

Infra debt is op zichzelf al behoorlijk gediversifieerd, dus missen beleggers mogelijk iets als ze niet in deze beleggingscategorie investeren.

Vastgoedbeleggers die historisch gezien alleen maar in aandelen hebben geïnvesteerd, beginnen nu het voordeel van real estate debt in te zien.

Een nuttig kenmerk van infra- en real estate debt is dat veel van de onderliggende kasstromen op de lange termijn van contractuele aard zijn en mogelijk ook gekoppeld aan de inflatie.

Met name infra debt biedt beleggers een uitstekende kans om projecten met een tastbare impact te financieren.

Bij een closed-end fonds moeten beleggers in infra- en real estate debt het accepteren om gedurende een bepaalde periode geen liquiditeit te hebben, wat goed is voor hun rendement.