

# De echte maatwerkoplossingen vind je in private markets

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Private markets bieden interessante kansen op het gebied van spreiding en rendement. Daar- tegenover staan echter uitdagingen zoals regulering, ver- duurzamingsseisen en liquiditeit, zo blijkt tijdens de paneldiscus- sie ter afsluiting van het door Financial Investigator georgani- seerde seminar voor verzeke- raars over ‘Beleggen in Private Markets en de Energietransitie’.

De locatie van het seminar, het Spoorweg- museum in Utrecht, vertegenwoordigt een belangrijk thema van de middag, namelijk duurzaamheid. Dagvoorzitter Amba Zeggen opent de paneldiscussie met een vraag naar dat thema. Wat zijn de ervaringen van de gespreksdeelnemers met duurzaam beleggen? En, niet minder belangrijk, hoe stellen zij vast of hun beleggingen ook daadwerkelijk groen zijn? ‘Hopelijk ben ik niet al te ervaren op het gebied van greenwashing’, grapt Marieke van Kamp. ‘Onze due diligence naar de duurzaam- heidsclaim van beleggingsproducten gebeurt in ieder geval in huis. Wij duiken diep in de strategie van vermogensbeheerders en hante- ren de EU-taxonomie als leidraad. Wij gelo- ven onze vermogensbeheerders namelijk niet zomaar. Zo stellen we vast of een beleggings- product bijdraagt aan onze klimaatagenda.’ Size does matter en de omvang van NN Group als een van de grotere deelnemers in duur- zame beleggingsfondsen helpt volgens Van Kamp om vermogensbeheerders te bewegen tot optimale transparantie en informatiever- schaffing ter voorkoming van greenwashing.

**Oorlog blijkt push voor hernieuwbare energie**

Jonathan Hunt zit als belegger dicht op de energietransitie. Welke thema’s spelen daar en welke kansen ziet hij in private markten, wil Zeggen weten. Hunt vertegenwoordigt een wereldwijd credit fund van \$ 16 miljard. Meer dan 4 miljard daarvan is belegd in hernieuw- bare energie, waarvan een significant deel in de vorm van private credit. Het belangrijkste thema van de afgelopen jaren is de oorlog in Oekraïne en de grote impact die die heeft op de Europese markt voor hernieuwbare ener- gie, stelt Hunt vast. ‘Door heel Europa zagen we een stormloop op energiezeekerheid, met

als bijeffect een enorme vraag naar kapitaal, voor ons grotendeels in de vorm van flexibele, op maat gemaakte private debt-oplossingen voor ontwikkelaars van hernieuwbare energie, in het bijzonder het kapitaaldeel tussen senior projectfinanciering en aandelen van deze ontwikkelaars.’

Als Hunt de impact op zijn eigen organisatie analyseert, kijkend naar de belangrijkste waardedrijvers van zijn beheerde assets, dan ziet hij op dit moment fluctuaties in de opbrengsten van energieverkopen, in de CapEx-kosten en in de timing van ontwikkel- activiteiten. ‘Op lokaal niveau is vaak onvol- doende geld beschikbaar om projecten in hernieuwbare energie uit te rollen. Ook is er sprake van congestie die projecten kan vertra- gen of stilzetten. Deze ontwikkelingen begin- nen neerwaartse druk te zetten op de waarde- ringen van projecten, waardoor de vraag naar alternatieve private debt-oplossingen toe- neemt. Onder andere de Wereldbank heeft recent berekend dat er jaarlijks \$ 6 biljoen nodig is voor investeringen in hernieuwbare energie om de net zero-doelstelling te behalen.’

**Alles wat je moet weten**

In reactie op Zeggens vraag wat er in private markten te halen is, vat Roelof Salomons de relatie tussen verzekeraars en private markten kernachtig samen. ‘Uiteindelijk verbinden private markten langetermijnkapitaal, lange- termijnassets, langetermijnverplichtingen en langetermijndoelen met elkaar.’ Toen Salomons 25 jaar geleden bij een verzekeraar begon, groeiden de bomen tot in de hemel en was vermogensbeheer bijzaak. Nu is die situatie volledig omgedraaid. ‘De balans van de meeste verzekeraars krimpt en de winstge- vendheid wordt gedreven door het verschil in rendement op langetermijnassets en lange- termijnverplichtingen. Toegang tot private markten, waar de spreads hoger zijn door de gepercipieerde complexiteit, is dan een pre. De liquiditeit sluit aan bij de verplichtingen. Dat is eigenlijk alles wat je als verzekeraar moet weten.’

Vervolgens brengt Zeggen de onzekere situatie van de economie ter sprake. Het is een woel- water waarin het onduidelijk is waar de rente en inflatie heengaan. Hoe kijken de panel- leden hiernaar? Han Rijken snijdt in zijn antwoord twee thema’s aan. ‘Investeerders voeren hun rentebeleid in een compleet andere renteomgeving dan twee jaar geleden. >



**VOORZITTER**

**Amba Zeggen**

Partner Insurance, Probability & Partners



**Jonathan Hunt**

Portfolio Manager Clean Energy Infrastructure Debt, AB CarVal (part of AllianceBernstein)



**Marieke van Kamp**

Head of Private Markets, NN Group



**Han Rijken**

Chief Investment Officer, Board Member, Lifetri Groep



**Roelof Salomons**

Co-Head EBC, Athora Netherlands

‘Ook al hebben we het over een private market asset, toch haal je er in de praktijk minder illiquiditeit mee op de balans dan je zou verwachten.’

De vraag die zij momenteel proberen te beantwoorden, luidt: werken onze hedges? Je zou kunnen zeggen dat onze balansen getest worden. Door de ECB-rente, die van heel laag naar de huidige 4% is gestegen, hebben we bovendien in versterkte mate te maken met de liquiditeitsvraag. Vooral voor levensverzekeringsmaatschappijen kan dit een issue zijn. Het bijeffect van de hogere rente is dat je waarschijnlijk meer cash collateral nodig hebt als dekking voor je verplichtingen.’

### Herbalanceren hard nodig

Rijken zegt veel te investeren in private markets, waarvan een groot deel in hypotheek en direct lending. ‘Door deze allocaties is de balansdynamiek compleet anders dan voorheen. Door de gestegen rente zijn de verhoudingen tussen liquide en illiquide assets in de portfolio’s gewijzigd en dienen die opnieuw te worden geoptimaliseerd.’ Voor veel beleggers leidt de combinatie van de lage liquiditeit van private assets en de benodigde kasmiddelen om de renteschommelingen in hun portefeuille te verminderen echter tot extra focus op liquiditeit, constateert Rijken. ‘Dus vandaag de dag heb ik extra aandacht voor het hedgen van de rente alsmede voor de opbouw van mijn beleggingsportefeuille om te zorgen dat die onder deze uitdagende omstandigheden goed blijft presteren.’

Van Kamp noemt de liquiditeit ook een belangrijk actueel thema. ‘Binnen private markten heb je veel ruimte om te differentiëren, bijvoorbeeld in private debt. Wij beleggen momenteel in corporate debt, infra debt en daarnaast in financieringen van commercieel vastgoed, waarbij de looptijden variëren van 1 tot 20 jaar en alles daartussen. Daarin zit continu verloop. Dus ook al hebben we het over een private market asset, toch haal je er in de praktijk minder illiquiditeit mee op de balans dan je zou verwachten. Binnen de vastgoedportefeuille hebben wij closed-end fondsen, direct assets en open-end fondsen. Dan is er altijd liquiditeit te vinden.’ Die zit ook in de waardeinstijgingen en -dalingen van het vastgoed in portefeuille, voegt Van Kamp daaraan toe. Dus al worden private markten als vrij illiquide beschouwd, Van Kamp zegt daar met het geschetste beleggingsbeleid geen last van te hebben.

### Stijgende allocatie naar private markten

Private markets zijn er met een reden, vult Salomons aan. Hij haalt een casus van een

pensioenfonds aan die hij gebruikt in de collegezaal. Wanneer de spreekwoordelijke storm opsteekt, zie je dat meteen in publiek verhandelbare assets. Private assets zijn illiquide, waardoor de asset allocatie tijdelijk uit balans kan raken. Zolang er geen cashbehoefte is, is dat geen probleem. ‘Dus als je budget voor illiquide assets 20% is en je hebt geen stress als dat stijgt naar 40%, dan is dat prima. Jouw liquiditeitsbehoefte zou primair ingevuld moeten worden vanuit de matching-portefeuille en high quality investment grade beleggingen.’ Alles bij elkaar genomen is het volgens Salomons de bedoeling dat een deel van je portefeuille rendement levert, ‘terwijl je ook je rente afdekt en zodanig belegt dat je uiteindelijk voldoet aan de solvabiliteits-eisen.’

Daarmee is de taartpunt ‘beperkingen’ aangesneden. Zeggen vraagt Hunt hoe hij met zaken als beschikbare liquiditeit, kapitaalbeslag en ESG-vereisten omgaat. Hunt stelt dat de energietransitie een aparte allocatie binnen de beleggingsstrategie behoort te zijn, zeker omdat er nog zoveel geld nodig is. ‘Je ziet ook druk ontstaan op zowel de projectfinanciering als op de projectwaarderingen. Dit creëert het gat dat gevuld moet worden door private credit-oplossingen. Die vormen evenwel de meest dynamische asset class, dus om op deze markt succesvol te zijn, moet je best-in-class-partners vinden om deze oplossingen te ontwikkelen. Hiervoor dien je cruciale vragen te stellen, zoals: kan de gezochte partij de assets bouwen, hebben ze dit eerder succesvol gedaan en zijn ze in de goede markt actief waar ondersteunende in plaats van beperkende regulering geldt?’

### Groen = groen?

Eerder tijdens het seminar mocht de zaal van Zeggen raden of er meer dan 300 duurzaamheidslabels voor beleggers bestaan. Het bleken er meer te zijn. Tijdens de paneldiscussie wil Zeggen daarom weten of men denkt dat we de juiste regulering hebben voor heldere green-washing-criteria. Rijken denkt dat de regulering wat dat betreft adequaat is. ‘Als ik met asset managers over private markets praat, zie ik dat de SFDR hen pusht om stappen voorwaarts te zetten. Als asset owner helpt het ook enorm om meer data en informatie te krijgen. Maar we zijn er nog niet. Om er zeker van te zijn dat de aangeboden informatie ook voldoet aan de geldende vereisten, hebben we checks and balances nodig. Die komen van regelgevers, accountants en cetera. Wij hebben niet de specialisten in huis om dit te beoordelen.’

‘Zeker in private markets is nog gebrek aan data van hoge kwaliteit.’

Maar al met al denk ik dat de regulering in de juiste richting evolueert.’

Salomons zegt het voorrecht te hebben van twee petten. Enerzijds is hij academicus, anderzijds werkt hij voor een verzekeraar. ‘Dus als ik straks op iemands tenen sta, dan schaar ik dat onder academische vrijheid. Maar mócht ik iets heel waardevols zeggen, dan komt dat uit mijn commerciële inborst als verzekeraar.’ Maar in alle ernst onderstreept ook hij het belang van data en transparantie. ‘Ik ben van nature sceptisch en zie ineens allerlei asset managers die niet zozeer het heil van een groene wereld vóór alles zetten, maar vooral druk bezig zijn een duurzaamheids-glansje op hun producten te poetsen. Ook dáárom zijn meer data en transparantie essentieel. Want zeker in private markets is er nog gebrek aan data van hoge kwaliteit.’

### Het klimaat klopt aan

Dan geeft Zeggen ruimte aan de toehoorders. Een van hen wil weten of de panelleden hun operational due diligence in huis houden of uitbesteden. Van Kamp werkt bij ieder van haar strategieën met verschillende externe adviseurs. ‘Dat geldt bijvoorbeeld bij onze strategieën voor infrastructure equity en private debt. Onze adviseurs helpen ons met long- en shortlisting van beleggingen en met de due diligence. Maar het zijn onze eigen teams die dit ondersteunen en beoordelen.’ Ook Rijken houdt zijn financiële en operationele due diligence in huis wat betreft de beslissingen over nieuwe beleggingen. Voor ESG vaart hij op de informatie van externe specialisten.

Vervolgens wil Zeggen de potentieel grootste uitdaging voor beleggers bespreken: het klimaatrisico en de impact daarvan op hun beleggingsportefeuilles. Hoe beïnvloedt dat risico de keuze voor assets en speelt het ook een rol in andere beslissingscriteria binnen het beleggingsbeleid? Volgens Hunt is het klimaatrisico een kernoverweging bij alle beleggingskeuzes. Daarnaast beheert zijn beleggingsorganisatie ook een energie-transitiefonds.

Van Kamp houdt bij alle beleggingen in klimaatgevoelige assets rekening met dit risico in haar streven de hele portfolio zo climate proof mogelijk te maken. ‘Voor onze hypotheekportefeuille hebben we onderzocht wat de klimaatimpact op de locatie van onze assets is en keken we wat we kunnen doen om de

hypotheekgevers te helpen hun huizen klimaatbestendiger te maken. Iets soortgelijks deden we voor onze vastgoedportefeuille, waarbij we keken naar onze Europese portefeuilles en daarbij focusten op het probleem van hittestress. Op basis van onze conclusies hebben we geprobeerd een plan te maken om de assets minder gevoelig te maken voor hittestress, zonder tegelijkertijd het energieverbruik van het betreffende vastgoed te verhogen.’ Rijken voert een jaarlijkse risico-analyse uit waarvan klimaatrisico een onderdeel is. Hij ziet het overstromingsrisico als het voornaamste risico voor zijn assets. Over andere klimaatrisico’s maakt hij zich voor zijn portefeuilles weinig zorgen.

### Waar zit toegevoegde waarde?

Tot slot informeert Zeggen naar de toegevoegde waarde van private markets, rekening houdend met onder andere (il)liquiditeit, regulering, klimaatrisico’s en stijgende rentes. Rijken benadrukt dat het een kwestie is van zoeken naar assets die bij het verzekeraarsprofiel van langlopende verplichtingen horen. Vanwege de illiquiditeitspremie helpen beleggingen in private markten hem door de tijd heen aan een bevredigend rendement.

Voor Hunt ligt de maatschappelijke meerwaarde van beleggen in private markets in het voorzien in de grote kapitaalbehoeften binnen bepaalde private marktsegmenten. Tevens biedt het financiële kansen aan beleggers, aldus Hunt.

Door het huidige klimaat, met centrale banken die de rente verhogen en regeringen die gebukt gaan onder tekorten, loopt Salomons liever kredietrisico dan renterisico. Hij wijst dan vooral op private credits waarvoor je uitgebreide due diligence hebt gedaan.

Voor Van Kamp spelen private market assets vooral een rol van toegevoegde waarde in beleggingen op maat, wat volgens haar nuttig kan zijn voor de klimaatdoelstellingen. ‘Wij willen aanvullend € 6 miljard investeren in klimaatgerichte beleggingen. Daarvoor kun je echt programmatische initiatieven aangaan met managers op het gebied van kredieten voor de energietransitie, investeringen in zeer duurzaam vastgoed en infrastructureel investeren in de energietransitie. Omdat het universum zo groot is en er zoveel verschillende managers zijn, vind je altijd een interessante en nuttige belegging.’ ■

‘Op lokaal niveau is vaak onvoldoende geld beschikbaar om projecten in hernieuwbare energie uit te rollen.’

## CONCLUSIE

Private markets verbinden langetermijnkapitaal, -assets, -verplichtingen en -doelen met elkaar.

Duurzaamheidsdata van hoge kwaliteit zijn zeker voor private assets nog zeldzaam.

Het overstromingsrisico beschouwt men momenteel als het meest impactvolle klimaatrisico voor beleggingsportefeuilles.

Beleggen in private markets kan positieve maatschappelijke effecten hebben, wat van belangrijke toegevoegde waarde is.

In private markets is altijd een belegging op maat te vinden, wat onder andere voor klimaatdoelstellingen binnen de beleggingsportefeuille nuttig kan zijn.