

# Debt lijkt nu interessanter dan equity

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Nog niet zo heel lang geleden werd nauwelijks naar infra en real estate debt gekeken als alternatief voor andere vastrentende beleggingscategorieën. Daar is verandering in gekomen. Beleggers moeten tenminste overwegen of ze erin willen investeren of niet. Het is momenteel een goed moment om weer in debt te beleggen.

### Wat is de reden om te investeren in infrastructuur en private debt?

**Viktor Kozel:** ‘De vraag naar infra debt is de afgelopen jaren sterk toegenomen en zal dat naar verwachting blijven doen, vooral omdat we momenteel in een onzekere, onveilige wereld leven. De asset class is veerkrachtig en defensief en vanuit een risico-oogpunt daarom aantrekkelijk. Verder voegt infrastructuur diversificatie toe aan de portefeuille. Infrastructuur presteert over het algemeen beter dan beursgenoteerde aandelen en obligaties. Er is een index voor infra debt die consequent meer dan honderd basispunten hoger is dan de investment-grade obligatie-index. Het risico-rendementsprofiel van infrastructuur is dus aantrekkelijk voor beleggers.’

**Lisa Crass:** ‘Ik wil hier het ESG-aspect aan toevoegen: infrastructuur zal van nature vaak positief bijdragen aan milieu- of sociale doelstellingen, omdat deze sector onze economieën en gemeenschappen schraagt.’

**Bert Schoen:** ‘Infrastructuur biedt mogelijkheden om exposure te krijgen naar specifieke subsectoren als bijvoorbeeld de energietransitie.’

**Claus Fintzen:** ‘Obligaties zijn vooral door het beleid van de centrale banken steeds minder aantrekkelijk geworden. Beleggers zijn gaan beseffen dat infrastructuur in staat is om langdurig stabiele kasstromen te genereren.’

**Markus Schaen:** ‘Onze klanten zijn steeds meer geïnteresseerd in impact investing, onder meer in de energietransitie. Infra debt is een van de asset classes waarin impact gecreëerd kan worden. Vanuit het oogpunt van diversificatie is investeren hierin aan-

trekkelijk, evenals de illiquiditeitspremie. Verder vinden veel van onze klanten het prettig dat we in real assets investeren. Bijvoorbeeld in windparken. Dat correspondeert met hun klimaat- en milieuambities.’

### Wat is er te zeggen over vastgoedschulden?

**Duncan Batty:** ‘Als belegger in vastgoedschulden profiteer je van zekerheid over iets met intrinsieke waarde. Je hebt een aanzienlijke aandelenkapitaalbuffer achter je in de kapitaalstructuur, die verliezen absorbeert. Bij volatiliteit in de onderliggende vastgoedmarkten is sprake van een flinke hoeveelheid neerwaartse bescherming. Sinds de wereldwijde financiële crisis is het risico van beleggen in real estate debt gedaald en het rendement gestegen. Ik denk dat de dynamiek in de huidige marktomgeving gunstig uitvalt voor de belegger. Dit is typisch een markt met variabele rentes, dus men kan profiteren van de stijgende basisrente. Omdat real estate debt meestal bilateraal is – markttransacties worden doorgaans op bilaterale basis gedaan – heb je als belegger de mogelijkheid om te kiezen en mandaten te creëren, fondsstructuren, om je die risico- en rendementsexposure te geven die je zoekt.’

**David Mortimer:** ‘Er zijn niet veel institutionele beleggers die een exposure naar vastgoedfinanciering hebben. Dat is een gemiste kans. Het gaat om een diepe, volwassen markt met een omvang van circa een biljoen euro in Europa. Vastgoedfinanciering biedt diversificatie, bescherming tegen neerwaartse risico's, zekerheid dankzij het fysieke onderpand en in de huidige markt interessante voor risico gecorrigeerde rendementen die gunstig afsteken ten opzichte van aandelen.’

**Wee Mien Cheung:** ‘Op dit moment lijkt debt interessanter dan eigen vermogen. Maar dat gezegd hebbende, moet worden vastgesteld dat verzekeraars, vanwege het kapitaalbeslag, een grotere voorkeur hebben voor infrastructuur dan voor onroerend goed. Vastgoedschulden zijn veel sterker gecorreleerd met economische neergang. Wat betreft de financiering van bedrijfsvastgoed zijn de betreffende bedrijven steeds meer aangewezen op institutioneel geld omdat de banken daar minder happig op zijn geworden. Vastgoed is een minder gereguleerde asset class dan infrastructuur, wat gepaard gaat met meer commercieel bedrijfsrisico.’

### Voorzitter:

**Harry Geels,**  
Auréus

### Deelnemers:

**Duncan Batty,**  
M&G Investments  
**Wee Mien Cheung,**  
a.s.r.

**Lisa Crass,**  
Macquarie Asset  
Management

**Claus Fintzen,**  
Allianz Global Investors

**Viktor Kozel,**  
UBS Asset Management

**David Mortimer,**  
ICG Asset Management

**Markus Schaen,**  
MN

**Bert Schoen,**  
AXA Investment Managers  
Alts



### VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus, waar hij het vermogensbeheer doet voor een selecte groep klanten en medeverantwoordelijk is voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Hij is daarnaast Adjunct-Hoofdredacteur van Financial Investigator, Freelance Redacteur bij Beleggers Belangen en Parttime Docent bij het Actuarieel Instituut. Hij is auteur van onder andere Beleggen met Technische Analyse. Hij studeerde Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



Duncan  
Batty

Duncan Batty is Co-Hoofd Vastgoed-financiering bij M&G Investments. Hij kwam daar in 2011 en werkt al meer dan 17 jaar in de vastgoed-financieringssector. Batty draagt medeverantwoordelijkheid voor alle strategische en operationele aspecten van het bedrijf. Hij is ook auteur op het gebied van vastgoed-financiering.



Lisa  
Crass

Lisa Crass leidt de fondsenwerving en klantoplossingen voor respectievelijk Private Credit-strategieën en klanten bij Macquarie Asset Management (MAM) in Continentaal Europa. Crass begon in 2018 bij MAM en werkte het grootste gedeelte van haar carrière bij Deutsche Bank's Private Placements en Structured Notes Desk in Londen en Frankfurt, waar zij illiquide vastrentende producten (corporate and asset finance) origineerde, structureerde en syndiceerde.



Claus  
Fintzen

Claus Fintzen is CIO en Head of Infrastructure Debt bij AllianzGI in Londen, waar hij verantwoordelijk is voor het Infrastructure Debt Platform. Daarvoor werkte hij als Director bij MBIA/Trifinium, waar hij verantwoordelijk was voor het opzetten en structureren van transacties in Duitsland en Oostenrijk. Eerder was hij werkzaam bij Citigroup. Fintzen is afgestudeerd in Bedrijfskunde aan de European Business School in Oestrich-Winkel, Duitsland.



Viktor  
Kozel

Viktor Kozel is Executive Director en Portfolio Manager Infrastructure Debt bij UBS Asset Management. Vanuit Londen is hij verantwoordelijk voor deal sourcing, analyse en executie van infra debt. Voor hij in 2018 bij UBS AM begon, was hij bij Deutsche Bank verantwoordelijk voor Special Situations lending in het Europese Transportation, Infrastructure & Energy team. Eerder werkte hij voor GMR Infrastructure en AES Corporation.



David  
Mortimer

David Mortimer is Co-Hoofd van Real Estate Debt en tevens Lid van het beleggingscomité van ICG, waar hij sinds 2016 werkt. Hij leidt de implementatie van de ICG Real Estate Debt-strategieën. Eerder bekleedde hij seniorposities bij Santander UK. Hij begon bij King Sturge en ging in 2005 richting vastgoed-financiering bij Bear Stearns en J.P. Morgan. Mortimer studeerde Land Economy aan de University of Cambridge.



Markus  
Schaan

Markus Schaan is sinds 2008 werkzaam voor MN als Senior Fundmanager Fixed Income. Hij werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener NV. Aan de Universiteit Maastricht behaalde hij zijn doctoraal titel in Bedrijfseconomie, waar hij tevens de Register Accountancy-opleiding afrondde. Ook volgde hij de postdoctorale studie Treasury Management aan de VU in Amsterdam.



Bert  
Schoen

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



Wee Mien  
Cheung

Wee Mien Cheung is sinds 2017 werkzaam bij ASR Vermogensbeheer, waar hij medeverantwoordelijk is voor het vormgeven van de Alternative Fixed Income-afdeling (de sourcing en het beheer van private debt), en het opzetten van het ASR Private Debt Fonds. Hij heeft een Bachelor in Technische Informatica van de TU Delft en een Master in Informatica en Economie van de Erasmus Universiteit Rotterdam.

**‘Beleggers zijn gaan beseffen dat infrastructuur in staat is om langdurig stabiele kasstromen te genereren.’**

**Schoen:** ‘Infrastructuurinvesteerdere waren tien jaar geleden vooral geïnteresseerd in langetermijnleningen tegen een vaste rentevoet. Vooral in de afgelopen vijf jaar zien wij meer interesse in leningen met een termijn van vijf tot zeven jaar en met een variabele rente. Op dit moment biedt de asset class dus nogal wat mogelijkheden voor beleggers.’

**Fintzen:** ‘Ik denk dat het merendeel van de infrastructuur wordt gefinancierd door de banken. Infrastructuur is zo breed, dat er ook sprake is van langlopende projectfinanciering, van 30 tot soms wel 40 jaar. Voor institutionele beleggers zijn dit aantrekkelijke leningen, want die passen goed bij hun verplichtingen. Er bestaat overigens een grijs gebied tussen infra en real estate debt.’

**Crass:** ‘Het feit dat de vastgoedmarkt veel meer gevestigd is en een langere geschiedenis heeft dan de infrastructuurmarkt, heeft geleid tot een meer gestructureerde financiering, denk aan RMBS, CMBS et cetera. In de vastgoedmarkt is ook sprake van een veel groter volume aan kapitaalmarktfinanciering. Verder denk ik dat de vastgoedmarkt meer afhankelijk is van de prestaties van de onderliggende assets.’

**Fintzen:** ‘Dat is een interessant punt. Bij infrastructuur is het vaak zo dat de belegger niet in het bezit is van de assets, terwijl dat bij vastgoed eigenlijk altijd wel het geval is.’

### **Wat zijn de belangrijkste verschillen tussen real estate debt en hypotheek?**

**Mortimer:** ‘Ze lijken meer op elkaar dan dat ze verschillen. Ze hebben dezelfde kenmerken en de wettelijke bescherming voor geldschieters is hetzelfde. Sommige verschillen hebben, denk ik, te maken met de aard van de onderliggende zekerheden. De grotere asset managers zullen kijken naar de grotere transacties: distributiecentra, grote kantoren, hotels, tien jaar geleden naar winkelcentra waar nu minder belangstelling voor is. Hypotheken betreffen meestal woningen. Zij worden in de vastgoedsector, vooral in Nederland, steeds meer een asset class voor institutionele beleggers.’

**Schaen:** ‘We investeren in direct en indirect vastgoed en ook in woninghypotheken. Tot op heden beleggen we niet in real estate debt omdat we er nog niet van overtuigd zijn dat deze asset class iets wezenlijks toevoegt aan de portefeuille. We investeren

wel in infra debt en infra equity. Dat lijkt misschien contra-intuïtief, maar is het volgens ons niet. Aan de infra equity-kant zitten we vaak in een vroeg stadium in nieuwe sectoren en technologieën, aan de debt-kant eerder in sectoren en technologieën die zich al hebben bewezen. Infra equity kent een upside die niet terug te vinden is in infra debt. Aan de aandelenkant kun je beloond worden voor het gelopen hogere risico. Aan de schuldenkant kiezen we voor een lager risico en zo een hogere bescherming.’

### **Wat zijn de belangrijkste overeenkomsten tussen infra en real estate debt?**

**Mortimer:** ‘Banken en building societies zorgden vroeger voor de financiering van een aanzienlijk deel van de vastgoedmarkt. Als gevolg van de financiële crisis en regelgeving is dat deel sterk afgenomen, in het Verenigd Koninkrijk van zo’n 75% tot nu misschien 40%. Dat gat is opgevuld door private managers, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en andere bronnen van kapitaal. Ik zou graag willen weten wat het equivalent is in infra.’

**Cheung:** ‘Tegenwoordig zie je dat banken zich terugtrekken omdat ze niet meer in staat zijn het hele gevraagde financieringspakket aan te bieden. Daarom is er behoefte aan institutioneel geld voor leningen aan de zakelijke kant.’

**Kozel:** ‘Banken hebben daar ook een rol in. Die is, als gezegd, aan het veranderen omdat institutionele beleggers hun eigen teams opbouwen, waarin veel experts van banken afkomstig zijn. Dat geldt ook voor mijzelf.’

**Schoen:** ‘Na de crisis in 2008 waren er twee significante ontwikkelingen. Via Bazel II en III begonnen regelgevers aanzienlijk strenger op te treden tegen het verstrekken van langetermijnleningen door banken en tegelijkertijd bevorderde regelgeving voor verzekeraars, met name via Solvency II, dat verzekeraars meer infrastructuurexposure konden hebben. Ik denk dat dit de ontwikkeling van de infra-markt mogelijk heeft gemaakt. Aanvankelijk was de markt vooral gericht op verzekeraars, die langlopende vaste rentes wilden incasseren om aan hun >

‘Een van de belangrijkste voordelen van real estate debt is dat het voornamelijk gaat om een bilaterale wereld.’

langlopende verplichtingen te kunnen voldoen. Inmiddels spelen ook andere institutionele beleggers als pensioenfondsen een belangrijke rol. Als je kijkt naar de totale investeringsmarkt, is er nog ruimte om aan de private kant te groeien. Dat zal er vooral van afhangen hoe de regelgeving zich verder ontwikkelt en of het verzekeraars en pensioenfondsen verder wordt toegestaan direct te investeren in infrastructuurleningen.’

**De markten zijn volwassen geworden. Zijn alle institutionele beleggers al aan boord, of is er nog ruimte over?**

**Mortimer:** ‘De institutionele belegger investeert niet altijd, maar zou dat wel moeten doen, onder andere om diversificatieredenen. Kredietverstrekkers kunnen gebruikmaken van de stijgende rentes om echt interessante rendementen te genereren. Debt wordt relatief aantrekkelijker dan equity.’

**Batty:** ‘Wij zijn in 2009 in de real estate debt-markt gestapt. Dat was in het begin behoorlijk frustrerend, maar inmiddels begrijpen beleggers veel beter hoe real estate debt in hun portefeuilles kan passen. Nogal wat beleggers waarderen de eenvoud en begrijpelijkheid van vastgoedschulden. Dat neemt niet weg dat niet elke institutionele belegger ‘aan

boord’ is, wat ik overigens wel zou aanraden.’

**Welke argumenten hoor je van institutionele beleggers die niet ‘aan boord’ zijn?**

**Batty:** ‘Wij horen van beleggers dat ze uit de private markets stappen vanwege het denominator-effect. Door de marktomstandigheden zijn hun publieke portefeuilles in waarde gekrompen en daarom is ‘private’ overwogen. Als manager kun je daar niet veel aan doen. We doen ons best om onze klanten zo goed mogelijk voor te lichten en met hen samen te werken. Een van de belangrijkste voordelen van real estate debt is dat het voornamelijk gaat om een bilaterale wereld. Dat betekent dat je echt het risico-rendementsprofiel kunt creëren dat de klant zoekt.’

**Fintzen:** ‘Nog niet zo heel lang geleden werd niet naar infra- en vastgoedschulden gekeken als een alternatief voor andere vastrentende instrumenten. Inmiddels is sprake van een gevestigde beleggingscategorie en kunnen mensen niet meer wegstijgen. Beleggers moeten tenminste overwegen of ze erin willen investeren of niet. In die zin is er sprake van wat ik een tweede golf van investeerders noem.’

**Schaen:** ‘Ik denk dat het gros van de Nederlandse pensioenfondsen niet heeft geïnvesteerd in infra debt. Er zijn meer fondsen die in infra equity zitten. De beleggingscategorie infrastructuurleningen is nog niet zo lang beschikbaar voor institutionele beleggers. Pas de laatste jaren hebben verzekeringsmaatschappijen die al actief zijn op de markt, hun producten ook opengesteld voor derden.’

**Crass:** ‘De meeste investeerders in infra debt waren verzekeringsmaatschappijen die op zoek waren naar kapitaalefficiënte investeringen met een sterk voor risico gecorrigeerd rendement en pensioenfondsen die hun verplichtingen wilden nakomen. Maar in de nieuwe omgeving zal infra debt ook interessant zijn vanuit het oogpunt van totaalrendement.’

**Cheung:** ‘Wij hebben een specifieke allocatie naar infrastructuurleningen en niet naar vastgoed. We hebben wat vastgoedfinanciering in onze private debt-portefeuille, omdat er van tijd tot tijd ook interessante verzoeken zijn in de markt.’

**Infrastructure versus real estate debt: welke van de twee biedt een hogere spread oftewel een hogere illiquiditeitspremie?**

**Fintzen:** ‘Het hangt ervan af hoe de situatie op de markten is. Als er onrust in de commerciële vastgoedmarkt is, zijn de marges daar uiteraard groter dan aan de infrakant, en omgekeerd.’

**Mortimer:** ‘Zowel binnen infrastructuur als binnen vastgoedleningen gelden verschillende risico-opslagen. Om een voorbeeld te noemen: woonprojecten zullen goedkopere financiering aantrekken dan winkelprojecten. Industriële en logistieke projecten zijn zeer gewild bij alle soorten investeerders. Dus zelfs binnen asset classes zal de risicopremie variëren.’

‘We willen er zo goed mogelijk van verzekerd zijn dat de betreffende manager over 15, 20, 30 jaar nog actief is in infrastructuur en dat met een adequaat team.’

**Infrastructuur en vastgoed werden door beleggers lang gezien als relatief veilige asset classes. Door alle geopolitieke ontwikkelingen is dat misschien niet meer zo.**

**Cheung:** ‘Wat betreft geopolitiek risico is er natuurlijk heel veel gebeurd. Wij vinden dat het risico nog niet is ingeprijsd.’

**Kozel:** ‘Het politieke risico maakt altijd deel uit van de beoordeling van de projectfinanciering. Het zit ingebakken in de analyse van de investering. Natuurlijk kun je het politieke landschap niet volledig controleren.’

**Cheung:** ‘Ik denk dat je zaken die enorme ontwrichtingen veroorzaken nauwelijks kunt inprijzen. Dat geldt bijvoorbeeld voor grootscheepse cyberaanvallen, het saboteren van internetkabels en windmolens in de Noordzee en de aanslag op de Nord Stream pijpleidingen.’

**Mortimer:** ‘Geopolitieke risico’s hebben niet alleen betrekking op sabotage, cyberaanvallen en terrorisme. Er zijn ook overheidsrisico’s, juridische en binnenlandse politieke risico’s. Ik denk dat die wel ingeprijsd zijn. Zeker op de markten voor real estate debt is het bijvoorbeeld duurder om in Italië te lenen dan in Duitsland, vooral vanwege de verschillende opvattingen over het juridische en politieke regime.’

**Schoen:** ‘Bij de financiering van assets spelen altijd risico’s: er kan altijd iets gebeuren. Wat we ook doen, we moeten altijd rekening houden met mogelijke negatieve ontwikkelingen.’

**Batty:** ‘Ik denk dat geopolitiek relevant is voor kapitaalstromen. Veel real assets vereisen multiregionaal kapitaal om de markten efficiënt te laten functioneren en de geopolitiek kan dat duidelijk beïnvloeden.’

**Hoe beleg je in infra en real estate debt? Rechtstreeks, of via externe managers?**

**Schaen:** ‘Voor het beleggen in infrastructuurleningen huren we externe managers in. Maar we moeten wel de nodige kennis in huis hebben om de asset class te begrijpen. We moeten daarnaast over voldoende operationele kennis beschikken en tijd besteden aan rapportage en waardering. We hebben veel discussies met de externe

**‘Ons belangrijkste doel is dat duurzaamheidsverslaglegging wordt opgenomen als standaard-clausule voor elke lening, niet alleen voor leningen die als duurzaam worden beschouwd.’**

managers over de betreffende projecten: we willen onze kennis van de asset class vergroten. En we willen ook zien of en waarom bepaalde projecten binnen onze richtlijnen passen. Als je rechtstreeks wilt beleggen, heb je een gespecialiseerd team nodig en het opzetten daarvan is kostbaar. Vooral in het begin moet je veel kosten maken.’

**Cheung:** ‘Wij doen beide: rechtstreeks en via externe managers. Voor bepaalde specialismen in de wereldwijde infrastructuurmarkt maken we gebruik van externe managers. Intern opereren wij voornamelijk aan de impactkant, dat wil zeggen dat we via infra of real estate debt impact moeten realiseren ten behoeve van onze impactdoelen.’

**Mortimer:** ‘De meeste investeerders in infra en real estate debt zullen niet beschikken over de nodige schaalgrootte en een gespecialiseerd beleggingsteam. Dat betekent dat ze zijn aangewezen op externe managers met gespecialiseerde teams en ruime ervaring. Belangrijk is dat die door de cycli heen resultaten hebben laten zien, maar ook in hun back offices de zaken op orde hebben. Vastgoed is echt een markt voor specialisten.’

**Batty:** ‘Niet alle managers zijn goed in dezelfde dingen. Ik denk dat binnen vrijwel alle private marktstrategieën managers hun eigen specifieke niches en sterke punten hebben. Als belegger is het van wezenlijk belang om ervoor te zorgen dat je een asset manager selecteert op basis van wat hij goed doet en hoe dat integreert met wat je eigenlijk probeert te bereiken door te beleggen in een bepaalde asset class.’

**Ben je deskundig genoeg om speciale managers te selecteren, of heb je daarvoor adviseurs nodig?**

**Schaen:** ‘We denken dat we deskundig genoeg zijn. Het selectieproces is in de basis niet anders dan het selectieproces voor >

andere categorieën binnen fixed income, alleen liggen nuances deels anders. Zo besteden we voor infra debt veel tijd aan de vraag hoe belangrijk de asset class voor een manager is. Hoe stabiel is het beleggingsteam? Is het fonds winstgevend? Omdat het om langdurige transacties gaat en het arbeids- en kostenintensief is om van beheerder te veranderen, willen we er zo goed mogelijk van verzekerd zijn dat de betreffende manager over 15, 20, 30 jaar nog actief is in infrastructuur en dat met een adequaat team. De ‘pijn’ van een minder geslaagde managerkeuze is hoger dan bij een liquide categorie. Je wilt er zo nog meer dan anders van overtuigd zijn dat je de juiste selectiebeslissing hebt genomen.’

**Fintzen:** ‘De geselecteerde manager moet de reputatie hebben dat hij daadwerkelijk levert wat beloofd is. Het is moeilijk om jezelf of je platform in een positie te krijgen waarin je dit kunt waarmaken.’

#### **Wat kan er gezegd worden over de implementatie van ESG in infra en real estate debt?**

**Crass:** ‘Er zijn verschillende uitdagingen en kansen aan zowel de liquide als illiquide kant. Publieke markten zijn veel meer gestandaardiseerd dan private markets. Er zijn externe dienstverleners die vergelijkbare statistieken en beoordelingen leveren waarop je kunt vertrouwen. Bij private assets kun je als het ware onder de motor kap kijken voordat je investeert en een gedetailleerde ESG-beoordeling van de desbetreffende asset krijgt. Je kunt ook rechtstreeks contact opnemen met de lener. Met name in infrastructuur bieden assets doorgaans bepaalde milieu- en sociale voordelen. Dat betekent niet dat er geen ESG-risico’s zijn. Die moeten, ongeacht de sector, in aanmerking worden genomen.’

**Kozel:** ‘Als debt-belegger zijn we, hoewel we maar beperkte controle of invloed hebben, begonnen met het opvragen van ESG-gegevens voor onze fondsen. We zijn ook bezig

met het baselinen van de beschikbaarheid van de gegevens, met als doel de beschikbaarheid van ESG-gegevens in de loop van de tijd te verbeteren of proxies te maken waar gegevens niet beschikbaar zijn, met een focus op de uitstoot van broeikasgassen. De Loan Markets Association (LMA) heeft werkgroepen op het gebied van duurzame financiering. Zij ontvangen feedback van advocaten en kredietverstrekkers en proberen de documentatie rond groene leningen, sociale leningen en principes van duurzaamheidsleningen te standaardiseren. Ons belangrijkste doel is dat duurzaamheidsverslaglegging wordt opgenomen als een standaardclausule voor elke lening, niet alleen voor leningen die als duurzaam worden beschouwd.’

**Batty:** ‘Ik denk dat er een mooie kans is om kapitaal in te zetten voor ESG-assets. Als de huidige efficiëntie-eisen voor gebouwen – een zeer ambitieuze doelstelling in Europa en het Verenigd Koninkrijk met het oog op 2030 – daadwerkelijk worden ingevoerd, zal een groot deel van het huidige vastgoed volledig afgeschreven worden, omdat het gewoon niet zal voldoen aan de minimale classificatie-eisen. Er moet dus een enorme hoeveelheid kapitaal in worden gestoken om ervoor te zorgen dat ze wel aan die milieu-eisen voldoen.’

**Mortimer:** ‘Als kredietverstrekkers hebben wij geen controle over gebouwen. Maar in bilaterale contacten kunnen we invloed op onze kredietnemers uitoefenen en in onze fondsen bieden we via ons Green Loan Framework incentives voor het verbeteren van de efficiëntie van gebouwen. We hebben via datzelfde framework ook boetes ingesteld voor klanten die zich niet aan de overeengekomen ESG-normen houden.’

**Cheung:** ‘Als je je eigen impactdoelstellingen of die van het Parijs-akkoord wilt halen, moet je nu al weten in welke sector je wel wilt investeren en in welke niet. Bij ons moet ESG op voorhand in alles geïmplementeerd worden: je kunt niet in een lening stappen en na een jaar of twee zeggen: ‘Ik wil deze lening niet meer.’

**Fintzen:** ‘Wij zijn eigenaar van de lening en hebben geen rechten. Maar afhankelijk van de omvang van het kapitaal dat wij verstrekken, zijn er mogelijkheden om je met succes te kunnen inzetten voor ESG-implementatie. Over deze aspecten wordt regelmatig

‘De beste manier om impact te hebben als investeerder in real estate debt is aanpassing en renovatie van bestaande gebouwen.’

gediscussieerd met de emittenten van de schulden.’

**Schoen:** ‘Het gaat er niet om wat je als kredietverschaffer kunt controleren. Het gaat erom dat je als investeerder beslist in welke sector je wel of niet investeert. Wij zijn bijvoorbeeld al vrij vroeg begonnen met het uitsluiten van onder andere steenkoolproducten. We denken dat we nogal wat hefboomen hebben om invloed uit te oefenen. Als vermogensbeheerder zetten we ons in om te komen tot Net Zero, onder andere door niet te investeren in sectoren met een abominabel ESG-profiel.’

**Op weg naar Net Zero: wat betekent dit voor een vermogensbeheerder in de toekomst? Omvat dit nieuwe sectoren? Hoe structureer je KPIs om een asset manager te sturen?**

**Fintzen:** ‘Het is moeilijk om voor de weg naar Net Zero KPIs te definiëren. Als je gewoon zegt dat de CO<sub>2</sub>-uitstoot van de portefeuille elk jaar moet verminderen, kan dat door ons niet gefinancierd worden en dat is verkeerd. We zouden dus eigenlijk gestimuleerd moeten worden om de energietransitie te financieren.’

**Cheung:** ‘Je kunt bedrijven stimuleren om over te gaan naar groen. Dat wil de markt ook. Natuurlijk is er een overgangperiode.’

**Schoen:** ‘Wij maken ons zorgen over het feit dat we mogelijk bedrijfsmiddelen financieren met de belofte om de onderneming groener te maken, terwijl later zal blijken dat er geen enkele vooruitgang is geboekt. Wij willen dan ook dat in de financieringsdocumentatie is vastgelegd wat voor specifieke maatregelen genomen worden gedurende de looptijd van de lening.’

**Mortimer:** ‘De beste manier om impact te hebben als investeerder in real estate debt is door middel van aanpassing en renovatie van bestaande gebouwen. Ik denk dat de meeste managers zich hierop richten, omdat ze anders achteropraken en het risico lopen met stranded assets te blijven zitten die moeilijk te verkopen en te herfinancieren zijn. Ik denk ook dat hierdoor mettertijd de risicopositie van je lening verbetert.’

**Kozel:** ‘Voor infrastructuur ontwikkelt het LGCC richtsnoeren voor het vaststellen

van Net Zero-doelstellingen, met aanvullende richtlijnen die later in 2023 worden verwacht. Een extra moeilijkheid is echter dat elke sector een ander Net Zero-traject heeft en de toegang tot deze informatie een uitdaging vormt. We beginnen de beschikbaarheid van gegevens te baseren en de broeikasgasemissies van de debt-portefeuille samen te stellen waar dat relevant is, met een proxy als er geen gegevens beschikbaar zijn. Op dit moment is het bepalen van Net Zero-doelstellingen voor debt een grotere uitdaging dan voor aandelen, vanwege de beperkte controle en invloed die wij hebben.’

**Worden hernieuwbare energiebronnen, de energietransitie, of CO<sub>2</sub>-neutrale bouwtransacties een asset class op zich?**

**Schoen:** ‘De vraag gaat denk ik over SFDR 8 en 9. Veel vermogensbeheerders worstelen ermee wat precies kan worden geclassificeerd als SFDR 9. De begeleiding van de regelgevers hierover is onduidelijk. Wat we momenteel zien in de markt, is dat alleen zeer specifieke subsectoren zich identificeren als SFDR 9. Wij denken dat over enkele jaren de richtlijnen zullen worden verduidelijkt en dat dan het merendeel van de infra-beleggingen SFDR 9 zal zijn, omdat infrabeleggers SFDR 9-conform willen zijn.’

**Mortimer:** ‘In Europa lopen toonaangevende beleggers al voorop met CO<sub>2</sub>-neutrale gebouwen, dus is het onwaarschijnlijk dat er op die manier een sub-asset class zal ontstaan.’

**Schaen:** ‘Wij hebben een rendementsdoelstelling voor onze infra debt-portefeuille. In die portefeuille zit een aantal transacties met een hoger rendement dan onze rendementsdoelstelling. Dat betekent dus dat er ruimte is – in overeenstemming met de wensen van veel van onze klanten – om sommige renewable-transacties met een lagere kredietvergoeding te doen, want dan halen we nog steeds onze rendementsdoelstelling.’

**Fintzen:** ‘Ik denk dat we bepaalde gerichte strategieën zullen zien van beleggers, die >

‘Een van de belangrijkste voordelen van real estate debt is dat het voornamelijk gaat om een bilaterale wereld. Dat betekent dat je echt het risicorendementsprofiel kunt creëren dat de klant zoekt.’



specifieke beleggingsgebieden selecteren zoals waterstof of opslag. Je ziet nu al dat sommige beleggers zeggen: ik wil specifieke fondsen die zich daar en daarop richten.'

**Kozel:** 'Op dit moment zit er weinig relatieve waarde in renewables. Het is nog steeds vrij riskant te investeren in zaken als energieopslag, waterstof en EV-laders. Er zijn zeker enorme kansen op het gebied van renewables, maar nog steeds niet binnen het bereik van de debt providers.'

**Toen de spreads op (liquide) obligaties in 2022 omhooggingen, bewogen de spreads op infra debt aanvankelijk niet echt. Hebben die spreads de spreads op (liquide) obligaties nu ingehaald?**

**Schoen:** 'Begin dit jaar hebben we een bescheiden verkrapping van de spreads op infra debt in de publieke markten gezien. Doordat de spreads in de private markten in de afgelopen maanden verbeterd zijn, vinden wij dat de illiquiditeitspremie zich op een aantrekkelijk niveau bevindt. We denken dat de markt momenteel goed geprijsd is.'

**Crass:** 'Ik ben het ermee eens. Maar om dit in perspectief te plaatsen: liquide spreads op de secundaire markt vergelijken met illiquide spreads op de primaire markt, is appels met peren vergelijken. Het is de vraag of de spreads beschikbaar zijn als je in grote volumes wilt handelen.'

**Wat zijn de huidige investeringsvoorwaarden voor real estate (en infra) debt?**

**Batty:** 'De markt voor real estate debt ziet er heel goed uit. Op dit moment zijn fantastische rendementen te behalen tegen aantrekkelijke risico's. Door de stijgende rente is het nu wel moeilijk om aan de eisen van de rentedekkingsratio te voldoen en bestaande niet-achtergestelde leningen te herfinancieren op een euro-voor-euro basis. Dat betekent dat de senior debt-niveaus dalen, wat een zekere funding void creëert voor kredietnemers die bestaande posities moeten herfinancieren. Ze moeten dus ofwel hun eigen vermogen ofwel een vorm van mezzanine achtergesteld kapitaal inbrengen om dat gat te overbruggen. Vanuit beleggingsperspectief betekent dit volgens mij dat senior debt-providers leningen kunnen verstrekken tegen een lager risico en nog steeds vergelijkbare

**'Wij denken dat de richtlijnen over enkele jaren zullen worden verduidelijkt en dat dán het merendeel van de infra-beleggingen SFDR 9 zal zijn.'**

spreads kunnen krijgen. En mezzanine investeerders kunnen kapitaal inzetten om het financieringsgat te vullen.'

**Schaen:** 'Wij zijn niet in de asset class gestapt omdat we dachten dat de spreads of rendementen in liquide assets te laag waren en illiquide beleggingen daarom nodig zijn om aan de rendementsdoelstelling te voldoen. We zien infra debt als een diversificatiemiddel. De illiquiditeitspremie is aanwezig en recentelijk zijn de spreads ook omhooggegaan. Voor ons blijft het een aantrekkelijke beleggingscategorie.'

**Hoe verhouden de beleggingskansen van infra en real estate debt zich tot die van infrastructuur-aandelen in het nieuwe klimaat van spreads en rente?**

**Crass:** 'Gezien de recente verbreding van de kredietspreads en de stijging van de basisrente is het duidelijk dat het verschil tussen de rendementen op debt en equity in zowel infrastructuur als vastgoed de afgelopen tijd kleiner is geworden. De redenen om in zowel aandelen als leningen te beleggen blijven echter overeind, omdat het fundamentele verschil in risicorendementsprofiel kan bijdragen aan verschillende doelstellingen in je kapitaalallocatie: kortom, debt-beleggingen die een stabiel constant rendement alsmede kenmerken van liability matching bieden, én aandelen-beleggingen die de mogelijkheid tot groei geven.'

**Cheung:** 'We hebben een decennium achter ons waarin beleggers op zoek gingen naar rendement (search for yield) en naar liquiditeit (search for liquidity). Nu is er sprake van een verschuiving van aandelen naar debt in termen van rendement. Het is momenteel een goed moment om weer in debt te beleggen.' ■

## IN HET KORT

Infra debt presteert over het algemeen beter dan beursgenoteerde aandelen en obligaties.

Vastgoedfinanciering biedt diversificatie, bescherming tegen neerwaartse risico's en in de huidige markt interessante voor risico gecorrigeerde rendementen.

Infra debt is een van de asset classes waarin impact gecreëerd kan worden.

Er moet een enorme hoeveelheid kapitaal worden ingezet om ervoor te zorgen dat het huidige vastgoed gaat voldoen aan de minimale classificatie-eisen op klimaat- en milieugebied.

Het verschil tussen de rendementen op debt en aandelen in zowel infrastructuur als vastgoed is de afgelopen tijd kleiner geworden.