

VOORZITTER:

Norbert Bol, *Sweco Capital Consultants*

DEELNEMERS:

Roland van den Brink, *Pensioenfonds Medewerkers Apotheken*

Wee Mien Cheung, *a.s.r.*

Pauline Fiastre, *BNP Paribas Asset Management*

Florent Del Picchia, *Aviva Investors*

Tom van Rijsewijk, *Macquarie*

Markus Schaen, *MN*

Céline Tercier, *Ostrum Asset Management (onderdeel van Natixis Investment Managers)*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aviva Investors, BNP Paribas Asset Management, Macquarie en Natixis Investment Managers.

Foto's: Fotovannoort



INFRASTRUCTURE DEBT AANTREKKELIJK VOOR DE LANGE TERMIJN

Door Hans Amesz

Beleggers zijn op zoek naar rendement. Daarom is het waarschijnlijk dat de vraag naar infrastructure debt zal toenemen. Er zullen zeker nieuwe infrastructuursectoren bijkomen zoals breedband en de bijbehorende datacenters.



Wat zijn goede redenen om te beleggen in infrastructure debt?

Roland van den Brink: 'Pensioenfondsen hebben een hele lange beleggingshorizon. Zij richten zich op langetermijnrendementen en infrastructuurschulden voorzien daarin.'

Wee Mien Cheung: 'Wij investeren in infrastructure debt om drie redenen: een voorspelbare cashflow, een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding vanwege de hoge (verwachte) recovery, en het bereiken van duurzame doelen in de toekomst.'

Pauline Fiastre: 'Ik wil hieraan toevoegen dat beleggers, door te investeren in infrastructure debt, voor een grotere diversificatie van hun credit exposure zorgen.'

Céline Tercier: 'De asset class infrastructure debt beschikt over

een hoge veerkracht. Cijfers tonen aan dat zelfs in crisistijden het jaarlijkse faillissementscijfer zeer laag blijft: minder dan één procent. Vergeleken met de traditionele Fixed Income-markt zijn de volatiliteit en de correlatie van infra debt laag.'

Florent Del Picchia: 'Beleggen in infrastructure debt kan ook resulteren in een illiquiditeits- en complexiteitspremie. Voor verzekeringsmaatschappijen in het bijzonder geldt dat deze assets bovendien profiteren van een voorkeursbehandeling met betrekking tot hun kapitaal, als je ze vergelijkt met bedrijfsobligaties.'

Hoe zal de markt voor infrastructure debt zich de komende jaren ontwikkelen?

Markus Schaen: 'De vraag naar infrastructure debt neemt toe. We hebben te maken met een volwassen markt, waar zeker nieuwe

> **Norbert Bol** is Chief Investment Officer en mede-oprichter van Sweco Capital Consultants B.V., een beleggingsadviesbureau dat sinds 2004 pensioenfondsen en verzekeraars adviseert op het gebied van vastgoed- en infrastructuurbeleggingen. Eerder werkte hij in directiefuncties bij AZL en Insinger de Beaufort en als Senior Manager bij KPN Pensioen en Ecorys. Bol heeft Technische Bouwkunde (BSc) en Bedrijfskunde (MSc) gestudeerd.





> **Roland van den Brink** is oprichter van TrigNum en Manager Beleggingen bij Appolaris. Hij heeft meer dan 30 jaar ervaring in de pensioensector, waar hij zowel beleggings- als managementfuncties bekleedde. Van den Brink onderhoudt al meer dan 15 jaar contacten met Europese pensioenfondsen en is daarmee goed op de hoogte van toepassingen en trends in vermogensbeheer.

infrastructuursectoren bij zullen komen. Veel aanbieders die wij spreken, investeren al jaren voor hun eigen boek in dit marktsegment. Voor nieuwe beleggers is het bovendien prettig dat je al jarenlang een bewezen strategie hanteert, in termen van risico en rendement. Er zullen meer beleggers bij komen, want iedereen is op zoek naar rendement en illiquiditeit lijkt deze dagen minder een probleem.'

Del Picchia: 'In de meeste sectoren hebben we nog maar weinig echte greenfield-projecten gezien. De markt werd vooral gedreven door herfinanciering van bestaande assets wegens gunstige marktvoorwaarden. Het is duidelijk dat, als je eenmaal de meeste transacties hebt gefinancierd, er misschien niet veel ruimte meer is om te herfinancieren. Op dit moment zien we nog steeds een toenemend volume, maar zal dat eeuwig voortduren? Hetzelfde geldt voor acquisitieactiviteiten, waarbij met name de huidige context kan leiden tot een vermindering van de volumes. De vraag is of we weer een toename zullen zien aan de greenfieldkant om dit te compenseren.'

Fiastra: 'Beleggers zijn op zoek naar infrastructurele kenmerken in nieuwe sectoren die verder gaan dan de gebruikelijke en traditionele infrastructuursectoren. Enkele goede voorbeelden van succesvolle nieuwe sectorintegratie zijn telecomprojecten, met name breedbandnetwerken, die nu echt worden gezien als infrastructuur-assets. Dit is oké, omdat iedereen het er nu over eens is dat telecomdiensten essentiële diensten zijn, zoals andere nutsvoorzieningen. Nieuwe sectoren waar nu naar gekeken wordt, zouden van alles te maken kunnen hebben met oplaadpunten voor elektrische voertuigen, maar ook met projecten op het gebied van waterstof en brandstofcellen. In de toekomst zullen we steeds vaker te maken krijgen met projecten die verder gaan dan de definitie van traditionele infrastructuur.'

Tom van Rijsewijk: 'We zien inderdaad dat de definitie van infrastructuur wordt verbreed door verschillende lening-verstrekkers. Dat was ook het geval in 2006, 2007 en 2008. Soms bleek het juist en soms ook niet. Als we over vijf jaar terugkijken, zal dat opnieuw aan het licht komen. Binnen telecom en glasvezel zien we bijvoorbeeld grote verschillen tussen markten en situaties. Dat betekent dat we deze netwerken soms wel en soms niet als infrastructuur beschouwen.'

Cheung: 'Ik heb het over digitale infrastructuur omdat het niet alleen om traditionele fysieke zaken als glasvezels en telecomnetwerken gaat, maar ook om zaken als datacenters. Door de toenemende digitalisering is er veel behoefte aan dataopslag. Nederland is een belangrijk knooppunt voor digitale datacenters. Er gebeurt iets unieks, want er wordt een andere economie gecreëerd.'

Tercier: 'De wereld evolueert en de markt van infrastructuurdebt evolueert mee. In ontwikkelde landen is de basisinfrastructuur allang aangelegd. Daarom hebben we nieuwe zaken nodig, zoals breedband en de bijbehorende datacenters.'

Er zijn allerlei soorten schulden. Misschien is het goed om uit te leggen waar we het over hebben, bijvoorbeeld over senior secured of mezzanine debt?

Cheung: 'Wij richten ons voornamelijk op senior secured.'

Van den Brink: 'Dat is bij ons ook zo, maar we bezitten ook infrastructuuraandelen.'

Schaen: 'Ook wij investeren in infrastructuuraandelen, maar dat wordt gedaan door de collega's aan de private equity-kant. Voor infrastructuurdebt streven we een risico-rendementsprofiel na waarin junior debt qua volatiliteit niet zou passen. We willen een portefeuille waarin de kans op defaults miniem is. De portefeuille dient op totaalniveau een investment grade rating te hebben.'

Van Rijsewijk: 'De situatie verschilt van regio tot regio. In de Verenigde Staten is er een zeer goed ontwikkelde kapitaalmarkt voor sub-investment grade: junior debt wordt daar bijvoorbeeld gezien als alternatief voor high yield. In Azië zie je interesse in van alles, van senior secured tot sub-investment grade en zelfs daarbuiten. Er is honger naar alles en op een wereldwijde basis misschien nog wel meer naar de higher yielding producten.'

Del Picchia: 'Wij richten ons bij voorkeur op senior secured. Wij willen in aanmerking komen voor de voorkeursbehandeling ten aanzien van het kapitaal van verzekeringsmaatschappijen. Om daarvoor bijvoorbeeld bij een greenfield-project in aanmerking te

komen, moet je in een OESO-land gevestigd zijn. Voor achtergestelde schulden is het waarschijnlijk ook moeilijker om in aanmerking te komen.'

Hoe investeren jullie in infrastructure debt?

Cheung: 'Wij investeren in beleggingsfondsen. De reden hiervoor is dat we, vanwege het risico, gezamenlijk in dezelfde pool willen zitten als andere beleggers. We beleggen ook direct. Hiervoor werken we samen met lokale banken in Nederland. Dat we beide doen, komt doordat we een breder gebied willen bedienen en ook onze expertise verder in-house willen verdiepen.'

Schaen: 'Als we na grondig onderzoek een nieuwe beleggings-categorie hebben aangewezen, bepalen we vervolgens hoe we exact willen beleggen in deze categorie. Zo hebben we voor infrastructuurleningen onder andere gedefinieerd hoeveel exposure we per sector en per land willen hebben, wanneer een lening volgens ons core en wanneer die core plus is, hoeveel exposure we maximaal naar core plus willen en wat voor soort uitsluitingen we voor ogen hebben. Alleen al dat soort vragen en afwegingen maken het onwaarschijnlijk dat we ooit in een fonds voor infrastructure debt zullen belanden. We werken altijd met aparte mandaten.'

Van den Brink: 'Bij onze omvang van ongeveer 3,5 miljard euro is een mandaat geen optie, omdat je je risico's wilt spreiden over verschillende projecten. Wij zijn dus altijd aangewezen op een fondsachtige constructie.'

Del Picchia: 'Mandaten en fondsen hebben hun voor- en nadelen. Via een fonds kunnen kleinere beleggers ook in infrastructure debt stappen. Het vermindert immers de exposure naar één enkel project en voegt dus diversificatie toe. Een van de nadelen van een fonds is dat je door de afzonderlijke wensen van de deelnemers misschien tot een gemeenschappelijke noemer moet komen, waardoor je minder ruimte hebt om te beleggen. Dat is een risico. Bij een mandaat kan een belegger precies definiëren wat hij wil in termen van beleggingsrichtlijnen. Het is ook gemakkelijker om de beleggingscriteria te veranderen, omdat je slechts de goedkeuring van één belegger nodig hebt. Dat betekent meer

flexibiliteit. Uiteindelijk hangt het af van de omvang van het bedrag dat een belegger kan investeren.'

Fiastra: 'Het hangt inderdaad af van de grootte van het bedrag dat aan de asset class kan worden toegewezen. Met vijf, tien of zelfs twintig miljoen euro is een mandaat niet geschikt, aangezien een dergelijke toewijzing niet groot genoeg is om credit-diversificatie te waarborgen. Een mandaat is een goede oplossing voor grote beleggers die duidelijk specifieke richtlijnen in gedachten hebben en waar geen kant-en-klaar producten voor te vinden zijn.'

Van Rijsewijk: 'Een mandaat is meer maatwerk, maar het moet erg groot zijn om economisch efficiënt te zijn. Als je als belegger nieuwe gebieden betreedt, ligt het voor de hand om eerst te kijken naar managed accounts, omdat ze op maat gemaakt kunnen worden. En als de beleggers ervoor openstaan, bieden ze ook de mogelijkheid tot aanpassingen in het mandaat en daardoor tot meebewegen met de markt.'

Tercier: 'Wij zien veel vraag naar co-investeringen. Niet alleen om de kosten te verlagen, maar ook om een bepaalde sector- of geografische exposure te ontwerpen in aanvulling op het gemengde fonds. Het is dus ook een manier om toegang te hebben tot een meer op maat gesneden investeringsstructuur, zonder de capaciteit te hebben voor één enkel mandaat.'

Hoe kijken jullie tegen benchmarking in infrastructure aan?

Van den Brink: 'We maken onderscheid tussen een lange- en kortetermijn benchmark. De kortetermijn benchmark wordt gebruikt om een aantal ontwikkelingen binnen de beleggings-categorie te volgen. De langetermijn benchmark is gericht op het uiteindelijke beleggingsdoel.'

Schaen: 'We hebben nogal wat verschillende benchmarks bekeken, die allemaal hun eigen beperkingen hebben. Uiteindelijk hebben we besloten om geen van de bestaande benchmarks te gebruiken, maar er anders naar te kijken. Infrastructure debt maakt deel uit van onze rendementsportefeuille. Dat betekent dat de beleggingscategorie een

> **Wee Mien Cheung** is al meer dan dertien jaar werkzaam als Fixed Income belegger. Sinds 2017 is hij Manager binnen de afdeling Alternative Fixed Income bij a.s.r. vermogensbeheer. Daarvoor werkte hij bij Delta Lloyd Asset Management als Fondsmanager Credits. Cheung heeft een MSc-titel in Computational Finance van Erasmus Universiteit Rotterdam, een BSc-titel in Technische Informatica van TU Delft en is CFA Charterholder.





> **Pauline Fiastre** trad in 2017 in dienst bij BNP Paribas Asset Management als Investment Director met meer dan twintig jaar ervaring in Projectfinanciering en Structured Finance. Eerder bekleedde zij verschillende functies bij Credit Agricole Corporate & Investment Banking in Parijs: Managing Director binnen de sector Telecom, Media en Technologie en Director in het Power and Utilities-team met een focus op hernieuwbare energie. Fiastre begon haar carrière in 1999 in Projectfinanciering in New York. Ze is afgestudeerd aan Ponts Paristech.

bepaald extra rendement, oftewel spread, moet behalen ten aanzien van de verplichtingen van het pensioenfonds. We moeten weten hoe de categorie het doet ten opzichte van het rendementsdoel en ten opzichte van meer liquide credit asset classes met een vergelijkbaar risico. Dit neemt niet weg dat we natuurlijk ook kijken naar de prestaties van onze managers.'

Del Picchia: 'Wij hechten veel belang aan de illiquideitspremie van infrastructure debt. De premie boven de publieke obligatieindices is in feite de belangrijkste benchmark, maar gezien de volatiliteit op de publieke markten moet dit worden gemeten als een gemiddelde over de beleggingsperiode.'

Van Rijsewijk: 'Hetzelfde geldt voor ons. Je kunt wel discussiëren over welke obligaties je precies gebruikt. Omdat we vermogensbeheerders zijn, volgen we natuurlijk de markt als geheel. Maar we kijken ook naar elke individuele deal, die we dan niet alleen vergelijken met de obligatiemarkt, maar ook met alternatieven in de bredere infrastructuursector, om er zeker van te zijn dat we de mogelijkheden met de beste risico-rendementsverhouding kiezen.'

Tercier: 'Voor ons is de illiquideitspremie ook essentieel. Wij houden met extern bewezen methodes graag rekening met de verwachte verliezen die het kredietrisico weerspiegelen. Aangezien we in credit zitten, is de beste manier om geld te verdienen het niet te verliezen. Dit kan worden bereikt met een strikte risicobeoordeling en een strenge selectie.'

Fiastre: 'Net als vele andere vermogensbeheerders hebben we onze eigen interne rating-tools. We vergelijken projecten op basis van hun relative value, waarbij credit rating als benchmark-instrument wordt gebruikt. Dat is een manier om de meest interessante projecten te selecteren vanuit een risico-rendementsperspectief.'

Schaen: 'Waarschijnlijk zijn velen het erover eens dat er behoefte is aan een goed functionerende benchmark voor infrastructure debt. Het is echter ook waarschijnlijk dat die er de komende jaren niet zal komen, ondanks het feit dat er, bijvoorbeeld door het European PPP Expertise Center en Cambridge Associates, aan gewerkt wordt.'

Van den Brink: 'In de beleggingscategorie infrastructure debt is het uiterst belangrijk dat de beheerder keuzevrijheid heeft. Dat betekent niet dat hij meer risico's neemt, maar dat hij nee kan zeggen tegen projecten die hij niet aantrekkelijk vindt of ja tegen projecten die hij wel aantrekkelijk vindt. Als je jezelf beperkingen oplegt door je keuzevrijheid in te kaderen, kan dat pijn doen.'

Van Rijsewijk: 'Wij vertrouwen niet op één benchmark. We maken bijvoorbeeld ook gebruik van indices die we zelf hebben gemaakt, waarin meer infrastructuur, zoals netwerken en soortgelijke zaken, zit. De discussie over wat de juiste prijs of marge is voor een lening, is nogal gecompliceerd.'

Onder institutionele beleggers is een groeiende vraag naar infrastructure debt. Wat betekent dit voor het aanbod van transacties en voor de spread? Worden beleggers nog voldoende gecompenseerd voor het risico van transacties?

Fiastre: 'De balans van aanbod versus vraag zorgt voor enige druk op de spreads. De druk op de structuur van transacties, dat wil zeggen op convenanten, clearing, leverage en dat soort zaken, is echter minder groot dan de druk op de prijsstelling. De reden hiervoor is dat bancaire en niet-bancaire kredietverstrekkers tot op zekere hoogte hebben geleerd van het verleden.'

Cheung: 'Veel beleggers zitten achter dezelfde assets aan, namelijk alles wat groen is. Dat zorgt natuurlijk voor veel druk. Je ziet niet alleen spread-compressie, maar ook veel gearing. De leverage is veel hoger dan een paar jaar geleden. Toen was het 85-15 in termen van schuld en eigen vermogen, nu 95-5.'

Tercier: 'De marktpartijen zijn vrij gedisciplineerd wat betreft de structurering van de transacties. Het is echter onze taak om transacties met een zwakke structurering of een laag risico-rendementsprofiel af te bouwen.'

Infrastructuur is een vrij brede asset class. Zijn er nieuwe sectoren, zoals H2-transmissie, die moeten worden gefinancierd? Wie kan dat doen, wat is er nodig?

Van Rijsewijk: 'In de afgelopen vijf, zes jaar zijn hernieuwbare energiebronnen een zeer belangrijk onderdeel van de infrastructuur geworden: een sector waarin institutionele beleggers een belangrijke rol spelen. Dat zal zich voortzetten. Onze klanten zullen willen blijven investeren in duurzame energie. Je zult er wel alert op moeten blijven dat een gesubsidieerd zonneproject iets heel anders is dan projecten zonder subsidie of dan risicovollere technologieën zoals biogas of zelfs offshore windenergie.'

Tercier: 'We volgen alle soorten technologische ontwikkelingen op de voet, zoals drijvende PV-systemen, drijvende offshore windparken, waterstof, maar we zijn zeer voorzichtig en investeren alleen in bewezen technologieën die essentieel zijn om voorspelbare kasstromen te garanderen.'

Een mogelijke economische vertraging kan een impuls geven aan de infrastructuursector. Verwachten jullie dat er meer infrastructuurprojecten op de markt komen?

Del Picchia: 'Tijdens de Europese staatsschuldencrisis in 2012 en 2013 zagen we eerder het tegenovergestelde, namelijk minder en minder greenfield-projecten. Dat is eigenlijk al een aantal jaren een trend. Ik weet niet of er door een economische vertraging meer infrastructuurprojecten op de markt zullen komen. Ik hoop het wel, maar het is zeker geen automatisme.'

Fiastre: 'Vooral nieuwe infrastructuur is afhankelijk van de steun van de overheid. Een economische vertraging betekent niet noodzakelijkerwijs dat de overheid de infrastructuur gaat stimuleren. In die zin ben ik niet optimistisch.'

Wat gebeurt er als de economie vertraagt? Zal de Europese Centrale Bank (ECB) naar andere manieren moeten zoeken dan het verlagen van de rente om de economie te stimuleren?

Van den Brink: 'Dat zou me zorgen baren. Als de centrale banken voor goedkoop geld zorgen, betekent dat niet dat de betreffende projecten op zich beter worden. Mijn prioriteit ligt bij degelijke projecten, die goed gefinancierd zijn.'

Cheung: 'De ECB heeft al grootschalige opkoopprogramma's van obligaties lopen. De vraag is wat ze nog meer kunnen doen. De liquiditeit is in ieder geval geen probleem.'

Schaen: 'Als de economie vertraagt, komt dat vooral door te weinig investeringen. De renteverlagingen en obligatie-aankopen van de ECB hebben niet het gewenste resultaat opgeleverd. Misschien moeten we inderdaad naar andere manieren kijken om de economie te stimuleren en ervoor zorgen dat het geld beter wordt verdeeld en in de reële economie terecht komt.'

Is er een verschil tussen verzekeraars en pensioenfondsen die op zoek zijn naar investeringen in infrastructure debt?

Van den Brink: 'Ja, dat heeft te maken met verschillen in het toezicht en de regelgeving.'

Van Rijsewijk: 'Bij Solvency II gaat het om EU-brede wetgeving met grillen in elk rechtsgebied. In het algemeen kun je zeggen dat pensioenfondsen meer flexibiliteit hebben dan verzekeraars.'

Hoe beoordelen jullie de politieke risico's van dit soort langetermijnfinanciering?

Van Rijsewijk: 'Politieke risico's zijn grote risico's, waar het regelgevingsrisico waarschijnlijk veel mee te maken heeft. Als infrastructuurprojecten economisch haalbaar zijn en ten goede komen aan de bevolking, heeft dat vaak een mitigerende werking op het politieke risico. Daarom besteden we voor elk project veel tijd aan het nadenken hierover.'

Del Picchia: 'Ik denk dat het waarschijnlijk relatief eenvoudig is om de politieke risico's te identificeren, maar het is erg moeilijk ze te kwantificeren en te voorspellen hoe hard ze je kunnen raken. Dus je moet inderdaad elk project afzonderlijk grondig analyseren, niet alleen vanuit een wettelijk en reglementair kader om de waarschijnlijkheid in te schatten, maar ook om de afstemming van de belangen tussen de publieke en private sector en de essentie en het nut van de assets te beoordelen, wat zou moeten leiden tot een lagere impact zodra de risico's zich voordoen.'

> **Florent Del Picchia** is Head of Infrastructure Private Debt bij Aviva Investors. Hij is verantwoordelijk voor de Europese Infrastructure Debt-strategie. Del Picchia heeft ruim 20 jaar ervaring in Infrastructure Finance. Voordat hij in 2012 bij Aviva Investors kwam werken, heeft hij bij Dexia Crédit Local in Parijs gewerkt als Director in het Infrastructure Team en Co-Head van de PPP Sector. Daarvoor werkte hij bij de Infrastructure en Project Finance adviesteam van PriceWaterhouseCoopers in Parijs en Londen. Del Picchia is Ingenieur van de Ecole Nationale des Ponts et Chaussées en in het bezit van een MBA van dit instituut.





> **Tom van Rijsewijk** is sinds 2013 werkzaam als Managing Director bij Macquarie en is verantwoordelijk voor de beleggingen in Infrastructure & Energy Debt in Europa. Hij heeft 25 transacties geleid binnen MIDIS in diverse subsectoren, inclusief PPPs, portefeuilles, elektriciteitsnetwerken, wegen, rails, vliegvelden, zon- en windparken, biomassa-centrales en andere sectoren. Voor Macquarie werkte Van Rijsewijk bij ING Bank in Londen en Amsterdam, waar hij ook verantwoordelijk was voor investeringen in Infrastructure Debt.

Tercier: 'Wij richten ons op OESO-landen, die als een goed kader voor dit soort risico's kunnen worden gezien. Je moet echter altijd zorgen voor een diepgaande due diligence en zelfs specifieke verzekeringen om politieke risico's in opkomende landen af te dekken.'

Fiastrre: 'De politieke risico's van elk project moeten zeer zorgvuldig worden ingeschat. Wij doen een uitgebreide due diligence om bijvoorbeeld het subsidiemechanisme in het geval van hernieuwbare energieprojecten te begrijpen en te controleren of het wel in balans is. Meer in het algemeen willen we bij elke beoordeling van een project ook de redenen voor eventuele politieke of overheidssteuning van het project en de algehele motivering ervan begrijpen.'

Investeren in infrastructuur vereist veel kennis. Zijn beleggers op dat gebied volledig afhankelijk van vermogensbeheerders, of hebben we extra kennis nodig?

Van den Brink: 'De toezichthouder eist dat het bestuur kennis draagt van elke afzonderlijke beleggingscategorie waarin geïnvesteerd wordt. Dat betekent dus dat pensioenfondsen genoeg kennis in huis moeten hebben om geld naar infrastructuur te kunnen alloceren.'

Schaen: 'Voordat we met het eigenlijke beleggingsproces beginnen, moeten we ervoor zorgen dat we al in een vroeg stadium alle verschillende betrokken afdelingen aan boord hebben: de backoffice, het risicomanagement, het clientmanagement, de juridische afdeling, de fiscale mensen, enzovoort. Wijzelf moeten er zeker van zijn dat we alles begrijpen, maar ook onze klanten moeten ervan overtuigd zijn dat we de nodige kennis hebben en dat we in staat zijn de hele beleggingscategorie deskundig te monitoren en te administreren.'

Fiastrre: 'Je hebt specifieke kennis en inzicht nodig in de kredietrisico's die verbonden zijn aan infrastructuur debt. Je moet in staat zijn om de specifieke kenmerken van deze beleggingscategorie te managen. Denk bijvoorbeeld aan aanmeldingscapaciteiten en de afhandeling van specifieke middle-office en backoffice activiteiten. Bovendien moet je over

het juiste juridische instrument beschikken om te investeren in infrastructuur debt, die vaak in credit format wordt verstrekt.'

Del Picchia: 'Beleggen in infrastructuur vereist nogal wat expertise. Als je echt in detail zou willen treden, zou je aanzienlijke middelen moeten inzetten. Dat is denk ik niet nodig, tenzij je een eigen team wilt opbouwen. Maar voor beleggers is het wel nuttig om op zijn minst voldoende inzicht te hebben in de asset class, teneinde hun strategie en hun beleggingscriteria beter te kunnen definiëren.'

Een vermogensbeheerder zou natuurlijk kunnen zeggen: wij beschikken over de nodige expertise; die hoeven anderen niet te hebben, die leveren wij aan hen.

Van Rijsewijk: 'Dat is onze mening. Om grotere deals af te kunnen sluiten, heb je een bepaalde vuurkracht nodig. Je moet meerdere institutionele beleggers bij elkaar brengen, wat complicaties met zich meebrengt. Om een indruk te geven: bij ons houden ruim vijfhonderd mensen zich vooral bezig met infrastructuur. We zien overigens dat onze klanten er steeds meer in geïnteresseerd zijn de beleggingscategorie goed te kunnen begrijpen. Tot mijn taak behoort het om ervoor te zorgen dat de nodige informatie beschikbaar is voor educatieve doeleinden. Het is al gezegd, maar in dit verband geldt dat economische schaalvoordelen er wel degelijk toe doen. Je kunt pas echt meespelen als je een omvang van tien miljard of meer hebt.'

Tercier: 'Onze filosofie is de samenwerking met onze klanten. Wij willen graag onze kennis met hen delen, opdat ze het risico en de voordelen van de beleggingscategorie infrastructuur debt begrijpen.'

Er zijn vermogensbeheerders die alleen voor externe klanten beleggen en er zijn er die deel uitmaken van een verzekeraar en hun portefeuilles openstellen voor anderen. Wat zijn de voor- en nadelen van beide modellen?

Fiastrre: 'Wij treden op als manager voor onze externe klanten. Als een belegger zich aansluit bij een fonds dat wordt beheerd door een verzekeraar, is het duidelijk dat die verzekeraar alle

beleggingscriteria van het fonds al heeft bepaald, volgens zijn eigen behoeften die misschien niet bij iedereen passen. Bovendien kan de druk die de verzekeraar kan uitoefenen op zijn interne manager om kapitaal in te zetten, leiden tot belangenconflicten.'

Cheung: 'Wij passen beide modellen toe, die hun eigen voors en tegens hebben, waar je voortdurend mee te maken hebt. We hebben niets tegen verzekeringsmaatschappijen als vermogensbeheerders. Integendeel. Maar we hebben wel graag een zetel in de beleggingscommissie van het fonds. Dan kunnen we de vinger aan de pols houden: kijken naar de convenanten en naar hoe ze beleggen.'

Del Picchia: 'Ik pleit, niet verwonderlijk, voor het verzekeringsmodel. Het enige nadeel daarvan is mogelijke belangenverstrengeling, maar de regelgevers hebben de neiging daar goed naar te kijken en interne processen zorgen er ook voor dat zulke conflicten goed worden gemanaged.'

Hoe implementeer je een ESG-strategie binnen infrastructure debt?

Van den Brink: 'Zogenaemde hernieuwbare infrastructuurprojecten hebben van zichzelf al ESG-kenmerken. Maar er zijn natuurlijk ook projecten die, om het maar zo te zeggen, aan de oppervlakte niets met ESG te maken hebben. Dan moeten we ons binnen die projecten juist volledig bewust zijn van ESG. We kunnen vooral doelgerichte vragen over de ESG-aanpak stellen. Dat is de beste manier om vooruit te komen.'

Schaen: 'In de sectorlimieten van onze mandaten hebben we bewust veel ruimte ingeruimd voor renewables-projecten. Verder hebben we in de afspraken met de managers uitgebreide rapportage-eisen opgenomen ten aanzien van ESG en de positieve impact die infrastructuurprojecten bewerkstelligen. Daarnaast bespreken we met de manager op leningniveau alle ESG-vraagstukken die zich voordoen.'

Cheung: 'Wij hechten erg veel belang aan ESG en stellen op dat gebied doelen die we moeten bereiken. Bepaalde sectoren als kernenergie, kolen, schalie-olie, fracking en teerzandolie sluiten we uit. Als we vanuit ESG-perspectief naar infrastructuur kijken,



geven we de voorkeur aan minder lange durations, bijvoorbeeld tien jaar. Transparantie in de rapportage is van groot belang.'

Schaen: 'De vaak lange looptijden van infrastructure debt maken het uitsluitingsbeleid wat complexer. Tegenwoordig sluiten we bepaalde activiteiten uit die twintig tot dertig jaar geleden als normaal werden ervaren, zoals de productie van tabak. We willen voorkomen dat we nu deals financieren die misschien over tien, twintig of dertig jaar sociaal onaanvaardbaar zijn. Daarom zijn we in een continue dialoog met ons MVB-team en onze opdrachtgevers, om te toetsen wat aansluit bij de maatschappelijke normen, nu en in de toekomst.'

Fiastrre: 'Wij richten inmiddels al onze strategieën op ESG. Dat hebben we ook gedaan met betrekking tot onze strategieën voor infrastructure debt. Elk project wordt niet alleen beoordeeld vanuit een kredietperspectief, maar ook vanuit een ESG-perspectief. Naast ons internationale onderzoeksteam maken we gebruik van een extern adviesbureau dat ons toegang geeft tot de nodige databases, om de projecten die we analyseren, te benchmarken. Wat uitsluitingen betreft, kunnen we bijvoorbeeld geen steenkolendeals doen en we passen een CO₂-intensiteitsdrempel toe bij stroomopwekkingsbedrijven. Daarnaast heeft onze ESG-analist een vetorecht in de beleggingscommissie.'

> **Markus Schaen** is sinds 2008 werkzaam voor MN. Als Senior Fundmanager Fixed Income is hij verantwoordelijk voor het selecteren van externe vastrentende managers en het monitoren van de interne en externe beheerders. Tot zijn aandachtgebied behoren de liquide en illiquide vastrentende beleggingen. Schaen heeft 25 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener NV. Aan de Universiteit Maastricht heeft hij zijn doctoraal-titel behaald in de richting Bedrijfseconomie, waar hij later ook de Register Accountancy opleiding afrondde. Verder volgde hij de postdoctorale studie Treasury Management aan de Vrije Universiteit en het Pension Executive programma op Nyenrode.





> **Céline Tercier** is sinds 2016 Hoofd Infrastructuur Financiering van Ostrum Asset Management. Ze heeft ruim 20 jaar ervaring in het financieren van Infrastructuur. Tercier is haar carrière in 1998 begonnen bij de Export Financier COFACE, als verantwoordelijke voor grote infrastructuurprojecten. In 2008 is ze voor Natixis Global Asset Management (Ostrum) gaan werken als Hoofd EMEA Infrastructuur Management.

Tercier: 'Wij hebben de Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties (UNPRI) al in 2008 ondertekend. We werken ook met het Greenfin-label dat door het Franse ministerie van Milieu is toegekend. We besteden echt veel aandacht aan de E, de S en de G, waarvan we de impact kunnen meten, en we voeren een gecombineerde beoordeling uit: uitsluiting, thematische en ESG-integratie en het monitoringsproces en de meting van de CO₂-uitstoot.'

Van Rijsewijk: 'Wij hechten veel waarde aan drie topics: uitsluiting, meting, impact. We doen bijvoorbeeld niet mee als meer dan vijftientig procent van een bedrijf met kolen te maken heeft. Wij hebben methodes om de ,-score van projecten te meten en werken aan methodes om alle SDGs van de Verenigde Naties te kunnen meten. Veel van onze klanten willen weten wat de impact is van de projecten waaraan ze geld hebben uitgeleend. Waar het impactmandaten betreft, proberen we alleen dingen te doen die goed zijn. Er zijn nu nog weinig impactmandaten, maar daarover worden uiteraard heel wat discussies gevoerd.'

Del Picchia: 'We hebben in de afgelopen maanden meerdere malen gezien dat het inderdaad mogelijk is impact te hebben door kredietverlening. We zijn er immers in geslaagd convenanten te sluiten, waardoor kredietnemers gedwongen zijn over te gaan op een schonere brandstofmix. Die convenanten werden gedreven door institutionele beleggers in plaats van banken.'

Beleggers zijn op zoek naar infrastructurele kenmerken in nieuwe sectoren die verder gaan dan de gebruikelijke en traditionele infrastructuursectoren. In de toekomst zullen we steeds meer te maken krijgen met projecten die verder gaan dan de definitie van infrastructuur.

CONCLUSIE

Er zijn uiteenlopende redenen om in infrastructuur debt te beleggen: een voorspelbare cashflow, een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding, het bereiken van duurzame doelen in de toekomst en grotere diversificatie van de credit exposure. Beleggers zijn op zoek naar infrastructurele kenmerken in nieuwe sectoren die verder gaan dan de traditionele infrastructuursectoren. Goede voorbeelden zijn telecomprojecten, met name breedbandnetwerken. De definitie van infrastructuur wordt verbreed door de verschillende leningverstrekkers. Mede hierdoor zal de vraag naar infrastructuur debt toenemen. Mandaten en fondsen hebben hun voor- en nadelen. Via een fonds kunnen kleinere beleggers ook in infrastructuurschulden investeren. Een

mandaat is meer maatwerk, maar het moet erg groot zijn om economisch efficiënt te zijn. Velen zijn het erover eens dat er behoefte is aan een goed functionerende benchmark voor infrastructuur debt. Het is echter waarschijnlijk dat die er in de komende jaren nog niet zal komen, ondanks het feit dat eraan gewerkt wordt. Het is wellicht relatief eenvoudig om de politieke risico's van infrastructurele projecten te identificeren, maar het is erg moeilijk ze te kwantificeren. Aan het implementeren van een ESG-strategie binnen infrastructuur debt wordt veel belang gehecht. Projecten worden niet meer alleen beoordeeld vanuit een kredietperspectief, maar ook vanuit een ESG-perspectief. Het draait daarbij vooral om uitsluiting, meting en impact.