

## ROBUUSTE BELEGGING VOOR DE GROTE JONGENS

Een diepgaande analyse van AF Advisors over de risico's (weinig) en kansen (veel) van infrastructure debt. "De continue vraag naar meer, beter en duurzamere infrastructuur draagt mede bij aan de toenemende aandacht voor deze beleggingscategorie.

Infrastructure debt investeerders financieren infrastructuurprojecten, zoals het bouwen van vliegvelden, tolwegen, telecommunicatie en het ontwikkelen van allerlei projecten gerelateerd aan de energietransitie zoals windmolenparken. Infrastructuurprojecten leveren fysieke componenten in een netwerk dat nodig is voor het functioneren van een moderne samenleving. Het zijn kapitaalintensieve projecten van grote fysieke en financiële omvang waardoor de toetredingsdrempels hoog zijn.

### Vele zekerheden

Aangezien investeringen in infrastructure debt aanzienlijke onderliggende zekerheden hebben in de vorm van fysieke objecten en gegarandeerde kasstromen door langlopende contracten met vaak ook garanties van overheden, is er meer zekerheid en een hoger herstelpercentage in het geval van een faillissement.

Hoge toetredingsdrempels verminderen de potentiële concurrentie voor de diensten die een project zal leveren, waardoor de risico's worden beperkt. Zowel de aanwezigheid van zekerheden als de hoge toetredingsdrempels zijn gunstig voor beleggers vanuit een risico- en rendementsperspectief.

### Hulp van institutionele beleggers gevraagd

Infrastructuurprojecten kunnen privaat, publiek en via public-private partnerships (PPP) gefinancierd worden. Bij private en PPP-financiering kunnen institutionele beleggers en banken optreden als de financiers van het desbetreffende infrastructuurproject, waarbij zij de bouw van het project meefinancieren en terugbetaald worden uit de opbrengsten die de infrastructuur in de navolgende jaren zal genereren. Aangezien veel infrastructuurprojecten in omvang te groot zijn voor banken, wenden ontwikkelaars zich regelmatig tot (institutionele) beleggers om de financiering rond te krijgen.

Infrastructure debt is een interessante beleggingscategorie, mede vanwege de illiquiditeitsopslag ten opzichte van staats- en bedrijfsobligaties, de mogelijkheid om ESG-impact te realiseren in de beleggingen en de gunstige behandeling onder het Solvency II raamwerk.

In dit artikel staan we stil bij infrastructure debt als beleggingscategorie en bespreken we allereerst de recente ontwikkelingen in deze markt en vervolgens de voor- en nadelen van deze beleggingscategorie. Daarna volgt een analyse van de impact die infrastructure debt kan hebben in een beleggingsportefeuille. Het artikel sluit af met een overzicht van de verschillende manieren waarop men kan beleggen in infrastructure debt.

## Toenemende interesse

Tot nu toe laat de jaarlijkse OESO-enquête onder grote pensioenfondsen nog weinig verandering zien in de allocaties naar infrastructuurbeleggingen. Terwijl sommige grote pensioenfondsen relatief hoge allocaties naar deze beleggingscategorie hebben, is het gemiddelde bij grotere pensioenfondsen rond de 1,3% voor infrastructure equity. De allocatie naar infrastructure debt is nog lager, met een gemiddelde van 0,4% van het belegde vermogen. Toch is er een toenemende interesse in deze beleggingscategorie en biedt dit kansen, gegeven de huidige macro-economische omstandigheden.

Daarnaast wordt de vraag naar infrastructure debt investeringen ondersteund door structurele trends zoals het stimulerende beleid van overheden om te investeren in projecten die leiden tot schone en hernieuwbare energie. Dit komt voort uit de doelen die de Europese Unie (EU) en nationale overheden binnen de EU hebben gesteld, in lijn met het Klimaatakkoord van Parijs. In Amerika heeft het stimulerende beleid de vorm aangenomen van de 'Infrastructure Investment and Jobs Act' waarmee 715 miljard dollar in infrastructuur zal worden geïnvesteerd.

Investeringen spelen namelijk een cruciale rol bij het realiseren van de energietransitie. Zo moet de brede industrie investeren in duurzamere productieprocessen. Gemeenten willen investeren in duurzame energieopwekking en aardwarmte. Provincies en vervoerders zetten stappen op het gebied van elektrisch (openbaar) vervoer. Daarnaast moeten netbeheerders forse investeringen doen in hun infrastructuur om zich klaar te maken voor de toekomst.

## De rol van infrastructure debt in de portefeuille

Infrastructure debt kan een lastige beleggingscategorie zijn om te plaatsen binnen de vast omkaderde categorieën in de portefeuilles van beleggers. Er zijn bijvoorbeeld gelijkenissen met real assets vanwege het fysieke onderpand en de zekerheid van kasstromen in combinatie met eventuele garanties, met fixed income vanwege de langlopende contracten en met private debt vanwege de yield pick-up en diversificatie ten opzichte van bedrijfsobligaties.

Infrastructure debt wordt gekarakteriseerd door de lange looptijden (tot wel 30 jaar) en de voorspelbare lange termijn inkomsten. Infrastructure debt wordt minder gedreven door macro-economische invloeden dan bijvoorbeeld vastgoedbeleggingen, die doorgaans de neiging hebben meer cyclisch en marktgevoelig te bewegen dan infrastructure debt. Deze lage correlatie met andere beleggingen maakt dat infrastructure debt een goede bron van diversificatie kan zijn binnen de portefeuille.

**“De lage correlatie met de andere beleggingen maakt infrastructure debt tot een goede bron van diversificatie”**

## Duurzame impact

Verder biedt infrastructure debt mogelijkheden tot de integratie van ESG-doelstellingen. Denk hierbij aan het financieren van sociale of duurzame projecten, zoals scholen, ziekenhuizen en hernieuwbare energie.

Een kanttekening die hierbij wel gemaakt dient te worden, is dat de realisatie van infrastructuurprojecten tot de meest vervuilende activiteiten behoort. Hierdoor is het echter wel mogelijk om met ESG-doelstellingen de realisatie van de infrastructuur zo duurzaam mogelijk tot stand te laten komen en daarnaast ook duurzame infrastructuur te creëren om daarmee positieve impact te genereren.

## Hoge recovery ratio

Vanuit het perspectief van kapitaalvereisten kan infrastructuur debt ook een interessante categorie zijn. Onder Solvency II geldt een Solvency Coverage Ratio (SCR) van 7 tot 8%, afhankelijk van het type project en de rating. Dit in tegenstelling tot andere categorieën, zoals infrastructuur equity (SCR van 38%) en bedrijfsobligaties (BBB, SCR van 11%). Onder het nFTK, dat van toepassing is op Nederlandse pensioenfondsen, zijn de kapitaalvereisten vergelijkbaar met beleggingen in emerging markets debt met 16%.

Infrastructuur debt kan ook vanuit een rendement-risicoperspectief een waardevolle toevoeging zijn aan een portefeuille. De recovery ratio ligt bijvoorbeeld hoger dan bij bedrijfsobligaties (respectievelijk 80% versus 43% over de periode 1992-2014). Deze recovery ratio's hadden een lage correlatie met de economische cycli, wat heeft geleid tot een sterkere bescherming in tijden van crisis.

## Met inflatiebescherming

Ook wordt infrastructuur debt gekenmerkt door zijn bescherming tegen inflatie, die is verwerkt in de onderliggende contracten met de exploitant van de infrastructuur. Bovendien hebben grote delen van het infrastructuur debt universum een variabele coupon. Dit beschermt beleggers tegen het risico van stijgende rentes aangezien de coupons expliciet gekoppeld zijn aan rentetarieven.

De meest liquide infrastructuurschulden in Europa worden doorgaans afgezet tegen de 3-maands Euribor met een gemiddelde opslag van 250 tot 350 basispunten.

Beleggingen in infrastructuur debt kunnen echter wel (sterk) illiquide zijn. De onderliggende contracten worden nauwelijks verhandeld en beleggingen via infrastructuurfondsen zullen ook slechts in beperkte mate liquiditeit kunnen bieden. Infrastructuur debt kan een goed alternatief zijn voor investeerders die op zoek zijn naar extra rendement en met de zeer lage liquiditeit om kunnen gaan.

**“De meest liquide infrastructuurschulden in Europa worden doorgaans afgezet tegen de 3-maands Euribor met een gemiddelde opslag van 250 tot 350 basispunten”**

## Markt voor grote jongens

Vanwege de grote omvang van infrastructuurprojecten is de vereiste financiering vaak ook groot. Beleggen via een eigen investment team in zowel infrastructuur equity alsook debt is eigenlijk alleen weggelegd voor de grootste institutionele beleggers van deze wereld, zoals APG en PGGM.

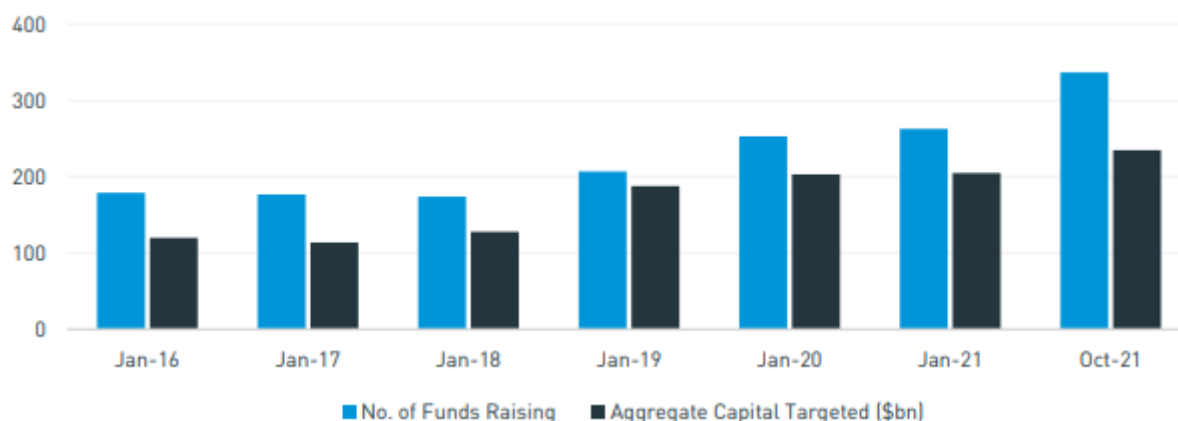
Kleinere beleggers zullen vaker beleggingsfondsen uitzoeken in deze markt, omdat deze toegankelijker zijn voor investeerders die niet de capaciteit hebben om zelf een portefeuille van infrastructuurleningen op te bouwen. Zij vertrouwen daarom op externe vermogensbeheerders, zoals Allianz Global Investors, Aviva Investors, BNP Paribas Asset Management en NN Investment Partners.

Voor particuliere beleggers is het nagenoeg niet mogelijk om toegang te krijgen tot de infrastructure debt markt. Momenteel zijn er (nog) geen infrastructure equity of debt fondsen waar particuliere beleggers in kunnen beleggen. De enige mogelijkheid die particuliere beleggers op dit moment hebben om in infrastructuur te beleggen is via beursgenoteerde bedrijven of fondsen.

Een voorbeeld hiervan is het aandeel Union Pacific Corporation, het managementbedrijf van enkele Amerikaanse spoorwegen. Een ander voorbeeld is de iShares Global Infrastructure ETF, die belegt in bedrijven die meer dan 65% van hun omzet halen uit de opbrengsten van infrastructuur. Dit soort beleggingen zijn echter doorgaans sterker gecorreleerd met de bredere aandelenmarkt dan met de infrastructure debt markt, waardoor het rendement en risicoprofiel significant kan afwijken.

## Groeimarkt

FIGUUR 1: INFRASTRUCTUUR EQUITY EN DEBT FONDSEN FUNDRAISING, 2016-2021



Bron: Preqin pro, Oct- 2021

Figuur 1 laat in de lichtblauwe kolom het aantal infrastructuurfondsen zien dat kapitaal ophaalt. In 2021 zijn er bijna 350 beleggingsfondsen actief in de infrastructuur sector. Het beoogde kapitaal dat deze fondsen willen ophalen is in de donkerblauwe kolom weergegeven en groeide in 2021 tot meer dan 200 miljard dollar.

## Institutionele keuzemogelijkheden

Grofweg zijn er voor institutionele beleggers drie manieren om te beleggen in infrastructure debt, te weten via een mandaat bij een externe manager, via een fonds van een externe manager of middels een eigen investment team. Elk van de methodes heeft zijn eigen karakteristieken, zoals gepresenteerd in tabel 1. Hierdoor heeft elke beleggingsoplossing zijn eigen doelgroep.

## Drie oplossingen

Tabel 1: Karakteristieken van de drie beleggingsoplossingen

Beleggingsoplossing	Mandaat	Multi-client fonds	Eigen investment team
Vereist minimaal beheerd vermogen	Gemiddeld	Laag	Hoog
Op maat gemaakte beleggingscriteria	Ja	Nee	Ja
Liquiditeit	Zeer laag	Laag	Zeer laag
Implementatie eigen ESG-criteria	Ja	Nee	Ja

Mandaten en een eigen investment team zijn het meest geschikt voor beleggers die significante bedragen kunnen investeren (meer dan € 500 miljoen), terwijl fondsen beter geschikt zijn voor beleggers met een lager te investeren bedrag. Daarnaast zijn beleggingen in infrastructure debt via mandaten of eigen investment teams per definitie beleggingsoplossingen met zeer lage liquiditeit. Het voordeel is wel dat er zelf inhoud gegeven kan worden aan het beleggingsbeleid en dat het implementeren van een eigen ESG-beleid mogelijk is. Dit is beide beperkt mogelijk bij fondsen, waar de manager deze elementen bepaalt.

## Seinen op groen

De beleggingscategorie infrastructure debt krijgt de laatste jaren meer en meer aandacht. Dit is mede te danken aan de groeiende vraag naar verantwoord beleggen en de bescherming die deze categorie kan bieden tegen oplopende inflatie. Mede gedreven door het stimulerende beleid van overheden laat de aanbodzijde ook een steeds sterkere groei zien. De continue vraag naar meer, beter en duurzamere infrastructuur draagt mede bij aan de toenemende aandacht voor deze beleggingscategorie. Wetgeving zoals de US "Infrastructure Investment and Jobs Act" onderstreept dit verder.

De juiste plek voor toebedeling van infrastructure debt in de huidige portefeuille en hoe hierin te beleggen is afhankelijk per type investeerder in combinatie met de gewenste allocatie naar deze beleggingscategorie.

*Ronald Verhagen, Kevin Simons en Zef Orbons analyseren beleggingscategorieën bij [AF Advisors](#). AF Advisors schrijft op kwartaalbasis voor IEXProfs over alternatieve beleggingscategorieën. Deze bijdrage is niet bedoeld als professioneel beleggingsadvies of als aanbeveling tot het doen van bepaalde beleggingen.*