

VOORZITTER

Harry Geels, *Financial Investigator*

DEELNEMERS

Tommaso Albanese, *UBS Asset Management*

Alexander Ball, *Allianz Global Investors*

Philippe Deloffre, *BNP Paribas Asset Management*

Sundeeep Vyas, *Deutsche Asset Management*

Dit tafelgesprek is tot stand gekomen in samenwerking met Allianz Global Investors, BNP Paribas Asset Management, Deutsche Asset Management en UBS Asset Management.



DE MARKTEN VOOR INFRASTRUCTURE EN REAL ESTATE DEBT GROEIEN IN OMVANG EN DIVERSITEIT

Door Harry Geels

De interesse van institutionele beleggers voor infrastructure en real estate debt groeit. De twee beleggingscategorieën bieden gunstigere risico-rendementsprofielen dan bijvoorbeeld staats- of bedrijfsschuldpapier, terwijl er een diversificerend effect optreedt wanneer er wordt geïnvesteerd in real assets met een stabiele langetermijnkasstroom.



Welke vormen van infrastructure en real estate debt kunnen we onderscheiden en is het logisch beide categorieën samen te bediscussiëren?

Sundeep Vyas: 'Bij ons zitten infrastructure en real estate debt in dezelfde business unit. Er zijn overeenkomsten tussen beide categorieën, maar ook verschillen. Vooral wat betreft het risico-rendementsprofiel en de wijze van financiering. In onze organisatie zijn we actief in alle subsegmenten van de private debt markten. Wat betreft private infrastructure debt: senior debt, zowel investment grade als sub-investment grade. Wat betreft listed infrastructure debt: senior en second-tier of mezzanine debt.'

Tommaso Albanese: 'Infrastructure en real estate debt maken beide onderdeel uit van de beleggingscategorie private debt.'

Wij hebben recent beide segmenten samengevoegd in een business unit. We zien steeds meer synergie, vooral als het om het benaderen van beleggers gaat. Beide categorieën voorzien in de behoefte aan yield in een beleggingsportefeuille. Er zijn echter ook belangrijke verschillen: real estate debt is inmiddels een gevestigde beleggingscategorie en heeft een goed ontwikkelde financieringsmarkt, maar is ook volatieler. Infrastructure debt is relatief nieuw, maar is een stabielere beleggingscategorie.'

Philippe Deloffre: 'Een belangrijke overeenkomst tussen beide categorieën is dat ze betrekking hebben op reële assets die als borg voor de obligatieleningen dienen, ook wel asset-backed debt genoemd. Ze verschillen inderdaad wat betreft de financiering en beleggers kopen de twee categorieën ook om verschillende redenen. Bij infrastructure gaat het vooral om de stevige contracten en stabiele en reguliere kasstromen. De

> **Tommaso Albanese** is Head of Infrastructure bij UBS Asset Management. Met meer dan 30 jaar ervaring in de financiële industrie geeft hij leiding aan het Real Estate & Private Markets teams. Albanese is sinds 2010 werkzaam bij UBS. Aanvankelijk werkte hij bij de Investment Bank, waar hij onder meer betrokken was bij het ontwikkelen van de infrastructuuractiviteiten. Albanese doceert tevens Infrastructure and International Finance aan de New York University Stern School of Business voor het MBA programma.





> **Alexander Ball** is sinds medio 2013 werkzaam als Portfolio Manager Alternatives bij Allianz Global Investors. Ball heeft de leiding bij de due diligence en kredietrisicoanalyse van de project- en infrastructuurtransacties. Voordat hij naar AllianzGI kwam, was hij analist binnen het RBC Capital Markets Acquisition & Leveraged Finance Platform in Londen. Ball heeft een MSc in Finance van Cass Business School in Londen en een BSc Business Administration diploma van de Ludwig-Maximilians-Universität in München.

vastgoedmarkten zijn veel cyclischer. Dynamieken in de rentemarkten en de economische groei spelen hier een bepalende rol. Financieringsvormen moeten hiermee om kunnen gaan. Door de specifieke cycli vraagt real estate debt om een meer regionale benadering. Infrastructuur kan veel globaler benaderd worden.'

Alexander Ball: 'In onze organisatie hoort infrastructuur debt, het illiquide gedeelte althans, bij ons alternatives platform. We onderscheiden een Core-strategie. Denk daarbij aan projectfinanciering of infrastructuur corporates, zoals tolwegen, zee- en luchthavens. Hier zijn de looptijden doorgaans lang en de kredietwaardigheden, ofwel ratings, hoog. Dalen we af in de waterval van de kapitaalstructuur dan komen we uit bij iets wat wij een Core Plus-product noemen, met kortere looptijden en meer yield. Daarnaast hebben we ook oplossingen voor senior secured debt of meer junior loans, afhankelijk van de wensen van de klant.'

Albanese: 'De infrastructuur debt markt is inderdaad vrij heterogeen, denk bijvoorbeeld aan kleine tot middelgrote projecten en objecten waarbij diepgaande kredietanalyse en een specifieke structurering vereist is, maar waar interessante 'yield pickups' kunnen worden gerealiseerd versus vergelijkbare grote 'mainstream' kwaliteitsprojecten.'

Vyas: 'Wij zien infrastructuur debt meer regionaal dan globaal. Zowel vanwege de sourcing, de financiering als het management van het infrastructuur project gedurende de looptijd moet de belegger lokaal aanwezig zijn. Het is onmogelijk om met bijvoorbeeld een team in Londen een globaal inframandaat te managen.'

Deloffre: 'Ik begrijp inderdaad de lokale focus bij infrastructuur debt. Ik doelde meer op veel dynamischere cycli van de vastgoedmarkt die van regio tot regio en van periode tot periode sterk kunnen verschillen en die het voor de beleggers noodzakelijk maken actiever in te spelen op regionale ontwikkelingen. Bij infrastructuur kan de belegger zeggen: 'Ik heb een wereldwijde of een bepaalde regionale focus en daarbinnen zoek en beheer ik, inderdaad lokaal, de meest geschikte infrastructuurle projecten of bedrijven.'

De markten voor infrastructuur en real estate debt groeien. Waarom spreken ze institutionele beleggers zo aan?

Ball: 'Afhankelijk van het type belegger kunnen de redenen daarvoor verschillen. De belangrijkste is waarschijnlijk de huidige lage yield bij de meeste publiek verhandelbare obligaties, waardoor beleggers op zoek gaan naar alternatieven. Verzekeraars zijn bijvoorbeeld langzaam staatsobligaties aan het omzetten naar private leningen met vergelijkbare ratings, maar met hogere yields. Daarnaast biedt infrastructuur debt diversificatie-effecten, omdat het relatief ongecorrleerde rendementen heeft met andere beleggingscategorieën, ook met de meeste standaardobligatiecategorieën. Verder kunnen bepaalde typen langlopende infrastructuurle leningen helpen bij de duration matching, ofwel het vullen van de duration gap. Sommige institutionele beleggers kunnen ook kapitaalsverlichting krijgen voor Solvency II, soms zelfs tot 30% als de leningen aan bepaalde criteria voldoen.'

Vyas: 'Er zitten nu interessante verschillen tussen de risico-rendementsprofielen van 'gewone' bedrijfsobligaties en infrastructuur debt. Voor dezelfde ratings krijgt de belegger een vergelijkbaar rendement bij beide categorieën, maar de risico's, bijvoorbeeld op faillissement, zijn bij infrastructuur debt lager. Ook het terugwinpercentage van het geïnvesteerde vermogen na een faillissement is bij infrastructuur debt hoger. Dit komt omdat infrastructuur debt betrekking heeft op maatschappelijk essentiële activiteiten, met strenge overheidsregulering of monopolies. Steeds meer beleggers denken er nu over na om een deel van de bedrijfsobligatieportefeuille in te ruilen voor infrastructuur debt om zo het totale risico-rendementsprofiel van de portefeuille te verbeteren. Soms wordt tegengeworpen dat volgens de efficiënte markttheorie een beter risico-rendementsprofiel niet mogelijk is, maar wij geloven dat niet alle beleggingscategorieën op ieder moment altijd 100% efficiënt zijn. Voor infrastructuur debt geldt in het bijzonder dat de methodiek die ratingbureaus gebruiken nog niet zo goed ontwikkeld is als die voor bedrijfsobligaties. Vaak worden de individuele risico's niet goed meegewogen. Even kort door de bocht: een BBB-bedrijfsobligatie heeft meer risico dan een BBB-infraobligatie.'

Albanese: 'Wat beleggers ook aanspreekt, zijn de stabiele en goed voorspelbare kasstromen, zeker wat betreft infrastructure debt. Dit kan aantrekkelijk zijn voor verzekeraars vanwege de gunstige classificering onder Solvency II. In landen als Nederland en Denemarken is infrastructure debt ook interessant voor pensioenfondsen vanwege het gunstige kapitaalbeslag ten opzichte van de yield.'

Deloffre: 'In Nederland is het toezichtskader ook gunstig ten aanzien van real estate debt voor de woningmarkt. In het algemeen staan de politiek en het toezicht in de westerse wereld positief tegenover initiatieven in diverse private leningenmarkten om het financieringsgat dat ontstaat doordat banken zich terugtrekken op te vullen. Het is verder positief dat deze markten schaalbaar zijn. Er kunnen desgewenst grote volumes belegd worden, wat voor institutionele beleggers belangrijk is.'

Waarom noemen jullie de ook veel geopperde illiquiditeits- of complexiteitspremies niet als voordelen?

Vyas: 'Hierover zijn de meningen verdeeld. In theorie moet er inderdaad een voordeel zijn als beleggers zich bewegen van de publieke naar de private markt. Echter, op macroniveau is het lastig de leningen onderling goed met elkaar te vergelijken. In de publieke markt zijn eigenlijk alleen de goede debiteuren, zoals grote solvabele bedrijven of overheden, in staat lange leningen uit te geven. Het universum van publieke, lange leningen, waar we de resultaten van infrastructure debt mee moeten vergelijken, is dus klein. Het is daarom lastig om 'like-for-like' illiquiditeitspremies vast te stellen. Op microniveau is het wél mogelijk om bijvoorbeeld een private lening, gecorrigeerd voor kredietwaardigheid en looptijd, te vergelijken met een publieke lening, en dan zou er een premie moeten zijn voor de private lening. In de praktijk is die er meestal wel. Maar het gaat dus om 'case-by-case'-analyses en niet om publiekelijk bekende macrodata.'

Deloffre: 'In theorie is er natuurlijk een illiquiditeitspremie, hoewel het inderdaad lastig is die precies vast te stellen. Ik denk dat beleggers de private debt markten betreden vanwege de eerder

genoemde karakteristieken. Voor real estate private debt komt daar nog bij dat deze markt viermaal groter is dan de publieke real estate debt markt, hetgeen ook veel mogelijkheden biedt.'

Hoe kunnen beleggers het beste deze markt betreden, via een fonds of via een mandaat?

Vyas: 'Beide. Het gaat om wat de belegger wil en welke oplossing daar het beste bij past. Een grote belegger met een duidelijke visie en specifieke eisen kan het beste kiezen voor een mandaat. Voor kleinere beleggers met minder specifieke eisen kan een fonds dat meteen goed gespreid is beter zijn.'

Albanese: 'Eens, maar voor de hand liggende oplossingen hoeven niet altijd te werken. Bij mandaten zijn er regelmatig zoveel specifieke eisen dat er eigenlijk geen sprake meer is van discretionair beheer. Dit kan leiden tot een traag besluitvormingsproces, waardoor uiteindelijk maar weinig deals worden gesloten. Een fonds heeft als voordeel dat er een duidelijk mandaat is waar de beheerder op kan acteren, waardoor er een effectievere structuur is om resultaten te leveren.'

Deloffre: 'In de vastgoedmarkt zien we soms semi-open end fondsen, waartoe ook particuliere beleggers toetreden. Dit kan complicaties geven. Educatie is belangrijk. Hoe meer kennis en ervaring de belegger heeft, hoe beter de gekozen oplossing doorgaans aansluit.'

Ball: 'Fondsen hebben als voordeel dat ze sneller en betere diversificatie kunnen bereiken. Verder is het gemakkelijker om gelijkgeschakelde belangen te creëren tussen de beheerder en de belegger, bijvoorbeeld als de beheerder mee investeert. Dat is lastiger te realiseren als de belegger een nader gespecificeerd mandaat formuleert volgens zijn eigen eisen. Het is verder ook lastig als grote beleggers in hun mandaten specifieke opt-in of opt-out regelingen vragen. Dan weet de beheerder niet altijd hoeveel commitment hij heeft richting bedrijven met financieringsbehoeften.'

> **Philippe Deloffre** is sinds maart 2017 Hoofd van het Real Estate Debt team bij BNP Paribas Asset Management. Daarvoor bekleedde hij functies bij ACOFI, CB Richard Ellis (Head of Debt Advisory for France), Commerzbank en ABN Amro (Structured Finance). Deloffre heeft een Masters in Corporate Finance van EM Lyon Business School en studeerde Business Law aan de Universit  Jean Moulin (Lyon III).





> **Sundeep Vyas** is Managing Director, Deputy Chief Investment Officer voor Infrastructure Europe, Alternatives en Real Assets bij Deutsche Asset Management in Londen. In 2005 is hij in dienst getreden bij Deutsche AM met zeven jaar sectorervaring. Eerder werkte Vyas voor het Citigroup Investment Banking's Infrastructure advisory team. Daarvoor was hij Senior Ratings Analyst bij Standard & Poor's en Deputy Manager voor EXIM Bank of India. Hij heeft een BE in Civil Engineering van de Universiteit van Delhi en een Post-Graduate Degree in Management & Finance van het Indian Institute of Management, Bangalore (IIM-B). Daarnaast heeft hij een MBA van INSEAD, Frankrijk.

De gelijkgeschakelde belangen tussen beheerders en beleggers werden zojuist benoemd. Is dit een issue?

Vyas: 'Gelijkgeschakelde belangen zijn inderdaad een belangrijk issue. Bij infrastructure en real estate equity zien we vaak performance fees als middel om die gelijkgeschakelde belangen te realiseren. Logisch, want bij aandelen draait het vooral om het rendement. Bij infrastructure en real estate debt gaat het meer om de stabiliteit, bijvoorbeeld dat er in het team genoeg kennis en kunde voor de lange termijn 'gegarandeerd' kan worden.'

Albanese: 'Eens, in ons eerste infrastructure debt fonds hadden we een performance fee, maar die hebben we laten vallen voor het huidige fonds. Het past minder bij het langetermijnkarakter van deze beleggingscategorie. Beleggers zoeken hier naar andere zaken, zoals compliance met Solvency-regelgeving, actief risicomanagement en teamstabiliteit.'

Ball: 'Ons moederbedrijf, de verzekeraar, investeert meestal mee, hetgeen betekent dat we geïmmiteerd zijn om goede prestaties neer te zetten.'

Vyas: 'Wij zijn onafhankelijk en focussen ons puur op de vermogens die onze klanten in mandaten en fondsen hebben ondergebracht. We hebben wel een bank in de groep, maar die behandelen we net als iedere andere bank.'

Deloffre: 'Onafhankelijkheid is inderdaad erg belangrijk. De focus moet op de klanten liggen en er moeten geen specifieke belangen van een grote investeerder, bijvoorbeeld de moedermaatschappij, gediend worden. Onze moeder kan ook financieringsdeals tot stand brengen. Het is gemakkelijk daar op aan te haken. Maar dat is niet de bedoeling: iedere deal, waar die ook vandaan komt, moet alleen met de belangen van de beleggende klanten in het achterhoofd worden beoordeeld.'

Hoe groot is de markt en welke delen van de markt groeien het snelst?

Albanese: 'Er zijn niet veel publieke data beschikbaar. Onze schatting is dat jaarlijks zo'n € 200 miljard aan infrastructure debt transacties plaatsvindt, waarvan het institutionele segment nog steeds niet groter is dan 10%. Echter, het institutionele segment kan nog sterk groeien, omdat banken hun exposure verminderen vanwege Basel III regelgeving terwijl steeds meer verzekeraars en pensioenfondsen hun allocaties naar de beleggingscategorie verhogen.'

Ball: 'Een precies getal is lastig te geven. De markten groeien inderdaad wereldwijd, maar niet alles is even interessant voor onze beleggers. Er zijn grote regionale verschillen. Wij beleggen ongeveer 60% in euro's, 25% in dollars en de rest in sterling. De Australische markt heeft eigenlijk alleen maar korte looptijden. Hier is niets te doen voor durationgedreven beleggers. Ook Canada is lastig; de valuta is niet stabiel en er moet lokale presentie zijn.'

Deloffre: 'Voor vastgoed moet een onderscheid gemaakt worden tussen het VK en het continent. Het VK is relatief groot en liquide. De herfinancieringsmarkt in Europa is ongeveer € 116 miljard per jaar, een grote en diepe markt dus. Hiervan is het private leningendeel relatief groeiend.'

Zijn er obstakels die de markten kunnen beletten te groeien?

Ball: 'Er zijn op private markten altijd fricties tussen vraag en aanbod van kapitaal. Op dit moment is er meer vraag dan aanbod. Hoe pijplijnen zich ontwikkelen hangt ook van regelgeving en belastingincentives af en deze kunnen van land tot land verschillen. Ook de lage yields kunnen een obstakel vormen, in de zin dat bedrijven zich willen herfinancieren. Een andere uitdaging is het brengen van Amerikaanse beleggers naar Europa en vice versa. Regelgeving kan hier in de weg staan. Verdere groei van de opkomende markten kan ook interessant zijn.'

Albanese: 'Het is positief dat er veel educatie plaatsvindt over deze beleggingscategorieën. Hoe meer kennis bij de aanbieders en vragers van kapitaal alsmede bij de

toezichhouders en regelgevers aanwezig is, hoe meer potentie de markt heeft om door te groeien. Wat ook positief is, is dat deze beleggingscategorieën zich goed lenen voor duurzaam beleggen. Wij moeten onze fondsen nu inrichten volgens de best practice op het gebied van ESG.'

Vyas: 'De middellangetermijntrends zijn positief. Banken trekken zich, zoals gezegd, terug en dit gat moet opgevuld worden. Op deelmarkten zullen er echter altijd uitdagingen zijn en markten gaan altijd op en neer. Maar in zijn geheel is de markt groot en groeiende. Soms wordt gezegd dat de grote instroom de yields te veel naar beneden heeft gebracht en de vraag is dan: 'Wat als er nog meer beleggers de markt instappen?'. Die angst is ongegrond, door de disintermediatie moeten juist meer beleggers instappen.'

Deloffre: 'Voor real estate debt zie ik weinig obstakels. Bovendien zijn zowel de infrastructuur als de real estate markten nu beter toegerust voor een eventuele nieuwe crisis. Er zit duidelijk minder leverage in het systeem en de kredietwaardigheid van de meeste aanbieders is goed. Tevens zijn beleggers er beducht voor om – ondanks het feit dat de competitie om deals groeit – de teugels in de contractvoorwaarden te veel te laten vieren.'

Wat raden jullie beleggers nu aan: junior/mezzanine, lange of korte looptijden, large- of small-caps, globaal of lokaal?

Ball: 'Dat hangt af van het risicoprofiel en de wensen van de klant. We runnen twee strategieën, waaronder een defensievere Core-strategie met de eerder genoemde valutaverdeling, lange looptijden, investment grade. Hier mikken we op yields tussen de 150 tot 250 basispunten boven Euribor. In dollars meer, omdat daar de basisrente en spreads

iets hoger zijn. Daarnaast hebben we een offensievere Core Plus-strategie waarbij we ook in non-investment grade of zelfs opkomende markten beleggen, met hogere yields, zo tussen de 250 en 400 basispunten boven de basisrente. Er bestaat interesse voor beide strategieën.'

Vyas: 'De twee belangrijkste dimensies zijn: investment versus non-investment grade en wereldwijd versus lokaal. Binnen de vier kwadranten zijn er verschillende strategieën mogelijk, afhankelijk van de eisen en wensen van de belegger. Het hele vastrentende universum heeft natuurlijk historisch lage niveaus bereikt. Beleggers moeten zich goed afvragen welke yield ze willen en welke risico's daarbij horen. Als een belegger 4% rendement wil, dan gaat dat niet lukken met investment grade in euro's. Dan zeggen we eerlijk: 'Kijk naar non-investment grade of andere valuta's'.'

Albanese: 'Onze strategie richt zich op het zogeheten 'crossover'-segment in Europa waar wij middelgrote, niet-genoteerde projecten zonder credit rating identificeren die een uitgebreide kredietanalyse en structuring vereisen, maar waar een spread van ongeveer 350 basispunten boven de basisrente tegenoverstaat. Het resultaat van dit proces is een gediversifieerde, investment-grade infrastructuur debt portefeuille.'

Deloffre: 'De real estate debt markt is een erg competitieve markt. Dat drijft de yields naar beneden, al zijn er verschillen per land in Europa. In landen als Spanje en Italië is nog een premie te vinden, in Duitsland niet meer. De vraag of er belegd moet worden in risicovollere sectoren als junior, mezzanine of small-caps kan alleen goed worden beantwoord als we weten waar we in de cyclus zitten. Eerlijk gezegd zitten we nu eerder aan het eind van de opgaande cyclus dan aan het begin. We gaan steeds meer voor de senioren leningen, met een focus op sectoren of landen die een bepaalde waarde toevoegen.'

CONCLUSIE

Infrastructuur en real estate debt bieden institutionele beleggers diverse voordelen, zoals positieve diversificatie-effecten, stabiele kasstromen en betere yields voor ratings die vergelijkbaar zijn met die van publieke obligaties. Steeds meer beleggers switchen een gedeelte van hun 'normale' obligatieallocatie naar deze beleggingscategorieën. Diverse beleggers hebben die verschuiving nog niet gedaan, maar bestuderen nu wel de mogelijkheden. De markt kan potentieel nog sterk groeien. Naar schatting vindt er momenteel per jaar € 200 miljard aan infrastructuur debt transacties plaats, waarvan nog slechts 10% voor rekening komt van institutionele beleggers. De herfinancieringsmarkt voor real estate debt in alleen continentaal Europa is ongeveer

€ 116 miljard per jaar. Hiervan is het private leningendeel eveneens relatief klein. Maar banken trekken zich terug en institutionele beleggers kunnen het financieringsgat opvullen. Ook in deze obligatiemarkten staan de yields nu laag. Maar dat moet geen reden zijn om niet in te stappen. De angst dat yields nog lager worden als meer beleggers toestromen, is ongegrond. Door de disintermediatie moeten juist nog meer beleggers instappen. Afhankelijk van het gewenste risicoprofiel liggen de yields nu op 150 - 250 basispunten boven de basisrente voor de meer senioren leningen. Schuiven we naar de crossover- of sub-investment grade segmenten, dan liggen de yields tussen de 250 - 450 basispunten boven de basisrente.