



Infrastructuur

WHITEPAPER

Kempen

APRIL 2018

Inhoud

Inleiding	3
Wat is infrastructuur?	5
Kan infrastructuur voor sommige beleggers een interessante beleggingscategorie vormen?	10
Historisch rendement	12
Risico's	15
Hoe kan je beleggen in infrastructuur?	19
Verantwoord beleggen	24
Conclusie	26
Literatuurlijst	27

Kempen Private Infrastructuur

Heeft u vragen of wilt u meer weten over beleggen in infrastructuur bij Kempen? Stuur ons dan een e-mail of ga naar www.kempen.nl



RICHARD JACOBS
Richard.Jacobs@Kempen.nl



MARVIN DE JONG
Marvin.dejong@Kempen.nl



WOUTER VAN DER STEE
Wouter.vanderstee@Kempen.nl

Inleiding

Infrastructuur bestaat uit alle faciliteiten die cruciaal zijn voor het goed functioneren van de economie en samenleving. Denk aan tolwegen, vliegvelden, havens, maar ook aan drinkwatersystemen, elektriciteitscentrales en windmolenparken. Dit maakt infrastructuur tot een zeer uiteenlopende beleggingscategorie. In vergelijking met bijvoorbeeld beursgenoteerde aandelenbeleggingen, gaat het bovendien om een relatief defensieve beleggingscategorie. Dit komt door de waardevastheid van infrastructuurobjecten en het essentiële karakter van de daarmee samenhangende diensten.

Na de financiële crisis van 2008/2009 is in veel landen te weinig geïnvesteerd in infrastructuur vanwege de vele bezuinigingen door overheden. Die proberen nu een inhaalslag te maken. Volgens McKinsey¹ werd er in 2016 wereldwijd circa USD 2.500 miljard geïnvesteerd in transport, elektriciteit, water en telecomnetwerken. Volgens dit onderzoek is er jaarlijks echter USD 3.300 miljard aan investeringen nodig om de kwaliteit van wegen, installaties en netwerken in stand te houden. Door dit investeringstekort bestaat het gevaar dat burgers en bedrijven onvoldoende toegang houden of krijgen tot essentiële en hoogwaardige infrastructuurdiensten. Dat heeft dan mogelijk gevolgen voor de toekomstige economische groei en de leefbaarheid van de maatschappij. Beelden van vastlopende wegen, ontoegankelijke bruggen en viaducten, niet functionerende schoolgebouwen en vervuild water zullen steeds vaker te zien zijn, ook in de meest ontwikkelde economieën.

Door de bevolkingstoename, de groeiende middenklasse en de verstedelijking neemt de druk op nieuwe investeringen in infrastructuur naar onze verwachting verder toe. Daarbij komt nog de transitie van traditionele energiebronnen naar duurzame energie om klimaatverandering tegen te gaan. Verder zien we een exponentieel groeiende digitalisering door allerlei innovatieve ontwikkelingen. Al met al ontstaat zo een beeld van de hoeveelheid kapitaal die nodig is om al deze investeringen te financieren. De gigantische ontwikkelingen op gebieden als mobiliteit, energie en datagebruik, creëren langetermijnkansen voor private beleggers. Dit omdat er veel privaat kapitaal op lange termijn nodig zal zijn, waarop mogelijk een interessant rendement haalbaar is.

Door de specifieke beleggingskarakteristieken van infrastructuur heeft deze beleggingscategorie bij veel grote institutionele beleggers inmiddels een vaste plaats in de portefeuille gekregen². Tegenover de voordelen staan echter ook nadelen en aandachtspunten, zoals hieronder samengevat. In dit white paper zullen we de voor- en nadelen en aandachtspunten verder uitdiepen.

¹ *Bridging Global Infrastructure Gaps, McKinsey Global Institute, juni 2016*

² *Pension Fund Investment in Infrastructure: Lessons from Australia and Canada, George Inderst, Rotman International Journal of Pension Management, Volume 7, Spring 2014*

VOORDELEN**NADELEN**

- | VOORDELEN | NADELEN |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| - Historisch aantrekkelijk rendement met een stabiele kasstroom (cash yield) ³ . | - Zeer beperkte liquiditeit door het langetermijn-karakter van niet-beursgenoteerde beleggingen. |
| - Mogelijke bescherming tegen toekomstige inflatie, omdat de onderliggende, langdurige contracten vaak inflatie-geïndexeerd zijn, dan wel indirect een link met inflatie hebben. | - Hogere kosten in vergelijking met meer traditionele beleggingscategorieën, zoals beursgenoteerde aandelen of vastgoed. |
| - Mogelijkheid om concreet invulling te geven aan duurzaam beleggen. Denk bijvoorbeeld aan beleggingen in windmolenparken. | - Niet alle infrastructuurbeleggingen zijn volledig of vanuit alle aspecten duurzaam. Dit dient meetbaar en inzichtelijk gemaakt te worden. |
| - Mogelijk aantrekkelijke aanvulling voor bestaande traditionele beleggingsportefeuilles, met name vanwege de alternatieve rendementsbron en het langetermijn-karakter van de kasstromen. | - Niet voor alle beleggers geschikt, vanwege de complexiteit of de minimaal benodigde omvang om in te kunnen stappen. |

Net als bij vastgoed is beleggen in infrastructuur zowel direct, als indirect via fondsen mogelijk. Om direct te kunnen participeren in individuele infrastructuurobjecten, heb je als belegger veel kapitaal nodig (enkel in deze categorie minimaal honderden miljoenen euro's aan belegbaar vermogen) en een gespecialiseerd en toegewijd team dat deze objecten in beeld kan brengen (sourcing) en beheren (asset management). Dit is uitsluitend weggelegd voor de allergrootste pensioenfondsen en sovereign wealth funds (internationale staatsfondsen).

Onze ervaring is dat de meeste beleggers ervoor kiezen om via gespecialiseerde beleggingsfondsen in infrastructuur te beleggen. Deze fondsen beleggen op hun beurt in individuele infrastructuurobjecten. Hierbij bestaat onderscheid tussen fondsen die in beursgenoteerde bedrijven beleggen en fondsen die in niet-beursgenoteerde infrastructuurobjecten beleggen. Wij richten ons in dit white paper op niet-beursgenoteerde infrastructuur.

³ De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst.

Wat is infrastructuur?

Definitie van de vermogenscategorie Infrastructuur

Infrastructuur kan het beste worden omschreven als een reële vermogenscategorie. Deze kenmerkt zich door de heterogene, tastbare ‘harde’ objecten, die essentieel zijn voor het functioneren van de economie en/of maatschappij.

De vraag naar infrastructuur is over het algemeen inelastisch. Dit komt door het essentiële karakter van de “diensten” die infrastructuurobjecten bieden, waardoor veranderingen in de economische cyclus een beperkter effect hebben dan bij andere categorieën. Bovendien hebben infrastructuurobjecten vaak een natuurlijke monopolie- of oligopoliepositie, vanwege de hoge toetredingsbarrières (zoals hoge initiële kapitaalvereisten en locatie), wat zorgt voor beperktere (dreiging van) concurrentie. Regulering kan deze positie nog eens versterken. Een voorbeeld daarvan is de sterk gereguleerde infrastructuur binnen de nutsbedrijvensector.

Infrastructuur kenmerkt zich verder door langetermijncontracten⁴ met betrouwbare tegenpartijen die gebruik maken van de betreffende objecten. Daarnaast hebben infrastructuurobjecten een lange levensduur. Samen met de langlopende contracten zorgt dit voor meer voorspelbaarheid en/of zekerheid over de toekomstige kasstromen. Vaak is er een inflatiecomponent opgenomen in de contracten of de concessies, die zorgt voor (gedeeltelijke) bescherming tegen toekomstige inflatiestijgingen.

⁴ Deze contracten variëren in looptijd van 10 jaar tot soms zelfs 99 jaar, zoals in het geval van Eurotunnel. Een looptijd van 99 jaar is echter meer uitzondering dan regel.

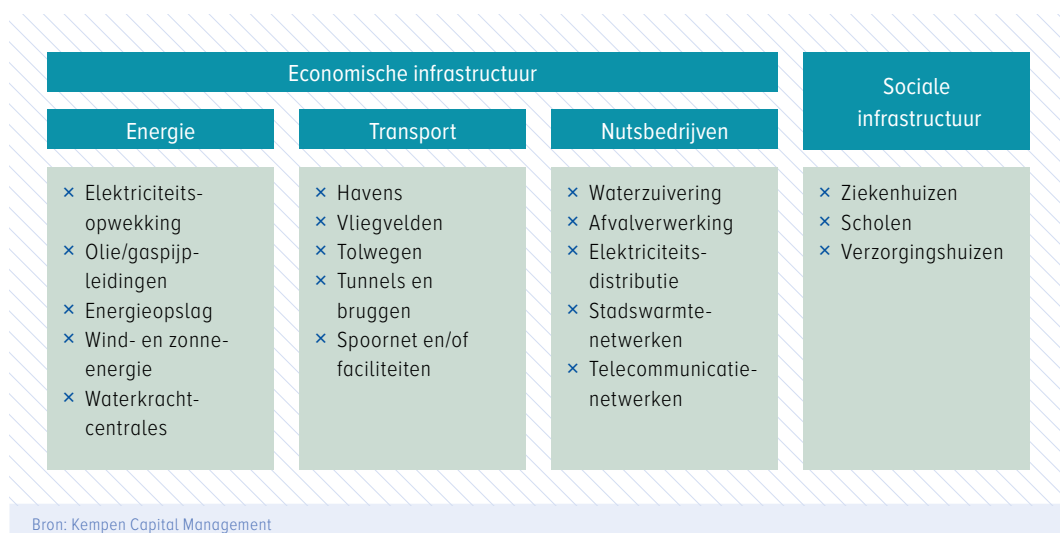
Indeling van infrastructuurbeleggingen

Infrastructuurbeleggingen zijn in te delen naar sector, risicoprofiel en bescherming van inkomsten. Hieronder lichten we dat nader toe.

Sectoren

Infrastructuur is onder te verdelen in economische- en sociale infrastructuur. *Economische infrastructuur* heeft betrekking op objecten die de reguliere economie faciliteren. Deze objecten zijn verder onder te verdelen in energie-infrastructuur, transport en nutsbedrijven. Soms worden communicatieobjecten (satellieten, tv-masten, internetkabelnetwerken etc.) binnen economische infrastructuur als aparte categorie aangemerkt. Met *sociale infrastructuur* doelen we op publieke of maatschappelijke gebouwen, zoals scholen, gevangenissen en ziekenhuizen⁵. Over het algemeen is het rendementspotentieel van economische infrastructuur hoger dan dat van sociale infrastructuur, omdat ook het risicoprofiel hoger is. De onderstaande figuur toont de verdeling van het infrastructuuruniversum.

FIGUUR 1 Verdeling van het infrastructuuruniversum

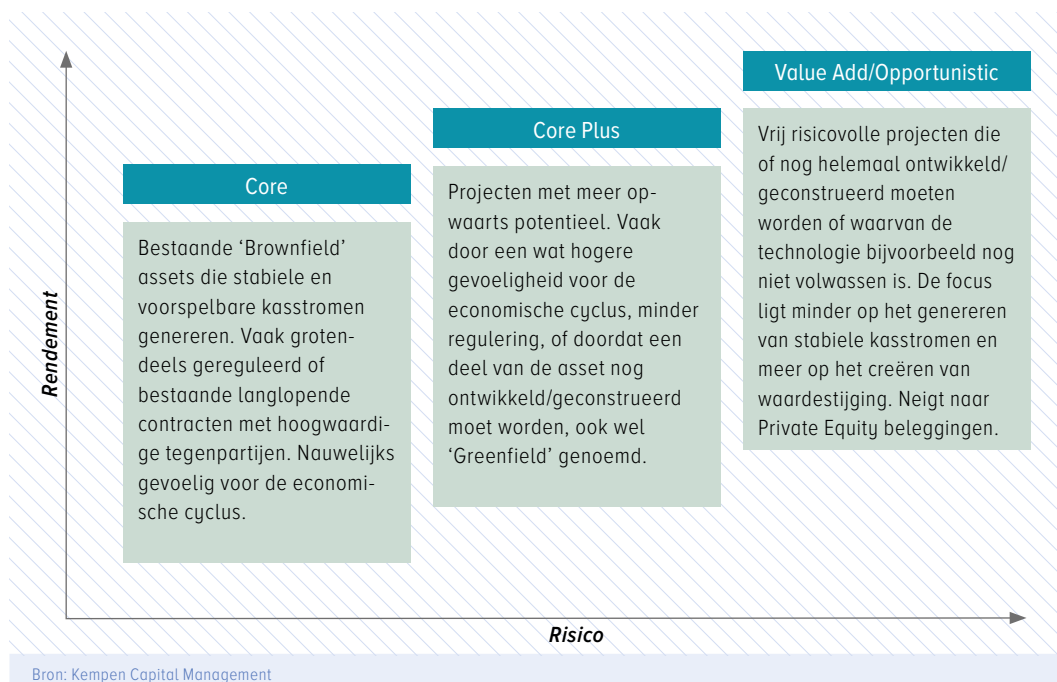


5 Het verschil met niet-genoteerd vastgoed is dat het bij sociale infrastructuur gaat om essentiële gebouwen met een publieke functie, waarvoor een langetermijncontract bestaat met een overheidsinstelling die de toekomstige kasstromen op lange termijn garandeert.

Risicoprofielen

Investerings in infrastructuur zijn doorgaans in te delen in drie verschillende risicosegmenten: 'Core', 'Core-plus' en 'Value Add'/'Opportunistic'.

FIGUUR 2 Infrastructuur Risicosegmenten



1. Core-infrastructuurobjecten zijn bestaande, volledig operationele objecten die de meest pure infrastructuurkenmerken vertonen. Een voorbeeld hiervan is een geprivatiseerd drinkwaterbedrijf. Core-infrastructuurobjecten hebben vaak een monopoliepositie, kennen een inelastische vraag, kenmerken zich door langetermijncontracten met betrouwbare tegenpartijen (zoals semioverheidsinstellingen) en/of zijn volledig gereguleerd. Hierdoor hebben deze objecten vaste en voorspelbare kasstromen, wat leidt tot een relatief laag risicoprofiel. Dit soort bestaande, operationele objecten heet ook wel 'Brownfield'-infrastructuurobjecten.
2. Core Plus-infrastructuurobjecten kennen eveneens een grote zekerheid qua kasstromen, maar kunnen iets meer risico omvatten en zijn gevoeliger voor de economische cyclus dan pure Core-objecten. Core Plus-objecten kunnen bovendien deels ongereguleerd zijn. Voorbeelden zijn vliegvelden, waarbij de landingsrechten weliswaar gereguleerd zijn, maar de kasstromen ook afhankelijk zijn van het aantal vliegtuigen dat landt. Bovendien is een deel van de opbrengsten van een vliegveld ongereguleerd, zoals winkelhuur en de opbrengsten uit parkeergelden. De economische groei in het gebied waarin vliegvelden liggen, beïnvloedt daardoor hun kasstromen.

Core Plus kan ook 'Greenfield'-objecten omvatten. Dit zijn infrastructuurobjecten met een constructierisico. Veelal is er geen ontwikkelingsrisico (vergunningen zijn reeds ontvangen) en is het risico op vertragingen en kostenbudgetoverschrijdingen doorgaans contractueel neergelegd bij commerciële bouwbedrijven. Wanneer de constructiefase succesvol is afgerond en de objecten volledig operationeel zijn en een stabiele

kasstroom genereren, krijgen ze een lager risicoprofiel en kunnen ze migreren naar de Core-categorie. Een voorbeeld is de bouw van een nieuw windmolenpark, waarvoor de vergunning al is afgegeven en waarvoor al duidelijk is wie de stroom gaat afnemen en tegen welke prijs, zodra het park operationeel is. Binnen Core Plus kan slechts een beperkt gedeelte in 'Greenfield' worden belegd, dit om het risico te beheersen.

3. Het derde segment binnen infrastructuur bestaat uit Value Add/Oppportunistic-strategieën. De objecten binnen deze categorie hebben meer risico en een hoger opwaarts potentieel. De focus ligt vooral op groei en waardeverhoging van de onderliggende objecten en minder op stabiele inkomsten. De objecten zijn vaak gesitueerd in ongeregelde markten en zijn meer afhankelijk van economische groei. Ook kan er binnen dit segment substantieel meer in 'Greenfield' worden geïnvesteerd. Een voorbeeld van een opportunistische infrastructuurinvestering met een hoog risicoprofiel, is een investering in een commercieel bedrijf dat een nieuwe technologie ontwikkelt voor de efficiënte opslag van (hernieuwbare) energie. Ook zien we in dit segment investeringen in traditionele Amerikaanse energieprojecten, bijvoorbeeld gericht op olie- of gaswinning en/of de opwekking van elektriciteit. Bij dit soort projecten is onder meer een volumerisico en grondstoffenprijsrisico aanwezig en/of is er een directe afhankelijkheid van de hoogte van de elektriciteitsprijs. Deze projecten hebben veel raakvlakken met de vermogenscategorie Private Equity.

Het is belangrijk om te beseffen dat twee dezelfde type objecten uit dezelfde sector in verschillende risicogroepen kunnen vallen. Zo kan een operationele 'Brownfield'-tolweg zowel in het Core- als Core Plus-risicosegment vallen. Uiteindelijk gaat het erom hoe het omzetprofiel van de tolweg is gestructureerd. Ontvangt de eigenaar van de tolweg op concessiebasis een compensatie die bestaat uit een vast geïndexeerd jaarlijks bedrag voor het (in goede staat) beschikbaar houden van de weg? Dan classificeren we dit object als Core. Zijn de opbrengsten afhankelijk van het (al dan niet redelijk voorspelbare) verkeersvolume dat de weg tijdens het jaar gebruikt en dat daarvoor tol betaalt, dan is er een directe relatie met de economische cyclus. In dat geval classificeren we de tolweg als Core Plus. Zijn er nog geen data beschikbaar voor het verkeersvolume, omdat het gaat om de aanleg van een nieuwe weg of nieuw traject? Dan classificeren we de tolweg als Value Add.

Bescherming van inkomsten

De risico/rendementskarakteristieken van infrastructuur als vermogenscategorie hangen voor een belangrijk deel samen met het beschermingsniveau van de onderliggende objecten, waardoor toetredingsbarrières bestaan.

Er zijn qua beschermingsniveau verschillende varianten:

- × Onder een **volledig gereguleerd model**, zoals bij waterzuiveringsbedrijven, rioleringsystemen en elektriciteitsdistributie (let op: niet elektriciteitsopwekking), bepaalt de toezichthouder in sterke mate het rendement van objecten. Bij waterbedrijven uit het Verenigd Koninkrijk is dit bijvoorbeeld de Ofwat. Het tarief, of de vergoeding, ligt vast in langdurige concessieovereenkomsten. Het tarief zelf is op vaste tijdstippen (meestal in cycli van vijf of acht jaar) onderhevig aan herziening.
- × Onder een **gedeeltelijk gereguleerd model** is het voor infrastructuurmanagers toegestaan om onafhankelijk van interventie door de regelgever te opereren. Dit onder de voorwaarde dat de eigenaar van de objecten geen misbruik maakt van zijn concurrentiepositie door excessieve tarieven te rekenen. Voorbeelden zijn tolwegen of luchthavens.

- × **Niet-gereguleerde** infrastructuurobjecten zijn gesitueerd in omgevingen waarin ze niet zijn onderworpen aan regelgeving. Hier zijn het de marktkrachten die de rendementen bepalen, in plaats van de toezichthouder. In grote delen van de wereld is dit de grootste component. Er bestaat onderscheid tussen gecontracteerde objecten en niet-gecontracteerde objecten. Aanbieders van energie of mobiele data sluiten langlopende contracten af met kredietwaardige, commerciële tegenpartijen, die niet langer afhankelijk willen zijn van de traditionele nutsbedrijven. We zien ook vaak transitie van markten en objecten die van gereguleerd naar gecontracteerd bewegen, of andersom. In de Europese windenergiemarkt zien we door de schaalvergroting dat regelgeving en subsidie een steeds kleinere rol spelen. Windenergie kan tegenwoordig bijna volledig op eigen benen staan. De operators van windmolenparken staan echter nog steeds het liefst niet bloot aan een beweeglijke windenergieprijs. Hierdoor kiezen ze voor contracten met afnemers als McDonald's of Google, die voor een betrouwbare en duurzame energievoorziening een vast bedrag per jaar willen betalen.

Wat is in onze ogen géén infrastructuur?

Om iets te kunnen classificeren als infrastructuur moet er sprake zijn van fysieke objecten die een essentiële rol vervullen in het (laten) functioneren van de economie of maatschappij. Wat wij bijvoorbeeld niet als infrastructuur zien, zijn telecombedrijven. Dit zijn commerciële bedrijven die streven naar winstmaximalisatie: ze ondervinden veel concurrentie en zijn sterk gevoelig voor de economische cyclus. Telecombedrijven gebruiken echter essentiële infrastructuurnetwerken, zoals zendmasten, die we wel als infrastructuur aanmerken. Om nog een voorbeeld te geven: vliegvelden classificeren we wél als infrastructuur (gereguleerd, gedeeltelijke monopoliepositie, redelijk stabiele inkomsten), maar luchtvaartmaatschappijen (ongereguleerd, cyclische inkomsten, risicovol) niet. Andere voorbeelden zijn skiliften of voetbalstadions. Deze objecten beschouwen wij niet als infrastructuur.

Voor wie is infrastructuur een interessante beleggingscategorie?

Infrastructuur kan een aantrekkelijk alternatief bieden voor beleggers die worstelen om hun rendementsdoelstellingen voor de lange termijn te verwezenlijken, hun huidige vermogen in stand te houden, deel te nemen aan een groeiende economie en/of zich willen beschermen tegen potentieel stijgende inflatie. Infrastructuur is echter een illiquide beleggingscategorie en is daarom niet voor alle beleggers geschikt. Steeds meer beleggers lijken de aantrekkelijke kenmerken van infrastructuur niettemin te herkennen, zoals blijkt uit de recente trends in institutionele allocaties en fondsenwervende (*fundraising*) activiteiten⁶. Wij zijn ervan overtuigd dat infrastructuur als vermogenscategorie een steeds prominentere rol zal gaan spelen in de portefeuilles van professionele beleggers.

Niet alleen het aanbod van kapitaal, maar ook het aanbod van infrastructuurobjecten waarin belegging mogelijk is, zal de komende jaren gaan toenemen⁷. Het aanbod zal naar onze verwachting zowel bestaan uit “Brownfield”-objecten (operationeel) als “Greenfield”-objecten (ontwikkeling en constructie). Naar verwachting zullen tal van nieuwe, zeer kapitaalintensieve infrastructuurprojecten in de komende tien jaar het daglicht zien⁸. Daarnaast zullen regeringen, regionale overheden en grote nutsbedrijven proberen om bestaande infrastructuur van hun balans te halen dan wel te privatiseren, om zo kapitaal vrij te maken voor nieuwe projecten.

Volgens gegevens van dataprovider Preqin bedraagt het beheerde vermogen in private infrastructuur circa USD 418 miljard per medio 2017⁹. USD 150 miljard hiervan is *dry powder*, ofwel kapitaal dat klaar staat om geïnvesteed te worden. Dit is ruim een verdubbeling ten opzichte van de USD 73 miljard *dry powder* in 2012¹⁰. Ondanks deze sterke groei van beschikbaar privaat kapitaal in de afgelopen jaren, lijkt het beschikbare vermogen per saldo niet genoeg voor de benodigde investeringen. Om internationale handel, populatiegroei, energietransitie, urbanisatie en andere mogelijke sociale ontwikkelingen te ondersteunen, is volgens het OESO-rapport “Infrastructure to 2030” in totaal ongeveer USD 53.000 miljard nodig aan infrastructuurinveste-

6 Preqin (2017). *Global Infrastructure Report*

7 *Bridging Global Infrastructure Gaps*, McKinsey Global Institute, juni 2016

8 *Bridging Global Infrastructure Gaps*, McKinsey Global Institute, juni 2016

9 Preqin (2018). *Preqin Special Report: Infrastructure Fund Manager Outlook H1 2018*

10 Preqin (2017). *Quarterly Update Infrastructure Q3*

ringen, voor de periode tussen 2010 en 2030¹¹. Dit is een veelvoud van het kapitaal dat momenteel beschikbaar is voor infrastructuurinvesteringen. Deze verhouding tussen beschikbaar en benodigd kapitaal is naar onze mening gunstig voor kapitaalverschaffers, ofwel beleggers, in deze categorie. Om dit kapitaal aan het werk te zetten zullen er telkens nieuwe initiatieven - zoals het infrastructuurplan van Donald Trump in de VS of het Chinese initiatief “One belt, one road” - moeten komen en zal de publieke en politieke wil moeten blijven bestaan om privaat kapitaal toe te laten in publieke projecten.

Een andere reden voor de sterke opkomst van infrastructuur als beleggingscategorie in de afgelopen jaren is het mogelijke diversificatievoordeel, dankzij een beperkte correlatie met andere beleggingscategorieën¹². Infrastructuur is weliswaar veel minder liquide dan reguliere aandelen- of obligatiebeleggingen, maar daar staat onderliggend een geheel andere blootstelling tegenover. Op onderliggend objectniveau gaat het om individuele, afgebakende, tastbare en fysieke objecten met gecontracteerde of gereguleerde kasstromen, die niet één-op-één meebewegen met het sentiment op de wereldwijde markten. Infrastructuur heeft ten opzichte van andere beleggingscategorieën, zoals beursgenoteerde aandelen, een wat lagere volatiliteit en kleinere gevoeligheid voor de economische cyclus¹³. Uiteraard staat infrastructuur niet geheel los van andere beleggingscategorieën. Als het sentiment op de wereldwijde markten omslaat, dan zal ook infrastructuur daar zeker last van hebben¹⁴.

¹¹ OESO (2007). *Infrastructure to 2030: Mapping Policy for Electricity, Water and Transport*

¹² Preqin (2018). *Preqin Special Report: Infrastructure Fund Manager Outlook H1 2018*

¹³ Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

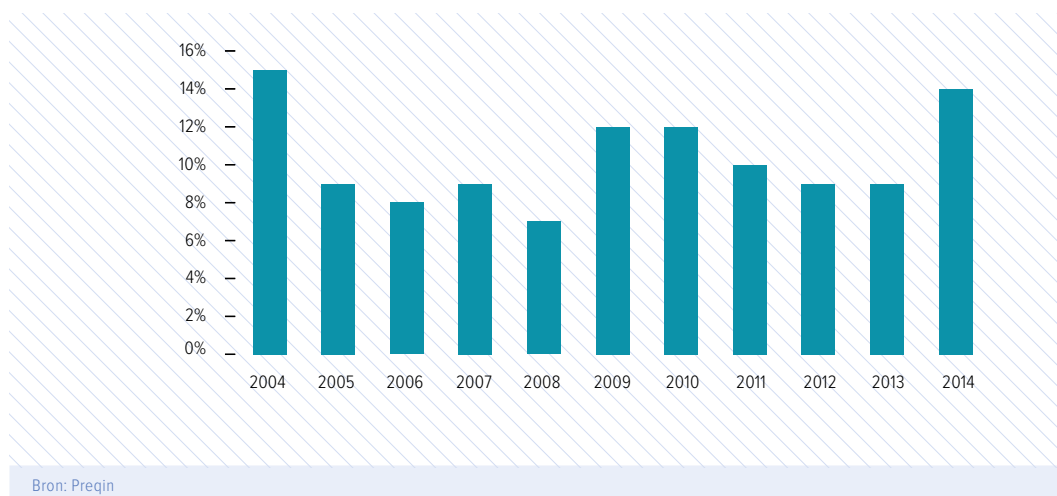
¹⁴ Zie voor meer details “Investment Europe (2017). *Infrastructure Investing: Diversifying Portfolio with Stable Cash Flows*”. JP Morgan Asset Management – Global Real Assets Group.

Historisch rendement

Voor het meten van het rendement van infrastructuur gelden andere methodes dan de gebruikelijke tijd-gewogen rendementen die we bij reguliere beursgenoteerde beleggingscategorieën zien, zoals wereldwijde aandelenfondsen of trackers. Infrastructuurinvesteringen vinden veelal, net als private equity-investeringen, plaats door middel van closed-end fondsstructuren¹⁵. Daarbij variëren de timing en de omvang van de kasstromen vanuit de investeerder naar het fonds, en de distributies andersom. Hierdoor kan het geïnvesteerde vermogen van jaar tot jaar behoorlijk verschillen. Een simpel tijd-gewogen rendement zou dan een verkeerd beeld van de rendementen geven. In de praktijk hanteert men daarom vaak een geld-gewogen *internal rate of return* (IRR) sinds de start van een individueel fonds om de rendementen van infrastructuurbeleggingen te beoordelen.

Dataproviders als Preqin groeperen vaak de IRR-cijfers van alle infrastructuurfondsen die in hetzelfde jaar gestart zijn (hetzelfde “vintage-jaar”). Figuur 3 geeft de historische IRR-cijfers weer van infrastructuurmanagers over de afgelopen tien jaar. Het weergegeven IRR-cijfer betreft het gewogen gemiddelde rendement dat gedurende de looptijd van de fondsen is behaald door alle fondsen die in het betreffende vintage-jaar zijn gestart. Wij hebben hierbij data van de hierboven genoemde benchmarkprovider Preqin gehanteerd¹⁶.

FIGUUR 3 Gemiddelde IRR van alle infrastructuurmanagers per vintage-jaar



Historisch gezien zijn de absolute rendementen van infrastructuur aantrekkelijk geweest. Zelfs fondsen die in moeilijke vintage-jaren als 2007 (vlak voor de kredietcrisis) zijn gestart, hebben gemiddeld genomen uiteindelijk behoorlijk positieve nettorendementen gerealiseerd. De significante verschillen tussen vintage-jaren onderstrepen naar onze mening het belang van een goede spreiding qua managers en vintage-jaren.

¹⁵ Zie voor meer details Hoofdstuk 6: “Hoe kan je beleggen in infrastructuur?”

¹⁶ Op basis van op 18 december 2017 geraadpleegde Preqin-cijfers. De vintage-jaren 2015, 2016 en 2017 zijn niet meegenomen vanwege de nog korte looptijd van deze fondsen, waardoor de performance voor deze vintage-jaren nog niet veelzeggend is. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

Kijkend naar de rendementen in de twee belangrijkste regio's (Noord-Amerika en Europa) zien we op lange termijn geen significante verschillen. De relatieve rendementen van deze regio's kunnen op korte termijn fors uiteenlopen en wisselkoersen zullen de rendementen voor beleggers met andere basisvaluta sterk kunnen beïnvloeden. Hoewel de verschillen in rendementen in enkele vintage-jaren substantieel zijn, is markt-timing met betrekking tot geografische allocatie en verschillende marktsegmenten niet eenvoudig. Een van de oorzaken hiervan is dat het lastig is om op basis van actuele marktinformatie (zoals waarderingsverschillen) te handelen. Closed-end infrastructuurfondsen beleggen het aan hen toevertrouwde kapitaal immers over een periode van drie tot vijf jaar in onderliggende fysieke infrastructuuractiva. Daardoor is het feitelijke moment van beleggen niet gelijk aan het moment van een investeringsbeslissing.

Vergelijking met liquide aandelen

In tegenstelling tot andere beleggingscategorieën, zoals (beursgenoteerde) aandelen, is er over het algemeen maar beperkt academisch onderzoek gedaan naar de historische rendementen van infrastructuur als aparte beleggingscategorie¹⁷. Mogelijk heeft dit te maken met de relatief korte historie van deze categorie (tot 2004 vielen infrastructuurinvesteringen en -fondsen nog onder de categorie Private Equity). Bovendien zijn historische data niet gratis publiek toegankelijk, waardoor er een tekort is aan kwantitatief goede data om de rendementseigenschappen van infrastructuurinvesteringen te kunnen analyseren¹⁸. Om die reden adviseren wij om voorzichtig te zijn met het interpreteren van de beschikbare data.

Figuur 4 vergelijkt de cumulatieve performance van de Preqin Infrastructure-index¹⁹ met de aandelenindex MSCI World, die de meest verhandelde wereldwijde beursgenoteerde aandelen uit ontwikkelde landen omvat. De cumulatieve grafiek laat zien dat infrastructuur over de getoonde periode een hoger rendement heeft gerealiseerd dan de MSCI World Index²⁰. Ook zien we in de grafiek dat de infrastructuurindex per saldo minder volatiele uitslagen heeft laten zien dan die voor beursgenoteerde aandelen. Dit is vooral zichtbaar in volatiele periodes, zoals december 2007 tot juni 2009 (wereldwijde financiële crisis) en in 2011 (uitdagingen voor Europese aandelen). We benadrukken echter dat de volatiliteit van infrastructuur lager lijkt dan in werkelijkheid het geval is, doordat de fondsen slechts op kwartaalbasis hun intrinsieke waarde publiceren. Dat laatste komt doordat de onderliggende objecten ook slechts op kwartaalbasis of soms zelfs nog minder frequent worden gewaardeerd (dit heet ook wel 'rendement-smoothing'), terwijl beursgenoteerde aandelen in de MSCI World Index elke dag rendementsuitslagen laten zien.

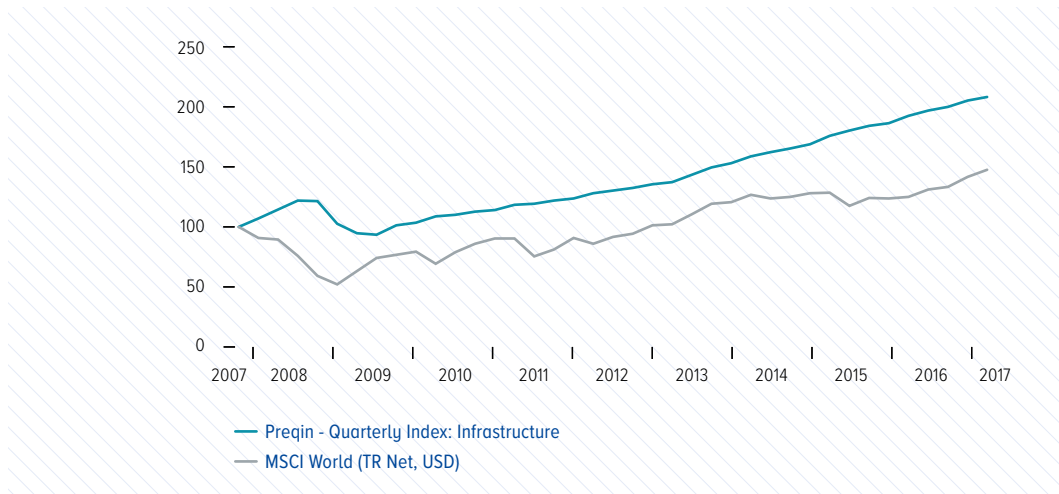
¹⁷ *Infrastructure as an asset class*, George Inderst, *EIB papers Volume 15*, 2010

¹⁸ *OESO (2015). "G20 Topics: Report on Risk and Return Characteristics of Infrastructure Investments in Low Income Countries"*

¹⁹ *De Preqin Infrastructure-index bevat de rendementen van alle niet-genoteerde infrastructuurfondsen die aan de database rapporteren en is daarmee een proxy voor de rendementen van deze vermogenscategorie. We wijzen op mogelijke biases in deze data, zoals een self-reporting bias.*

²⁰ *Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.*

FIGUUR 4 Historisch cumulatief nettorendement van infrastructuur



Bron: Preqin

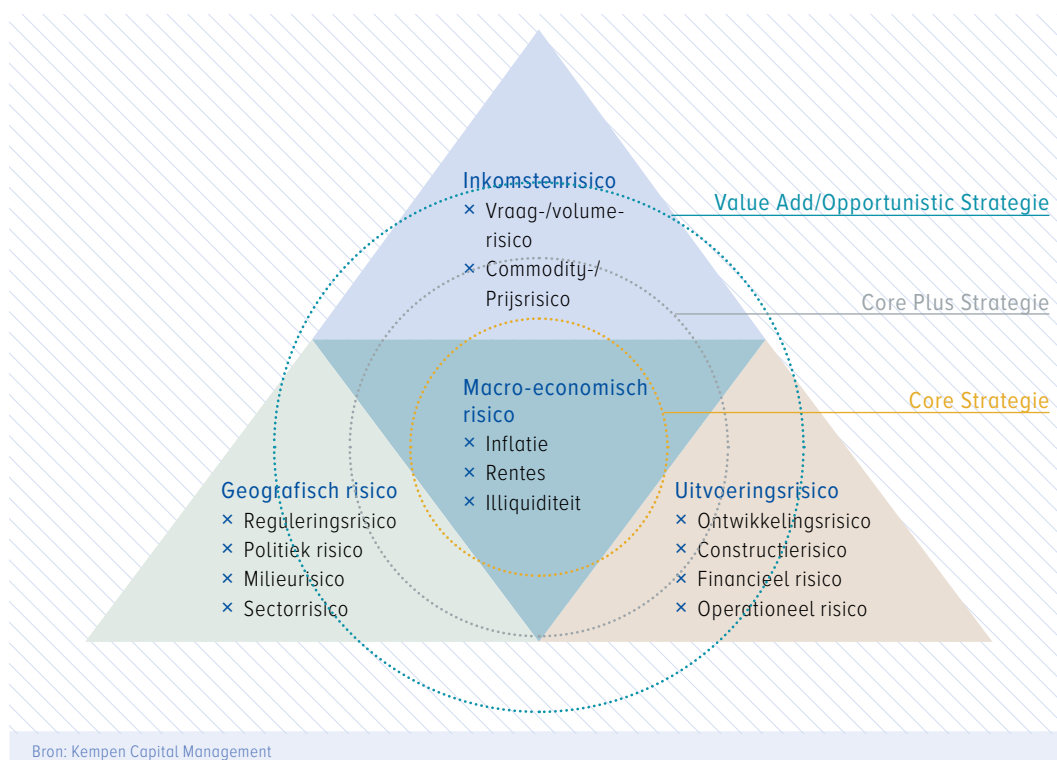
Dispersie van rendementen

Bij infrastructuur zijn de onderliggende objecten zeer heterogeen, hebben deze geen breed gespreide aandeelhoudersbasis en zijn er geen belegbare benchmarks. Verder geldt dat infrastructuurfondsen aanzienlijk geconcentreerder zijn (met doorgaans circa acht tot twaalf investeringen) dan reguliere aandelenfondsen of brede benchmarks, zoals de MSCI World Index, en in de regel een hogere leverage hebben. De rendementen op de investeringen variëren bovendien sterk, zeker bij kleinere objecten. Tot slot omvatten de peergroups diverse soorten managers; van wereldwijde core managers tot en met sectorspecifieke, risicovolle Value Add-fondsen. Om deze redenen lopen de rendementen van infrastructuurfondsen die qua vintage-jaar en strategie vergelijkbaar zijn, sterk uiteen. De dispersie van de rendementen is hierdoor aanzienlijk hoger dan bij beursgenoteerde beleggingen. Dit betekent dat de managerselectie in deze categorie een significante impact kan hebben op het uiteindelijk gerealiseerde rendement. Dat is een van de risico's van beleggen in infrastructuur, maar via spreiding kunnen beleggers deze risico's gedeeltelijk matigen. In het volgende hoofdstuk gaan we nader in op de belangrijkste risico's van deze vermogenscategorie.

Risico's

In het eerste hoofdstuk hebben we infrastructuurobjecten in drie zogeheten hoofdrisicoprofielen ingedeeld: Core, Core Plus en Value Add/Opportunistisch. Infrastructuurobjecten vallen echter lang niet altijd precies onder één van deze hoofdrisicoprofielen. Dit komt door de vele factoren die het uiteindelijke risicoprofiel beïnvloeden. Daarom kijken we in dit hoofdstuk een niveau dieper naar de verschillende risico's die het uiteindelijke hoofdrisicoprofiel bepalen. Hoe hoger de blootstelling aan de individuele risicofactoren, hoe verder een infrastructuurobject opschuift van Core naar Core Plus en naar Value Add/Opportunistisch. De afbeelding hieronder geeft dit vereenvoudigd weer en deelt de individuele risicofactoren op in vier groepen: (i) macro-economisch risico, (ii) geografisch risico, (iii) omzet- of inkomstenrisico en (iv) uitvoeringsrisico.

FIGUUR 5 Individuele risicofactoren



Macro-economische risico's

Macro-economische risico's, zoals veranderende inflatieverwachtingen en renteniveaus, zijn ingebed in infrastructuur en (op de lange termijn) niet te matigen. Illiquiditeit is daarnaast inherent aan deze niet-beursgenoteerde beleggingscategorie.

Inflatie

Vaak zijn de inkomsten van objecten direct dan wel indirect gekoppeld aan de inflatie. Soms bepalen toezicht-houders (zoals de Britse regelgever Ofwat voor waterzuiveringsbedrijven in het Verenigd Koninkrijk) het toegestane rendement mede aan de hand van het inflatieniveau of de inflatieverwachtingen. Hierdoor heeft inflatie invloed op de verwachte inkomsten. Uiteraard verschilt de inflatie van land tot land en kunnen wisselkoers-effecten ook een rol spelen, maar in de praktijk blijft het inflatierisico aanwezig.

Rente

De rente heeft een directe invloed op de financieringskosten en heeft een aanzienlijk effect op de kosten van infrastructuurobjecten. Dit komt door de vaak grote hefboomwerking (leverage) die bij infrastructuur gangbaar is. Daarnaast wordt de rente vaak meegenomen in de verdisconteringsvoet die wordt gehanteerd bij het waarderen van de objecten. Een hogere rente kan dus de waardering van een object drukken, omdat de toekomstige verwachte kasstromen tegen een hogere rentevoet worden verdisconteerd.

Illiquiditeit

Beperkte liquiditeit is inherent aan deze beleggingscategorie. Infrastructuurobjecten wisselen vaak maar eens in de vijf, tien of meer jaren van eigenaar en infrastructuurfondsen sluiten met hun eigen liquiditeitsprofiel aan bij de beperkte liquiditeit van de onderliggende activa²¹. Tegenover beleggen in deze vermogenscategorie, moet daarom in principe een bepaalde illiquiditeitspremie staan.

Geografische risico's

Deze risico's hebben voornamelijk betrekking op reguleringsrisico's, politieke risico's, omgevingschaderisico's en sectorrisico's.

Reguleringsrisico's en politieke risico's

Regulerings- en politieke risico's zijn uniek in elk land, of zelfs in individuele staten en/of provincies binnen bepaalde landen. Vooral in jurisdicties met een relatief korte geschiedenis van de regelgeving op het gebied van infrastructuur, neemt de onzekerheid voor beleggers toe.

²¹ *Onderliggend zijn de objecten niet verhandelbaar en ze worden gemiddeld meestal pas na een aanhoudperiode van zeven jaar weer verkocht. In het volgende hoofdstuk lichten we nader toe hoe in infrastructuur belegd kan worden. Er is verschil in fondsstructuren en bijbehorende liquiditeit.*

Beperking van politieke risico's is meestal mogelijk door alleen te beleggen in OESO-landen met stabiele regelgevingssystemen, en door portefeuilles geografisch en sectoraal te diversifiëren.

Sectorrisico's

Naast bovengenoemde risico's bestaan er ook risico's voor specifieke sectoren. Matiging van het sectorspecifieke risico is mogelijk door te spreiden over regio's en sectoren.

Inkomstenrisico's

Deze risico's hangen samen met de bron van inkomsten van de onderliggende objecten. De zekerheid over toekomstige inkomsten is afhankelijk van meerdere factoren. Contractueel kan een bepaalde vaste som worden afgesproken. Een voorbeeld hiervan zijn vaste prijzen die door de overheid voor de lange termijn zijn bepaald, bijvoorbeeld voor drinkwater of toltarieven. In dit soort contracten gaat een langere looptijd gepaard met meer zekerheid en dus met minder inkomstenrisico's. Er is dus zekerheid over de prijs, maar er bestaat nog wel een mogelijk volumerisico (in de hiervoor genoemde voorbeelden respectievelijk de hoeveelheid afgenomen drinkwater en de hoeveelheid verkeer op de tolgeweg). Inkomsten die zijn gebaseerd op beschikbaarheid ('availability-based'), zijn eveneens gerelateerd aan overeenkomsten met overheden of andere kredietwaardige partijen. Hierbij ontvangen partijen inkomsten in ruil voor het ter beschikking stellen van faciliteiten voor gebruik gedurende het gehele jaar, zonder volumerisico.

Kredietrisico

Door de geconcentreerde portefeuilles is tegenpartijrisico aanwezig, aangezien niet alle projecten geïnitieerd of gegarandeerd zijn door een (semi)overheid. Vooral projecten waarbij sprake is van contracten met commerciële partijen (bijvoorbeeld nutsbedrijven of bouwbedrijven) bevatten kredietrisico.

Grondstoffen-/prijsrisico

Grondstoffenrisico's bestaan voornamelijk bij Value Add- en Opportunistic-investeringen, zoals Amerikaanse energieprojecten gericht op de winning van olie of gas en/of de opwekking van elektriciteit. De inkomsten zijn dan grotendeels afhankelijk van de olie- of gasprijs of van de elektriciteitsprijs.

Uitvoeringsrisico's

Uitvoeringsrisico's bestaan uit risico's in verband met de bouw, ontwikkeling, financiering en exploitatie van objecten. Deze komen typisch voor bij 'Greenfield'-investeringen. Ontwikkelingsprojecten kennen bouwrisico's en meer vraagonzekerheid dan volwassen 'Brownfield'-objecten. Beperking van deze onzekerheid is mogelijk door contractuele afspraken met leveranciers en aannemers, waarbij uiteindelijk alleen de tegenpartijrisico's overblijven. Een minder betrouwbare partner is een bedreiging voor de voltooiing of het goede onderhoud van een 'Greenfield'-bouwproject. De kredietwaardigheid van de tegenpartij is derhalve van groot belang. Het opnemen in contracten van sancties voor vertragingen, reserveverplichtingen voor kostenoverschrijdingen en andere maatregelen om risico's te matigen, is mogelijk om beleggers te beschermen tegen onverwachte tegenvallers.

Financieringsrisico's

Deze houden verband met de hefboomwerking (leverage) bij de onderliggende objecten. Het is niet ongewoon voor infrastructuurobjecten om voor tweederde of zelfs drievierde deel gefinancierd te zijn met schuld. Dit is afhankelijk van de stabiliteit en betrouwbaarheid van de kasstromen, de kredietwaardigheid van de tegenpartij en de verdeling van risico's tussen stakeholders. Bij volledig operationele 'Brownfield'-objecten met zeer kredietwaardige tegenpartijen is vaak sprake van meer leverage, terwijl de leverage beperkt is bij objecten met een hoger economisch risico. Vaak is de financiering vastgelegd voor de gehele looptijd van de onderliggende objecten, maar als dit niet het geval is, dan is er ook sprake van herfinancierings- en renterisico. Een overmatige leverage kan resulteren in faillissementen, zoals in het verleden is gebeurd bij grote tolwegen in de Verenigde Staten.

Waarderingsrisico's

Deze risico's komen voort uit de aannames die fondsmanagers gebruiken en kunnen een behoorlijke impact hebben op het uiteindelijke rendement van fondsen. Om dit risico te matigen en de objectiviteit van de waardering te garanderen, zien we vaak dat onafhankelijke, externe gespecialiseerde partijen objecten regelmatig waarderen. Daarnaast is het gebruikelijk om de aannames en waarderingsmodellen van een manager nader te onderzoeken, voordat sprake is van investering in een fonds.

Hoe kan je beleggen in infrastructuur?

Infrastructuurfondsen zijn er zowel met een open-end als closed-end structuur, vergelijkbaar met de structuren van beleggingsfondsen in andere alternatieve beleggingscategorieën, zoals private equity en niet-beursgenoteerd vastgoed. *Closed-end* fondsen hebben meestal een vooraf vastgestelde eindige looptijd van bijvoorbeeld twaalf jaar en hebben tussentijds geen externe liquiditeit (soms kunnen participanten onderling wel handelen). Er is éénmalig een periode van circa een jaar waarin het fonds geld aantrekt, waarna het sluit voor nieuwe toetreders. De eerste jaren, tijdens de investeringsperiode (meestal vijf tot zeven jaar), koopt het fonds objecten aan. Als het einde van zijn looptijd nadert, verkoopt het fonds de objecten weer.

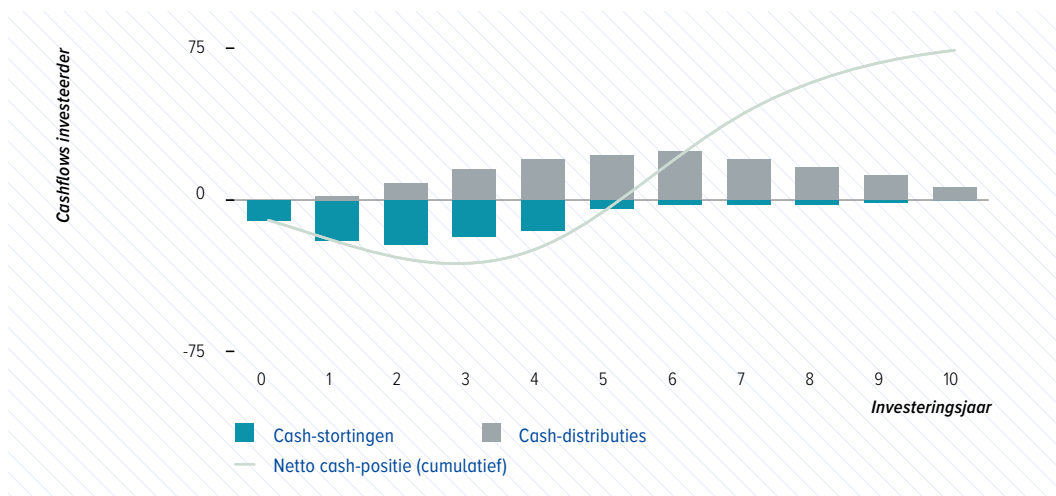
Open-end fondsen hebben geen eindige looptijd en lopen feitelijk altijd door. Beleggers kunnen tijdens normale marktomstandigheden doorlopend in- en uitstappen (uiteraard afhankelijk van bepaalde beperkingen, aangezien de onderliggende objecten niet liquide zijn). Als er nieuwe toetreders zijn, dan zoekt het fonds nieuwe objecten om te acquireren. Anderzijds zal het fonds objecten proberen te verkopen als beleggers willen uitsteden, om op die manier liquiditeit te creëren. We benadrukken dat de liquiditeit van open-end infrastructuurfondsen niet is gegarandeerd (“best-effort”) en onder meer afhangt van de balans tussen het aantal beleggers dat tegelijk wil uitstappen en de liquiditeit van de onderliggende objecten.

De meest voorkomende structuur voor infrastructuurfondsen is een closed-end fondsstructuur met een looptijd van circa twaalf jaar (met een mogelijke verlenging van drie jaar). Deze looptijd is opgebouwd uit een investeringsperiode van vijf jaar en een resterende periode voor het beheren en verkopen van de objecten. Doorgaans is er, net zoals bij private equity, sprake van een commitment-structuur, waarbij beleggers zich vastleggen om een bepaald bedrag te beleggen. Dat is gemiddeld minimaal EUR 10 miljoen per belegger. Fondsen vragen deze bedragen tijdens de investeringsperiode geleidelijk op via *capital calls* om objecten aan te kunnen kopen.

Gemiddeld houden closed-end fondsen objecten circa zeven jaar effectief in portefeuille²² en ontvangen investeerders al na enkele jaren de eerste distributies uit het fonds, onder meer door de kasstromen die de objecten dan gaan opleveren. Na verloop van tijd overtreffen deze distributies de voor het aankopen van objecten benodigde stortingen en beginnen beleggers netto kasstromen terug te ontvangen uit het fonds. Dit proces heet ook wel het J-Curve-effect (zie Figuur 6). Het is belangrijk om te beseffen dat de liquiditeit tijdens de looptijd beperkt tot nihil is. Dit komt doordat (anders dan bij private equity) de secundaire markt voor infrastructuurfondsen nog niet erg ontwikkeld is.

22 *Open-end fondsen houden infrastructuurobjecten doorgaans een veel langere periode aan, omdat er geen eindige looptijd is. De uitbetaling van de kasstromen vindt plaats als dividenduitkering aan beleggers.*

FIGUUR 6 Het J-Curve-effect



Bron: Kempen Capital Management

Open-end fondsen zijn het meest geschikt voor buy-and-hold strategieën (veelal gangbaar binnen de infrastructuur-risicosegmenten Core en Core Plus), dit omdat er geen vooraf vastgestelde einddatum is waarop het fonds de objecten verkocht moet hebben. Open-end fondsen hebben bepaalde voordelen ten opzichte van closed-end fondsen. Zo hebben ze naar onze ervaring doorgaans wat lagere beheerkosten, een potentieel onmiddellijke blootstelling aan objecten (middels een bestaande portefeuille, soms weliswaar na een bepaalde wachttijd) en een betere liquiditeit dan close-end fondsen. Zowel open-end als closed-end fondsen hebben te maken met waarderingsrisico's en markt-timingrisico's. Investerders in closed-end fondsen zien zich daarnaast sterker geconfronteerd met het vintage-jaarrisico²³.

Het voordeel van closed-end fondsen is dat vooraf duidelijk is wanneer het kapitaal weer terugvloeit naar de belegger. Ook zijn de beheerteams vaak stabiel, omdat ze aan het eind van de fondstermijn een vergoeding kunnen ontvangen als ze een goed rendement realiseren.

Kortom, beide structuren hebben volgens ons voor- en nadelen. In het algemeen zouden we closed-end fondsstructuren aanraden aan investeerders die streven naar hogere rendementen. Open-end fondsen lijken geschikter voor kostenbewuste investeerders met lagere rendementsambities die willen beleggen in Core-infrastructuurobjecten voor de lange termijn en voor beleggers die de mogelijkheid willen hebben om hun allocatie naar infrastructuur tussentijds aan te passen.

23 Het vintage-jaarrisico is het risico van investering van al het kapitaal in één bepaald jaar, dat achteraf geen goed investeringsjaar blijkt te zijn.

Wereldwijde versus regionale fondsen

Wereldwijde fondsen investeren op meerdere continenten, meestal met een duidelijke spreidingsdoelstelling. Regionale fondsen focussen op een specifiek continent of land. Een wereldwijd fonds kan voor geografische diversificatie zorgen, wat het algehele politieke risico kan reduceren. Wereldwijde fondsen hebben daarnaast de flexibiliteit om bijvoorbeeld te hoog geprijsde markten te vermijden en te reageren als de geografische eisen veranderen. Deze fondsen kenmerken zich door grote teams die de lokale markten goed kennen en goede sectorrelaties hebben om deals te sluiten. Regionale fondsen hebben de mogelijkheid om meer diepgaande kennis in te zetten in specifieke regio's en zijn wellicht beter in staat om een goed netwerk op te bouwen in sectoren. Dit is vooral relevant in meer gefragmenteerde sectoren, zoals die van duurzame energie. Binnen deze sector zijn bijvoorbeeld onshore-windprojecten lokaal zeer gefragmenteerd.

Sectorgediversifieerd versus sectorspecifiek

Hoewel beleggen in infrastructuur een zeer lokale activiteit is die bottom-up analyse vereist, kan een top-down visie op de belangrijkste sectoren veel waarde toevoegen. De grootste fondsen in de markt zijn gespreid over verschillende sectoren. Zij beschouwen elke regio om te beslissen welk type infrastructuur overvloedig of overbodig raakt en waar kapitaal heen zal vloeien. Sectorspecifieke fondsen kunnen profiteren van ondersteunende sectortrends door bepaalde sectoren te benadrukken. In de afgelopen jaren hebben sectoren gerelateerd aan energie en elektriciteitsopwekking de meeste groei gekend²⁴. Van belang hierbij is het proces van energietransitie, dat feitelijk nog in de kinderschoenen staat. Zo heeft de Europese Unie als duurzaam energie-doel vastgesteld dat in 2020 20% van de totale energieconsumptie duurzaam moet zijn, terwijl er een voorstel op tafel ligt om dit doel te verhogen tot 27% in 2030. Tegelijk heeft een behoorlijk aantal vermogensbeheerders voor het eerst geïnvesteerd in objecten voor gespecialiseerde duurzame energiefondsen. Gezien het toegenomen aanbod en de eerdergenoemde fragmentatie in de duurzame energiesector, lijken er goede gronden te zijn om te investeren in een gespecialiseerd fonds voor deze sector.

Kosten en vergoedingen

De kosten bij infrastructuurbeleggingen waren oorspronkelijk even hoog als private equity fees, maar in de afgelopen jaren zijn de kosten en fondsvoorwaarden over het algemeen iets vriendelijker geworden voor beleggers. Toch zijn de totale kosten nog steeds hoog in vergelijking met meer liquide vermogenscategorieën, zoals aandelen. De management fee is afhankelijk van de omvang van het aangepane belang en ligt veelal tussen de 0,75% en 2% per jaar, afhankelijk van de onderhandelingen met de fondsmanager. De hoogte van

24 Preqin (2017), *Global Infrastructure Report*

deze management fee is bovendien afhankelijk van het moment van inschrijving: beleggers krijgen vaak een korting als ze vroeg inschrijven. Naast de management fee is doorgaans sprake van een performance fee (de 'carried interest') zodra het fonds een rendement behaalt boven een vastgestelde grens ('hurdle') per jaar. In de meeste gevallen bedraagt deze vergoeding 20%, maar sommige managers hebben dit inmiddels verlaagd tot 17,5% of 15%. Verder zijn er de overige kosten, waaronder transactiekosten, deal break-up fees en administratiekosten. Deze kosten variëren per fonds en zijn ook afhankelijk van de fondsomvang.

Specifieke eisen ten aanzien van pensioenfondsen en verzekeraars

Voor institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, zijn er nog andere aspecten van belang, voordat ze kunnen beleggen in infrastructuur. Zo doen zij beleggingen vanuit het perspectief van hun totale balans (waarbij ze rekening moeten houden met hun *liabilities*, ofwel hun verplichtingen) en ook zijn er aanvullende vereisten qua governance. Denk aan de eisen die toezichthouder DNB kan stellen aan pensioenfondsen voor illiquide beleggingen. Beleggingen in infrastructuur zijn complexer dan de meeste liquide beleggingen, waardoor er aanvullende vereisten zijn voor besluitvorming, selectie, monitoring en rapportage. Ook prudent person aspecten zijn van belang. Een pensioenfonds dient hierbij onder meer te kijken naar:

- × Het waarderingsmodel: gebruiken partijen een bij de onderliggende risico's passend waarderingsmodel?
- × Zicht op exposures en risico's: is er zicht op de daadwerkelijke onderliggende exposures en de belangrijkste risico's?
- × Illiquiditeit: een hoge mate aan illiquiditeit kan leiden tot een onjuiste waardering van de balans van een pensioenfonds vanwege het ontbreken van transparante marktprijzen.
- × Leverage: is er sprake van eventuele hefboomwerking en is daar goed zicht op?
- × Beheersing: is er voldoende kennis, ervaring en inzicht bij het bestuur om deze categorie te kunnen beoordelen; heeft het fonds adequate interne controlemechanismen?

Pensioenfondsen en verzekeraars dienen de beheersing en waardering van infrastructuurbeleggingen adequaat – dus conform de wettelijke vereisten – in te richten. Een gespecialiseerde fiduciair beheerder kan daarbij helpen.

Bij pensioenfondsen moeten beleggingen passen bij het strategische beleid en is er een limitering van het risico van de beleggingen in kwantitatieve zin ten opzichte van de pensioenverplichtingen door het risicoprofiel (via het strategisch Vereist Eigen Vermogen) en eventueel een risicobudget. Een eventuele toevoeging van infrastructuur aan de portefeuille zal hierbij moeten passen. Een onafhankelijke fiduciair manager kan hierover adviseren. Bij verzekeraars zijn de uitgangspunten op grond van Solvency II²⁵ voor de berekening van het kapitaalsbeslag van grote invloed op een eventuele investering in infrastructuur.

²⁵ De Solvency II-richtlijn valt onder de EU-wetgeving en geeft voorschriften over het kapitaal dat Europese verzekeraars moeten aanhouden om het risico van insolventie te matigen.

Verder zijn er aandachtspunten ten aanzien van benchmarking en rapportages, die van belang zijn voor zowel pensioenfondsen als verzekeraars. Voor infrastructuurbeleggingen is, net als bijvoorbeeld bij private equity, vanwege het heterogene karakter van de categorie op dit moment geen goede, representatieve benchmark beschikbaar om de prestaties van geselecteerde fondsen aan af te meten. Voor verzekeraars gelden daarbij uit hoofde van Solvency II extra eisen voor de beschikbaar gestelde beleggingsdata, waar zij vooraf rekening mee moeten houden.

Tot slot zijn ook het kostenniveau en de transparantie aandachtspunten, aangezien DNB (voor pensioenfondsen), AIFMD²⁶ en MIFID II²⁷ aanvullende eisen stellen aan infrastructuurbeleggingen voor institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars.

²⁶ *Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD); een EU-richtlijn waar alternatieve beleggingen onder vallen.*

²⁷ *Markets in Financial Instruments Directive is een EU-richtlijn om beleggers te beschermen en meer transparantie te realiseren.*

Verantwoord beleggen

Beleggen in infrastructuur en verantwoord beleggen gaan goed hand in hand.

Vanwege de grote schaal waarop beheerders van infrastructuurfondsen opereren en het intensieve gebruik door de samenleving van de diensten die samenhangen met infrastructuurobjecten, kan de impact van infrastructuur op het milieu en de omgeving aanzienlijk zijn. Denk hierbij aan het omgevingseffect van een nieuwe tolweg of de vervuiling door het verkeer dat gebruikt maakt van deze weg. Een ander voorbeeld zijn vliegvelDEN, die niet teveel overlast mogen veroorzaken voor de directe omgeving en ook niet teveel CO₂-uitstoot mogen veroorzaken. Het tegengaan van ongewenste effecten betekent dat er ook kansen zijn om de impact op het milieu en de omgeving te minimaliseren en daarmee de financiële prestaties van infrastructuurobjecten te verbeteren. Zo kan een privaat waterbedrijf meer rendement maken als de onderneming minder water verspilt bij het leveren van drinkwater aan huishoudens. De grote investeringen van infrastructuurfondsen in windmolenparken en zonneparken zijn voorbeelden die bijdragen aan een lagere CO₂-uitstoot in de wereld. Omdat infrastructuurfondsen vaak de enige of grootste aandeelhouder zijn in de onderliggende objecten, kunnen ze zelf direct veranderingen en verbeteringen doorvoeren. Milieuaspecten zijn binnen infrastructuur uiteraard niet de enige ESG-aandachtspunten (Environmental, Social en Governance; ESG²⁸). Ook sociale- en governance-vraagstukken zijn belangrijke aandachtspunten binnen infrastructuur.

Externe fondsbeheerders hebben doorgaans een ESG-beleid geformuleerd waar zij strikt aan vasthouden en waarop een onafhankelijke vermogensbeheerder die de fondsbeheerders selecteert dient te toetsen. De managers moeten gedisciplineerde selectiecriteria hanteren wanneer ze objecten voor de portefeuille beoordelen en ESG-criteria ontbreken daarbij niet.

Thema's waar beheerders het meest naar kijken zijn gerelateerd aan het milieu, arbeidsvoorwaarden, veiligheid, lokale banencreatie en communicatie met stakeholders over de ondernomen projecten. Diverse managers van infrastructuurfondsen hebben de PRI²⁹ ondertekend (of zijn voornemens dit te doen) en rapporteren jaarlijks over alle ESG-aspecten in een jaarverslag gericht op verantwoord beleggen. Sommige managers hebben een *Responsible Investment Committee*, dat bestaat uit ervaren professionals die regelmatig vergaderen om een effectieve implementatie van de PRI te borgen. Idealiter is ESG niet ondergebracht bij een afgezonderd onderdeel of aparte afdeling van een infrastructuurfondsmanager, maar juist volledig geïncorporeerd in het beleggingsproces.

Veel managers erkennen dat ESG-aspecten de langetermijnprestaties van hun objecten beïnvloeden. In de praktijk zien wij dat infrastructuurfondsbeheerders in sterk uiteenlopende mate aandacht besteden aan ESG-factoren. Daarom onderstrepen we in dit kader het belang van een goede fondsselectie. Managers die ESG-factoren buiten beschouwing laten, voldoen in onze ogen niet aan de eisen van goed en betrokken aandeelhouderschap op lange termijn.

28 Ook vaak MVB of Maatschappelijk Verantwoord Beleggen genoemd.

29 De Principles for Responsible Investments (PRI) vormen een richtlijn van de Verenigde Naties voor (institutionele) beleggers op het terrein van maatschappelijk verantwoord beleggen.

De eerste stap die geselecteerde infrastructuurfondsmanagers kunnen zetten, is de integratie van ESG in hun investeringsproces, waaronder de due diligence op onderliggende infrastructuurobjecten. Uitsluitingen van controversiële landen en bedrijven zijn hier vanzelfsprekend onderdeel van. Denk aan wapenproducenten, waarin beleggen uiteraard niet mogelijk is. Het belangrijkste doel van de integratie van ESG in het due diligence-proces is dat de infrastructuurmanagers de risico's en gevoeligheden op het vlak van ESG duidelijk in kaart krijgen en deze aspecten meewegen in hun investeringsbeslissingen. Tevens kunnen de fondsbeheerders beleid formuleren voor minimumstandaarden, bijvoorbeeld op het gebied van arbeidsomstandigheden, milieu en de rechten van werknemers.

De integratie van ESG-factoren stopt niet nadat een investering is gedaan. Dan begint het vaak pas. Zoals al eerder aangegeven, hebben infrastructuurfondsmanagers vaak een meerderheidsbelang in de onderliggende infrastructuurobjecten. Daardoor kunnen ze (meer dan bijvoorbeeld bij beursgenoteerde aandelen), directe invloed uitoefenen op het gebied van ESG en juist het verschil maken. Zo kunnen infrastructuurfondsmanagers *best practices* uitwisselen tussen de managementteams van de verschillende objecten in portefeuille. Waar veel fondsmanagers ESG-factoren in het due-diligenceproces expliciet meenemen, zien wij in deze tweede fase grote verschillen. In sommige gevallen kunnen ESG-factoren immers op gespannen voet staan met financieel gedreven factoren. Wij zien echter wel een toegenomen besef bij infrastructuurfondsmanagers dat een verantwoord ESG-beleid bij de ondernemingen in portefeuille een pluspunt is. Ook de wensen van hun eindklanten (met name institutionele investeerders, zoals pensioenfondsen) spelen hierbij een steeds grotere rol.

ESG-casus

Een grote wereldwijde infrastructuurfondsbeheerder is eigenaar van een portefeuille van elektriciteitscentrales en warmtedistributienetwerken in vier grote steden in Polen. In het verleden gebruikten deze centrales en netwerken voornamelijk steenkool om energie en warmte op te wekken. De fondsbeheerder betaalde voor de hoge CO₂-uitstoot via het Europese emissiehandelssysteem (EU-ETS). De fondsbeheerder heeft echter besloten minder steenkoolgebruik te willen en meer in te zetten op biobrandstoffen. Daarnaast is er gewerkt aan een milieuvriendelijke technologische oplossing om met behulp van de thermische energie die vrijkomt bij de opwekking van elektriciteit, tegelijkertijd ook warmte te leveren (warmtekrachtkoppeling of co-generatie). Dit heeft de CO₂-uitstoot drastisch verminderd en de kosten verlaagd, aangezien de warmtegeneratie efficiënter is (dubbel gebruik) en de betaling via EU-ETS omlaag kon. Daarnaast zijn biobrandstoffen uiteraard minder schadelijk voor het milieu dan steenkool. Op die manier ontstond zowel een positief effect op het milieu als op het rendement voor beleggers in het infrastructuurfonds. We zien dit als *best practice* van het hand in hand gaan van financiële en ESG-aspecten.

Conclusie

In dit white paper hebben we een overzicht gegeven van de verschillende aspecten van niet-beursgenoteerde infrastructuur als beleggingscategorie. Daarnaast stonden we stil bij de kansen en uitdagingen die de infrastructuurmarkt momenteel biedt. Ook keken we naar de kosten en ESG-aspecten binnen infrastructuur.

Infrastructuur is inmiddels uitgegroeid tot een volwassen beleggingscategorie, die mogelijk een goede aanvulling kan vormen op een bredere beleggingsportefeuille. De infrastructuurmarkt biedt voldoende mogelijkheden voor het opbouwen van een wereldwijd gespreide portefeuille, met mogelijk aantrekkelijke rendementskansen. Partijen die een investering in infrastructuur overwegen, doen er goed aan om vooraf goed na te denken over de invulling op lange termijn en een consistent beleid te voeren om uiteindelijk tot de gewenste portefeuille te komen.

Infrastructuur is een zeer diverse beleggingscategorie die veel verschillende fondskeuzes biedt en mogelijk met hoge kosten gepaard gaat. Vanwege de illiquiditeit is infrastructuur alleen geschikt voor beleggers met een langetermijnhorizon. Bovendien is de invloed van managerselectie in deze categorie groot, iets waar beleggers goed rekening mee moeten houden in hun overwegingen.

Met dit white paper hopen wij bij te dragen aan een gebalanceerde afweging bij een mogelijke allocatie naar infrastructuur. Heeft u vragen over de inhoud van dit white paper of heeft u behoefte aan verdere verdieping, dan horen we dat graag van u.

Literatuurlijst

- × McKinsey Global Institute (2016). *Bridging Global Infrastructure Gaps*.
- × Principles Responsible Investment (2011). *Responsible investment in infrastructure*. UNEP Finance Initiative.
- × OESO (2007). *Infrastructure to 2030: Mapping Policy for Electricity, Water and Transport*.
- × Investment Europe (2017). *Infrastructure Investing: Diversifying Portfolio With Stable Cash Flows*. www.investmenteurope.net/opinion/infrastructure-investing-diversifying-portfolios-with-stable-cash-flows/. JP Morgan Asset Management – Global Real Assets Group.
- × JP Morgan (2015). *Infrastructure Investing: Key Benefits and Risks*. <https://am.jpmorgan.com/blobcontent/1383271579721/83456/Infrastructure-Investing-Key-benefits-and-risks.pdf>.
- × *Pension Fund Investment in Infrastructure: Lessons from Australia and Canada*, George Inderst, Rotman International Journal of Pension Management, Volume 7, Spring 2014
- × *Bridging Global Infrastructure Gaps*, McKinsey Global Institute, juni 2016
- × Preqin (2018). *Preqin Special Report: Infrastructure Fund Manager Outlook H1 2018*.
- × Preqin (2017). *Quarterly Update Infrastructure Q3*.
- × Preqin (2018). *Preqin Special Report: Infrastructure Fund Manager Outlook H1 2018*
- × Preqin (2017). *Global Infrastructure Report*.
- × *Infrastructure as an asset class*, George Inderst, EIB papers Volume 15, 2010

Kempen
Asset Management

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam

Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T 020 348 8700
F 020 348 8750

www.kempen.com

HANDELSREGISTER AMSTERDAM 33181992
KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT NV IS
ONDERDEEL VAN VAN LANSCHOT KEMPEN



Kantoor Parijs
28 Cours Albert 1er
75008 Parijs
Frankrijk

T +33 1 8375 6273

Kantoor Londen
Octagon Point
5 Cheapside
Londen EC2V 6AA
Verenigd Koninkrijk

T +44 203 636 9400

Kantoor Edinburgh
Kempen Capital Management (UK) Ltd.
41 Melville Street
Edinburgh EH3 7JF
Verenigd Koninkrijk

T + 44 131 226 6985

www.kempen.com

