

# Beleggen in hernieuwbare energie infrastructuur in opkomende landen

## Een case study van Pensioenfonds PGB

Auteurs  
Peter Dietvorst (r)  
Siert Vos (l)

### Inleiding

Sinds december 2016 heeft Pensioenfonds PGB (verder PGB) EUR 80 miljoen geïnvesteerd in *een fonds van Actis*. Het fonds bevat infrastructuurbeleggingen in opkomende markten, grotendeels (75%) in duurzame energie (*renewable energy*). In dit artikel laten we de toegevoegde waarde van deze belegging binnen het beleggingsbeleid van PGB zien. Daartoe starten we vanuit het strategisch beleggingsbeleid dat volgt uit de ALM-studie en wordt geconcretiseerd met de referentieportefeuilles. Vervolgens beschrijven we hoe dit leidt tot strategieplannen per beleggingscategorie en, tot slot, tot de invulling daarvan met feitelijke beleggingen. Daarbij gaan we specifiek in op de toegevoegde waarde van respectievelijk de infrastructuur portefeuille en het geselecteerde fonds en op het gevolgde selectietraject.

### Even voorstellen: Wie is PGB?

Pensioenfonds PGB is een multisectoraal pensioenfonds. PGB is in 1953 gestart als pensioenfonds voor de grafische media en print industrie. Sinds 2006 bouwen ook werknemers uit andere bedrijfstakken pensioen op bij PGB. Voorbeelden zijn uitgeverijen, chemische industrie zoals de verf- en drukinkt sector en de kartonnage industrie. PGB voert op verzoek van sociale partners in de diverse aangesloten sectoren zowel een defined benefit (DB) als een individuele defined contribution (DC) pensioenregeling uit. Het merendeel van de deelnemers valt onder de DB regeling.

Op hoofdlijnen ziet de financiële situatie van PGB er per eind Q2 2018 als volgt uit:

	EUR / %
Waarde beleggingen	26,3 mrd
Waarde pensioenverplichtingen (o.b.v. UFR)	24,7 mrd
Actuele Dekkingsgraad	108,4%
Beleidsdekkingsgraad	108,5%



## Het strategisch beleggingsbeleid van PGB

Het beleggingsbeleid van PGB begint met het strategisch beleggingskader. Hierbij wordt gestart vanuit het beleggingsrisico dat deelnemers willen lopen. Iedere drie jaar wordt deze risicobereidheid bepaald via een grootschalig onderzoek onder deelnemers. Met behulp van een driejaarlijkse ALM studie wordt bepaald welke beleggingsstrategie hierbij past.

## *Infrastructuur beleggingen zijn investeringen in objecten die langdurig basisbehoeften leveren en essentieel zijn voor een goed functionerende samenleving*

Op basis van het strategisch beleggingsbeleid wordt een jaarlijks beleggingsplan opgesteld. Dit plan bevat de referentieportefeuilles voor de beleggingscategorieën en risicofactoren.<sup>2</sup> Voor ieder van de beleggingscategorieën en risicofactoren wordt een strategieplan opgesteld, waarin vastgelegd wordt hoe de feitelijke beleggingen eruit komen te zien.

In het strategisch beleggingsbeleid van PGB is gekozen voor een dynamische verhouding tussen de matching en return portefeuille. Deze hangt af van de dekkingsgraad: bij hoge of lage dekkingsgraden wordt beleggingsrisico afgebouwd, daartussen

wordt meer risico genomen. Daarnaast bevat het PGB-beleid een dynamisch rentebeleid. Afhankelijk van het niveau van de 20-jaars euroswaprente varieert de renteafdekking.

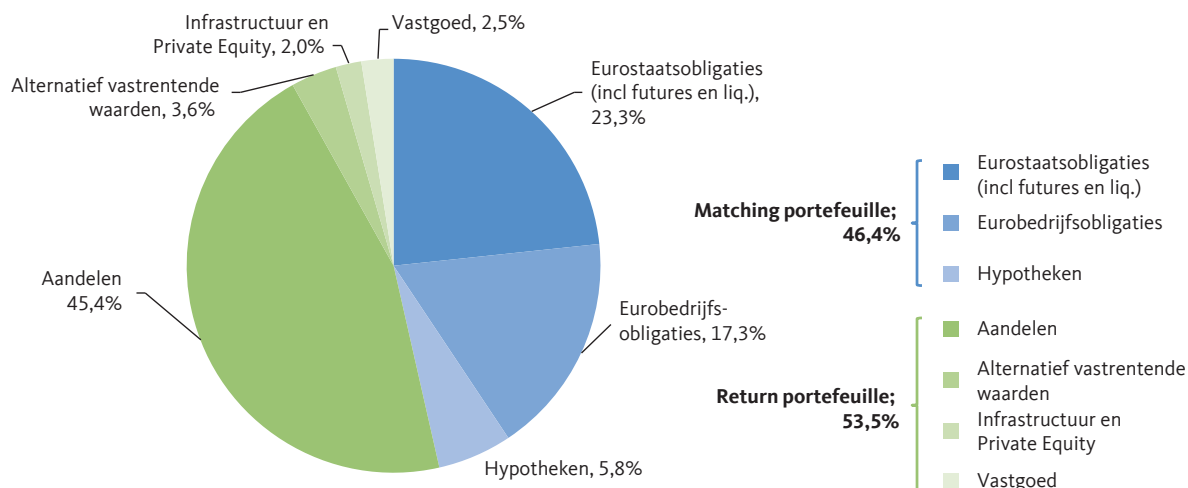
De matching portefeuille wordt beheerd door PGB Pensioendiensten, de uitvoeringsorganisatie van PGB (op de hypothekenallocatie en een Eurobedrijfsobligaties mandaat van ongeveer 1% na). De beleggingen in de return portefeuille worden door externe managers beheerd.

### Infrastructuur

Eén van de beleggingscategorieën waar PGB in investeert is infrastructuur.<sup>3</sup> Infrastructuurbeleggingen zijn investeringen in objecten die langdurig basisbehoeften leveren en essentieel zijn voor een goed functionerende samenleving. Het gaat hierbij vaak om goederen en diensten die monopolistisch of quasi-monopolistisch van karakter zijn. Dit komt door de geografische ligging of regelgeving. Infrastructuur is een voorwaarde voor economische en industriële ontwikkeling en kan beschouwd worden als de ruggengraat van een economie. Veelal is of was de overheid verantwoordelijk voor de aanleg en het beheer van de infrastructuur. Deze objecten zijn beperkt verhandelbaar en hebben vaak stabiele lange termijn cashflows.

PGB heeft momenteel ruim EUR 400 miljoen belegd in infrastructuurfondsen. Aanvullend staan er voor EUR 300 miljoen aan commitments uit. Het eind 2016 geselecteerde fonds van Actis, een renewable infrastructuur manager in opkomende landen, valt voor een deel onder het reeds belegd vermogen en voor een deel onder de openstaande commitments. Sinds de start van de infrastructuurbeleggingen in 2006 is de netto Internal Rate of Return (IRR) 8%. Dit is 2% boven de ALM doelstelling.

Figuur 1: De beleggingsportefeuille van PGB per eind Q2 2018



### Waarom infrastructuur?

PGB ziet beleggingen in infrastructuur om een aantal redenen als een belangrijke component van de beleggingsportefeuille:

1. Het rendement dat infrastructuur op kan leveren: een verwacht netto rendement van 6 à 8%, inclusief een illiquiditeitspremie.
2. De aantrekkelijke diversificatie vanwege de lage correlatie met andere beleggingscategorieën. Uit studies blijkt dat deze correlaties tussen de -0,2 en 0,3 liggen. Op basis van de gerealiseerde rendementen van de portefeuille van PGB liggen de correlaties tussen 0 en 0,2. Dit wordt onder andere veroorzaakt door:
  - Lage gevoeligheid voor de conjunctuur; consumenten blijven water, gas, elektra etc. gebruiken, onafhankelijk van de economische cyclus.
  - Hoge toegangsbarrières; zowel vanwege de hoge kosten om infrastructuur aan te leggen, overheidsbepalingen die de markt reguleren als praktische onmogelijkheden (bijvoorbeeld natuurlijke barrières).
  - Natuurlijke monopolies; vanwege overheidsbeleid en hoge toegangsbarrières.
3. De relatief hoge, voorspelbare en stabiele directe cash flows van rond de 5%.
4. De lage kans op faillissement.
5. De link met inflatie; veelal kan inflatie doorberekend worden aan de gebruiker, via een expliciete link met inflatie in de prijsstelling of impliciet omdat infrabedrijven de prijs van hun product kunnen bepalen.
6. De lage exploitatiekosten (schaalvoordelen); over het algemeen is het duur om een infrastructureel netwerk aan te leggen, oftewel hoge vaste kosten. Eenmaal aanwezig zijn de exploitatiekosten vaak relatief laag, oftewel lage variabele kosten. Het aanbieden van dienstverlening aan extra klanten is gunstig omdat de extra opbrengsten hoger zijn dan de extra kosten.
7. De lange horizon en hoge mate van regulering leiden tot lange looptijden van contracten, vaak 25 jaar en geven een bepaalde mate van zekerheid.
8. De heterogeniteit van objecten. De verschillen in infrastructuurbeleggingen zorgen voor risicodiversificatie.

### De infrastructuurstrategie van PGB

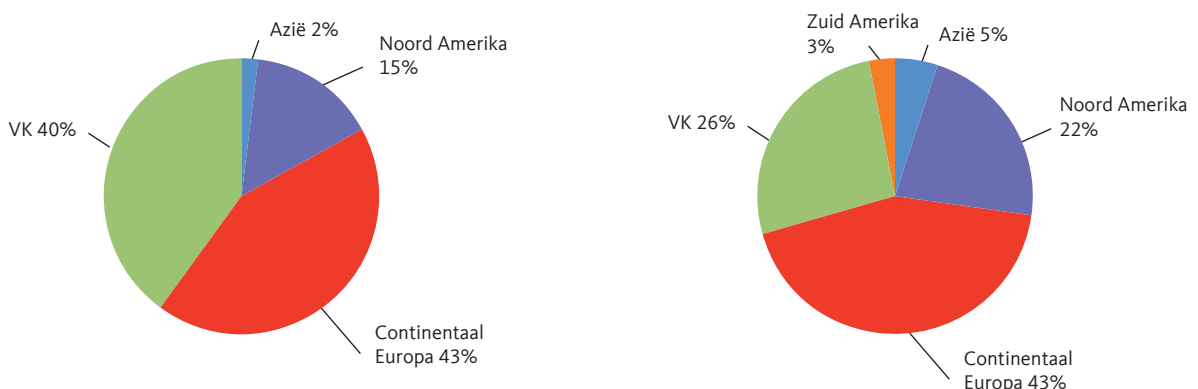
Van 2006 tot 2009 heeft PGB een infrastructuur portefeuille ('oude portefeuille') opgebouwd. Door de groei van PGB, een toename van het vermogen onder beheer en vrijval van belegde gelden, worden sinds 2015 weer nieuwe infrastructuur commitments afgegeven, op basis van een nieuwe infrastructuurstrategie die in 2014 is bepaald. Vanwege de kenmerken van de oude portefeuille werd de volgende weg ingeslagen met de nieuwe infrastructuurstrategie:

1. De oude portefeuille was voor meer dan 80% belegd in Europese infrastructuur (zie figuur 2). In de nieuwe portefeuille kiest PGB voor een evenwichtiger spreiding over regio's en landen, met minimaal 75% exposure naar OECD landen. Ongeveer 40% van de nieuwe commitments is inmiddels gecalled en de verkleining van de Europese beleggingen is in de grafiek van de huidige situatie al te zien.
2. De oude portefeuille bevatte een 50% allocatie naar beursgenoteerde infrastructuuraandelen. Vanwege de hoge correlatie met de beursgenoteerde aandelenportefeuille is die volledig afgebouwd.
3. Er was sprake van concentratie naar investeringsjaren 2006-2009. De nieuwe strategie richt zich op meer spreiding. Jaarlijks wordt er opnieuw gecommitteerd naar nieuwe fondsen.
4. De oude portefeuille bestond voor ongeveer 90% uit core beleggingen. De nieuwe commitments voegen meer value add en opportunistische infrastructuur toe aan de portefeuille.<sup>4</sup>
5. De nieuwe portefeuille wordt nog steeds ingevuld met fondsbeleggingen.

Daarnaast richt PGB zich met de nieuwe strategie op:

- Diversificatie over sectoren. PGB zoekt een invulling waarbij gediversifieerd wordt over: transport (zoals havens, luchthavens, tolwegen, bruggen, tunnels en spoorwegen), nutsbedrijven/energie (zoals energiedistributie, energieopslag, energiegeneratie, afvalverwerking, riolering en waterzuiveringsinstallaties), communicatie (zoals kabelnetwerken, satellieten en zendmasten), hernieuwbare energie (zoals zonnepanelen en windmolens) en sociale infrastructuur (zoals

Figuur 2: Regioverdeling van de oude (links) en nieuwe (rechts) infrastructuurportefeuille





scholen, ziekenhuizen, stadions en gevangenissen).

- Het hebben van significante posities in fondsen. Hierdoor heeft PGB een positie in de advisory board van de beleggingen en raakt de portefeuille niet te versnipperd. In praktijk betekent dit dat in ongeveer 10 fondsen wordt geïnvesteerd, waaraan in de regel tussen de EUR 50 – EUR 150 miljoen gealloceerd wordt. Deze opzet zorgt voor diversificatie over regio's, sectoren en vintage jaren zonder teveel versnippering van de portefeuille.
- Het klein tot midden segment. PGB selecteert fondsen die investeren in beleggingen van EUR 100 – EUR 500 miljoen. Dit segment vindt PGB aantrekkelijk omdat dit vaak complexere deals zijn waar de concurrentie minder groot is. De strategie richt zich dus niet op de grote core infrastructuurbeleggingen van meer dan EUR 1 miljard die momenteel in trek zijn bij grote beleggers die veel vermogen in infrastructuur beleggen.
- Het klimaatbeleid van de manager en de visie op de Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Daarnaast wordt tijdens selectietrajecten op de UN Sustainable Development Goals getoetst en gemonitord.

#### *Selectietraject hernieuwbare energie*

In de voorgaande paragraaf gaven we aan dat PGB binnen het infrastructuurprogramma in verschillende sectoren belegt. Eén van die sectoren is de sector hernieuwbare energie. De invulling hiervan is als volgt tot stand gekomen.

De ruim zestig infrastructuurfondsen in de markt die op zoek waren naar kapitaal vormden het universum voor dit selectietraject. In een eerste stap werden deze fondsen beoordeeld op aansluiting bij het strategieplan. Bij de start van het selectietraject werd niet op een specifieke sector en/of regio gezocht, omdat op verschillende vlakken (zowel regio's als sectoren) diversificatie gezocht werd. Dit resulteerde in een zogenaamde long list van twaalf passende en potentieel aantrekkelijke fondsen. Deze werden met behulp van een uitgebreide vragenlijst beoordeeld, waarna een short list van vier fondsen over bleef. De belangrijkste selectiecriteria voor de uiteindelijke keuze waren: voldoen aan doelstellingen strategieplan, positief due diligence oordeel en voldoen aan toetsingskaders zoals beloningsbeleid. Na on-site bezoeken en de operationele due diligence bij de vier partijen is besloten om aan het fonds van Actis te committeren.

Het gekozen fonds is een hernieuwbare energie fonds dat belegt in opkomende markten via een value add strategie. Actis richt zich op objecten in opkomende markten waar ze met een 'buy and build'<sup>5</sup> strategie waarde toevoegen. Door deze investeringen te laten groeien, te professionaliseren middels westerse standaarden en te optimaliseren voegen ze waarde toe.

Het fonds past op diverse manieren goed binnen de bestaande portefeuille. Ten eerste zorgt deze voor diversificatie over sectoren: de daling in hernieuwbare energie exposure als gevolg van afloop van huidige fondsen wordt opgevangen door deze commitment. Ten tweede wordt spreiding over investeringsjaren bereikt: dit commitment is de tweede in 2 jaar tijd waarmee spreiding over investeringsjaren verkregen wordt. Ten derde wordt spreiding verkregen over regio's en landen, waaronder Midden- en Zuid-Amerika, Afrika en Azië. Met deze allocatie wordt invulling gegeven aan een deel van de non-OECD allocatie. Ten vierde past deze goed in de aanpak waarbij beheersbaarheid via een beperkt aantal grotere commitments wordt gewaarborgd. Tot slot past de keuze bij de focus op het klein tot midden segment, omdat de buy & build strategie van het fonds zich hierop richt.

## *Bij de beoordeling van de risico's van deze investering is extra aandacht besteed aan corruptie in opkomende landen*

De beleggingen in opkomende markten hebben volgens PGB een aantrekkelijker rendementspotentieel dan ontwikkelde landen. Het risicoprofiel is ook hoger, maar dit wordt voldoende gecompenseerd door het verwacht overrendement van 5% ten opzichte van infrastructuur in ontwikkelde markten. Daarnaast beperken risico-mitigerende maatregelen binnen het fonds – zoals garanties van de Wereldbank – het hogere risico. Hierdoor heeft dit fonds een aantrekkelijk rendement-risicoprofiel.

Bij de beoordeling van de risico's van deze investering is extra aandacht besteed aan corruptie in opkomende landen. Actis heeft een reputatie hoog te houden van een 'zero tolerance' beleid voor omkoping en andere vormen van corruptie. Overheden kennen Actis als een betrouwbare partij die niet alleen naar financiële belangen kijkt. De positieve resultaten en bijbehorende reputatie die Actis heeft opgebouwd in de verschillende regio's helpen bij het opstarten van nieuwe projecten en het verkopen van bestaande investeringen.

Actis investeert hoofdzakelijk in het opwekken van hernieuwbare elektriciteit. De beoogde regionale spreiding is 54% Midden- en Zuid-Amerika, 26% Afrika en 20% Azië. Actis vervangt bijvoorbeeld dure en vervuilende dieselgeneratoren voor Afrikaanse huishoudens. Deze worden vervangen door meer gecentraliseerde elektriciteitsopwekking,

waardoor de energievoorziening goedkoper, schoner en betrouwbaarder wordt. Dit levert een goed rendement voor de deelnemer van PGB op en draagt tegelijk bij aan verbetering van lokale leefomstandigheden.

## *Door middel van deze belegging wordt het pensioenvermogen van deelnemers met een aantrekkelijke risico-rendement verhouding geïnvesteerd en wordt een positieve maatschappelijke bijdrage geleverd*

Vanuit de achtergrond als voormalige Britse ontwikkelingshulporganisatie is maatschappelijk verantwoord beleggen ('ESG') verankerd in de cultuur van het bedrijf. Actis voert ESG integraal door in al haar beleggingsoverwegingen. Vanaf de eerste screening wordt ESG betrokken bij het beleggingsvoorstel. Actis implementeert westerse standaarden op gebied van de uitvoering, gezondheid, veiligheid, milieu en besturing. Onderdeel hiervan is dat elke belegging een deel van opbrengst investeert in de lokale gemeenschap.

Samenvattend heeft PGB het fonds van Actis geselecteerd omdat:

- Actis lokaal een sterke aanwezigheid heeft in opkomende markten om goed te kunnen opereren
- Er een grote focus is op het nemen en implementeren van risico beperkende maatregelen
- ESG volledig geïntegreerd is in het proces en dit een belangrijk speerpunt is van Actis
- Actis een sterk track record heeft met de vorige drie vergelijkbare fondsen
- De opkomende landen exposure zorgt voor een goede en passende toevoeging voor de infrastructuur portefeuille, waardoor extra diversificatie ontstaat.

Daarnaast is er sprake van een goede alignment vanwege de participatie van medewerkers in het bedrijf en het fonds, is de commitment van Actis in het fonds groot en werkt het team al lang samen.

### *Besluitvorming*

Het selectietraject is vanuit het vier-ogen-principe door twee portefeuillemanagers extern beheer van PGB Pensioendiensten gedaan. Daarnaast beoordeelde Risk Management de propositie. Na het positieve oordeel is het voorstel eerst naar het Investment Committee (IC) gegaan en vervolgens naar de Balansbeheer Advies Commissie (BAC) van Pensioenfonds PGB. De BAC heeft vervolgens zelf overleg gevoerd met Actis, waar naast de reguliere onderwerpen extra aandacht besteed is aan corruptie in opkomende landen. Na deze meeting is het voorstel met positief advies voorgelegd aan het Bestuur en door hen goedgekeurd.

Door middel van deze belegging wordt het pensioenvermogen van de deelnemers van PGB met een aantrekkelijke risico-rendement verhouding geïnvesteerd en wordt een positieve maatschappelijke bijdrage geleverd. ■

### **Noten**

- 1 Peter Dietvorst is Manager Extern Beheer PGB Pensioendiensten en Siert Vos is Policy Advisor PGB Pensioendiensten.
- 2 Hierbij wordt ook rekening gehouden met de beleidskaders, zoals liquiditeitsbeleid, tegenpartijrisicobeleid, het maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid, derivatenbeleid, uitbestedingsbeleid en beloningsbeleid.
- 3 In de referentieportefeuilles worden infrastructuur en private equity samen genomen, zowel vanwege de

gehanteerde fondsstructuur bij beide categorieën, als vanwege de focus van het infrastructuurprogramma.

- 4 Core beleggingen kenmerken zich veelal door langetermijncontracten, een laag risico en netto rendement: 5-7%, vaak hogere leverage en een focus op cash yield. Bij value add beleggingen voegt de fondsmanager waarde toe door bijvoorbeeld uitbreidingen, acquisities of operationele verbeteringen. Dit geeft een hoger risico en netto rendement dan core beleggingen: >8%. Het rendement bestaat deels uit cash yield

(50%) en deels uit waardeverhoging van de beleggingen. Opportunistic infrastructuur heeft een private equity component. Dit is vaak een combinatie van een commerciële onderneming met de monopolistische eigenschappen van infrastructuur. Dit geeft een nog hoger risico en rendement: >10%. Er is een beperkte focus op cash yield en meer op de waardeverhoging van de beleggingen.

- 5 Dit is een strategie waar middels overnames grotere ondernemingen ontstaan waarmee middels deze autonome groei geprofiteerd kan worden van schaalvoordelen.