

Zoeken naar voorspelbare cashflows bij infrastructuur

Door David van Bragt en Ronald Kok

Het VBA Journaal sprak voor deze editie met Patrick Kanters, Managing Director Global Real Estate & Infrastructure bij APG Asset Management. Hij is bij APG AM verantwoordelijk voor de beleggingen in "real assets", het onderwerp van dit nummer. In het geval van APG zijn dit met name beleggingen in vastgoed, infrastructuur maar ook zogenaamde "natural resources". Deze laatste categorie omvat investeringen in onder meer bosbouw en agrarische grond. Patrick is, naast de real assets tak, ook verantwoordelijk voor private equity. Zijn team opereert vanuit drie kantoren: Amsterdam, New York en Hong Kong.

Even voor ons gevoel, over hoeveel vermogen hebben we het dan?

We hebben ongeveer 50 à 55 miljard euro geïnvesteerd in vastgoed. Onze beleggingen in infrastructuur bedragen iets meer dan 20 miljard. Natural resources is de kleinste loot aan de stam. Ten slotte zit een kleine 3 miljard euro in private equity.

Hoe zit het met de modellering van de beleggingen in real assets, zijn er überhaupt historische data aanwezig?

Dat blijft met name bij infrastructuur een uitdaging. Voor vastgoed hebben we natuurlijk veel data. Zowel voor beursgenoteerd vastgoed als voor niet-beursgenoteerd vastgoed. Dus dat valt relatief eenvoudig te monitoren. We zijn pas sinds 2004 actief als belegger in infrastructuur. Bij real estate kan je genoteerd vastgoed gebruiken als proxy voor vastgoed algemeen – dat is lastiger bij infrastructuur. Beursgenoteerde infrastructuur is vaak een hele mix van ondernemingen, zoals conglomeraten en bouwbedrijven met exposure naar infrastructuur. Dus daar valt nog veel te verbeteren. Er worden goede initiatieven ontplooid, maar uiteindelijk willen we lange reeksen hebben van 10, 15 jaar of langer om dat goed te kunnen modelleren.

Hoeveel impact kun je maken op het gebied van duurzaamheid met real assets beleggingen?

Volgens een onderzoek wordt 40% van de CO₂-emissies wereldwijd uitgestoten door vastgoed- en infrastructuur. Wij kunnen hier daadwerkelijk invloed uitoefenen.

In onze vastgoedportefeuille weten we precies waar elk gebouw staat, wat de CO₂-uitstoot is per gebouw en hoe de ontwikkeling verloopt richting net zero volgens het klimaatakkoord van Parijs. Als de ontwikkeling richting net zero van een gebouw stopt, dan is dat een teken dat extra investeringen noodzakelijk zijn om te verduurzamen.



Patrick Kanters is sinds 2005 Managing Director Global Real Estate & Infrastructure bij APG Asset Management. Daarnaast is hij sinds 2012 voorzitter van European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles INREV. Tevens is Kanters sinds 2011 bestuurslid van European Public Real Estate Association EPRA.

Op het gebied van vastgoed zijn er twee duurzaamheidsrisico's. Ten eerste dus het transitierisico, en daarnaast het fysieke risico. In welke mate zijn we blootgesteld aan droogte, stormen of overstromingen? Dat brengen we voor al ons vastgoed in kaart. Bij infrastructuur gaat het iets langzamer, maar ook daar maken we dezelfde ontwikkeling door. We kijken ook daar naar onze beleggingen in hoeverre ze compliant zijn met het klimaatakkoord van Parijs.

We willen met onze investeringen in vastgoed, infrastructuur en natural resources een hoge bijdrage leveren aan de Sustainable Development Goals. Met ons infrastructuur mandaat hebben we een sterke voorkeur voor investeringen die rechtstreeks bijdragen aan de energietransitie.

WE WILLEN BIJ INFRASTRUCTUUR NATUURLIJK VOORKOMEN DAT WE NIET EENZELFDE RISICOBLOOTSTELLING HEBBEN ALS BIJ VASTGOED. DAN ZOU HET WEINIG TOEVOEGEN VOOR ONZE KLANT

Om een voorbeeld te geven. We hebben recent aangekondigd dat we beleggen in Ausgrid, dat is een elektriciteitsbedrijf in Sydney. Een elektriciteitsnetwerk zit midden in de energietransitie. Het netwerk moet nog enorm verzaamd worden, want het "grid" gaat veranderen. Niet langer alleen elektriciteit afnemen, maar ook terug leveren.

Een ander duurzaam voorbeeld is onze investering in Stockholm Exergi. Dat is een warmtenetwerk in Stockholm dat als doelstelling heeft om in 2025 klimaatneutraal te zijn.

Laten deze duurzame beleggingen ook een outperformance zien?

Er zijn steeds meer wetenschappelijke studies die aantonen dat duurzame en verantwoorde beleggingen beter renderen. In de praktijk zien we dat duurzame kantoorgebouwen makkelijker huurders vinden, die bovendien een premie op de huurprijs willen betalen. Dat brengt dus een hogere waardering met zich mee. Niet duurzame gebouwen staan vaker leeg en hebben investeringen nodig om duurzaam te worden.

De verduurzaming van vastgoed heeft twee oorzaken. Enerzijds is er regulering. Gebouwen moeten aan bepaalde maatstaven voldoen. In Nederlands moet je energieklassen C zijn, anders mag je een gebouw niet meer verhuren. Door die regulering krijg je een prijsopdrijvend effect voor de energiezuinige panden. Daarnaast verschuift dus de vraag. Met name in Europa eisen huurders duurzame gebouwen.

Er is veel geld nodig voor de energietransitie, dat lukt ook en dat is een goede zaak als je kijkt naar impact. Merk jij iets van concurrentie op dit soort projecten?

Ja, we merken inderdaad dat het rendement op projecten die bijdragen aan de energietransitie erg krap wordt. Daarom proberen we in een eerder stadium te participeren in de

ontwikkeling van projecten als windparken en dergelijke. Zo lukt het om alsnog een redelijk rendement te maken. Maar met name in Europa is het rendement op sommige projecten te laag voor ons.

Hoe kijkt APG aan tegen engagement met bedrijven. Onlangs besloot jullie grootste klant, ABP, niet langer te investeren in Shell. Heeft dat zin?

De klant beslist uiteindelijk waarin belegd wordt. Sommigen kiezen om uit bepaalde sectoren te stappen. Anderen willen juist actief in gesprek blijven met bedrijven, om zo hun invloed als belegger aan te wenden voor duurzame keuzes.

Bij de private kant is engagement overigens veel effectiever dan bij de beursgenoteerde partijen. De laatste tien jaar zijn we veel directer gaan beleggen, met grote belangen in de private kant. Met belangen van 10 tot 40 procent – waarbij we ook in het bestuur van bedrijven zitting nemen. Dan sturen we echt mee op strategische vraagstukken. De duurzaamheidsagenda kunnen we op deze manier meer vaart geven. We zijn dan meer een partner geworden. Soms zijn we daarin een veeleisende partner – maar wel met de lange termijn in het achterhoofd.

Als jullie een grote deelneming nemen in een bedrijf, is er dan geen grote kennisachterstand ten opzichte van de expertise van het management?

Wij hebben belangrijke ontwikkelingen doorgemaakt. Voorheen committeerden we geld aan fondsen. Ze hadden een eigen mandaat om te investeren, maar daar stonden wij op een veel grotere afstand.

We zijn tegenwoordig dichterbij op deze beleggingen gekropen en dat vraagt ook meer van onze mensen. Het is arbeidsintensiever en we hebben daarom ook grotere teams. We hebben nu meer specifieke kennis in huis. Bijvoorbeeld mensen die veel verstand hebben van renewables, of helemaal thuis zijn in data netwerken. Daarnaast beleggen we doorgaans samen met het management van bedrijven, zodat de belangen parallel lopen. Uiteindelijk investeren we samen met de partij die het operationeel management gaat uitvoeren.

Hoe groot zijn jullie teams van infrastructuur en vastgoed?

Bij vastgoed hebben we iets meer dan 50 mensen in de front office zitten, verdeeld over de drie regio's. Infrastructuur is iets kleiner, met ongeveer 35 mensen. National resources wordt beheerd door een team van acht mensen.

Hoe hebben de infrastructuurbeleggingen zoals tolwegen gepresteerd tijdens de coronapandemie?

Onze investeringen in tolwegen doen het op de langere termijn goed. Ook in de VS en in Australië. Maar in het begin van de coronapandemie zijn de tolwegen natuurlijk hard geraakt. Zo kochten we vlak voor de pandemie begon de Portugese tolwegbeheerder Brisa. Inmiddels zijn de grootste verkeersbewegingen terug op het niveau van voor de coronapandemie. Je moet het natuurlijk op lange termijn meten.

De coronacrisis veroorzaakte uiteenlopende rendementen bij infrastructuur. Bij digitale netwerken gingen de prijzen door

het dak, en luchthavens werden hard geraakt. We zagen nooit eerder zo een brede dispersie in rendementen.

Hetzelfde effect zagen we ook in het vastgoed. Aan de ene kant van het spectrum was het dramatisch met de winkelcentra en de hotels. Aan de andere kant explodeerde de waarde van de distributiehallen en de datacentra.

We hebben een duidelijk omschreven investeringsstrategie en we proberen nadrukkelijk te beleggen op basis van de megatrends. De demografie verandert, er is ecologische verandering, er is nadruk op duurzaamheid. Continu zit in ons achterhoofd: hoe kunnen we profiteren van de ontwikkeling van deze megatrends. Ik wil niet beleggen in de economie van vandaag, maar in de economie van morgen.

Hoe zit het met de spreiding van de infra beleggingen?

Bij infrastructuur hebben we uitschieters met belangen van een miljard, dat is in één klap 5 procent van de portefeuille. Maar dat zijn de uitzonderingen. Infrastructuurprojecten worden alleen maar groter en om een te grote concentratie te voorkomen werken we vaak samen in consortia. We werken bijvoorbeeld samen met NPS, dat is het grootste pensioenfonds van Zuid Korea. Gezamenlijk hebben we geïnvesteerd in Stockholm's Exergi en Ausgrid in Sydney.

Investeren in infrastructuur doe je voor de lange termijn.

Hoe ga je om met de lange termijn risico's?

Infrastructuur projecten zijn natuurlijk ingebed in regulering. We kijken daarom nadrukkelijk naar de betrouwbaarheid van de overheid en de regelgeving in een land. In sommige landen hebben we een heel lange historie. In andere landen hebben we minder ervaring met lokale regelgeving en overheid. Dat moeten we dan uiteraard verdisconteren in het verwachte rendement.

Hebben recente ontwikkelingen zoals corona of de situatie in Rusland nog invloed gehad op jullie visie op de megatrends?

We hebben alleen maar meer overtuiging gekregen dat beleggen met megatrends in het achterhoofd verstandig is. Door corona hebben een aantal ontwikkelingen zoals thuiswerken zich juist versneld. Waar we nu staan, daar waren we anders pas over vijf jaar geweest.

We investeren met real assets overigens in het geheel niet in Rusland.

Zijn er concrete voorbeelden van successen en mislukkingen?

Met vastgoed hebben we veel succes behaald met het ontwikkelen van woningen voor de verhuur. In Nederland beschouwen we de huurwoningmarkt als een normaal fenomeen, maar veel Europese landen hebben een minder ontwikkelde markt voor huurwoningen in het middensegment. In bijvoorbeeld Spanje, het VK en Ierland hebben we mede aan de wieg gestaan van het ontstaan van een markt voor huurwoningen. Natuurlijk hadden we de wind mee gelet op de lage rente en stijgende woningprijzen.

Aan de andere kant zal het niemand verbazen dat ons belang in Brussels Airport, ongeveer anderhalf jaar voordat de pandemie

toesloeg, niet in waarde toegenomen is. Dat blijft een zaak van de lange adem.

Is er spanning tussen de rendementseisen en het halen van de SDG's?

Ja, daar kan inderdaad spanning op zitten. In het begin van het interview hebben we het hier met betrekking tot renewable energy ook over gehad. Er zijn zoveel partijen die daarin willen beleggen, met name in Europa staat daar het rendement onder druk. Wij kunnen met onze investeringen in real assets een goed rendement halen en tegelijk een relevante bijdrage leveren aan de energietransitie.

Hoe is de schaalgrootte van APG AM in real assets ten opzichte van andere beleggers, wereldwijd?

Op het gebied van vastgoed zijn we nummer 5 belegger in de wereld. Bij infrastructuur zitten we op plek 6 á 7. Dat is overigens geen doel op zich.

IK WIL NIET BELEGGEN IN DE ECONOMIE VAN VANDAAG, MAAR IN DE ECONOMIE VAN MORGEN

We kunnen bij de grote projecten veel invloed uitoefenen, maar we zoeken voortdurend naar de balans tussen kosten, rendement, risico en duurzaamheid. Onze klanten laten zich ook steeds nadrukkelijker horen op het gebied van duurzaamheid. De lat wordt steeds hoger gelegd en dat is een goede zaak natuurlijk.

Speelt de liquiditeit van de beleggingen in real assets nog een rol in de keuzes voor beleggingen?

Liquiditeit speelt bij real assets geen belangrijke rol. Tactische allocatie is relevant bij aandelen en fixed income, maar deze asset classes zijn daar niet voor ingericht. Ergens is het gebrek aan liquiditeit ook aantrekkelijk, het dwingt je tot het behouden van een lange termijnvisie.

We hoeven ook niet te sturen op een bepaald liquiditeitsprofiel. Een interessante bijkomstigheid van deze illiquide investeringen is dat ze doorgaans een tamelijk hoog dividendrendement genereren. Dus in die zin wordt ook een stuk liquiditeit verstrekt.

Als laatste: de waardering van illiquide beleggingen lijkt een uitdaging, hoe pakken jullie dat aan?

Al onze investeringen worden onafhankelijk gewaardeerd door externe partijen. Overigens zijn er steeds meer transacties in deze markt, wat weer houvast biedt voor de waarderingen. Uiteindelijk gebeurt de waardering vooral met discount cashflow methoden. Wat betreft het risico: juist bij infrastructuur zijn het vaak hele voorspelbare cashflows. Dat is ook wat we nadrukkelijk zoeken.