



Illiquide beleggingen onder de Wtp

Illiquide beleggingen leveren voor pensioenfondsen aantrekkelijke rendementen en diversificatievoordelen op, maar brengen ook uitdagingen met zich mee. Jeroen Roskam en Reinout van Tuyl van Achmea Investment Management beantwoorden enkele cruciale vragen over dit type beleggingen onder het nieuwe pensioenstelsel.

Door Daan Nijssen

Hoe aantrekkelijk zijn illiquide beleggingen onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp)?

Reinout van Tuyl: 'Het toevoegen van illiquide beleggingen blijft onder de Wtp een goede manier om het risicoprofiel van de portefeuille te verbeteren. Ze bieden diversificatie aan een beleggingsportefeuille en gaan gepaard met een aantrekkelijk rendement en een lage volatiliteit. De overgang naar een nieuwe pensioenregeling verandert niets aan deze eigenschappen.'

Figuur 1 geeft weer hoe binnen onze organisatie het beleggingsuniversum wordt ingedeeld naar de primaire bron van risico. We onderscheiden drie portefeuillerollen: Inflatie & Diversificatie, Rendement, en Veiligheid & Matching. Private equity is ingedeeld bij Rendement, hypotheek vallen onder Veiligheid & Matching, en vastgoed en infrastructuur bieden Inflatie & Diversificatie.

Binnen het Financieel Toetsingskader (FTK) worden de lusten en de lasten van illiquide beleggingen via de dekkingsgraad collectief gedeeld. Onder de Wtp wordt de link tussen de beleggingsportefeuille en het vermogen van de deelnemer meer expliciet dan binnen het FTK. Dit betekent dat alhoewel illiquide beleggingen nog steeds een waardevolle toevoeging zijn aan een beleggingsportefeuille, de voor- en nadelen explicieter zichtbaar worden.'

Jeroen Roskam: 'Daarnaast bieden illiquide beleggingen de mogelijkheid om te investeren in projecten of bedrijven die een positieve maatschappelijke impact hebben, zoals duurzame energieprojecten. Dit sluit goed aan bij de ambitie van veel pensioenfondsen om niet alleen financieel rendement te behalen, maar ook maatschappelijke waarde te creëren.'

Wat zijn de belangrijkste uitdagingen voor illiquide beleggingen binnen de nieuwe pensioenregelingen?

Jeroen Roskam: 'De belangrijkste uitdagingen zijn stale pricing en kosten. Daarnaast kunnen uiteraard allocatie-effecten ontstaan waarop – gezien het illiquide karakter – niet bijgestuurd kan worden. Dit laatste vraagt, net als nu binnen het FTK, om een goed portefeuilleplan.'

‘Relatief gezien zijn het de jongeren die de meeste lasten dragen én die het meest profiteren van de lusten van illiquide beleggingen.’

De waardering van illiquide beleggingen komt met vertraging beschikbaar waardoor deze niet alle recente marktontwikkelingen reflecteert. Dit wordt stale pricing genoemd. Het handelen op vertraagde koersen kan impact hebben op individuele pensioenkapitalen. Dit is met name relevant bij grote marktbevingen die gelijktijdig plaatsvinden met grote mutaties, zoals invaren of (collectieve) waardeoverdrachten. Hoe langer de vertraging in waardering, hoe groter de potentiële impact.

In het geval van een marktschok, en afhankelijk van de vertraging, kan een koers die met vertraging beschikbaar komt voor categorieën als private equity en infrastructuur historisch gezien 15% tot 20% lager liggen dan de koers die beschikbaar was op het moment van het verwerken van de mutatie of van bijsturing van de portefeuille.

Daarnaast zijn er uitdagingen met betrekking tot de kosten. Illiquide beleggingen gaan vaak gepaard met hogere beheerkosten. Daar staan naar verwachting hogere rendementen en/of een betere diversificatie en potentiële maatschappelijke impact tegenover.

Pensioenfondsen moeten zorgvuldig afwegen of de potentiële voordelen van illiquide beleggingen opwegen tegen deze extra kosten. Daarbij is het verstandig om de bestaande kaders rondom kosten en instrumentkeuzes opnieuw tegen het licht te houden. Indien de actuele kosten van een categorie als (te) hoog worden ervaren, kan een pensioenfonds andere implementatievormen afwegen. Zo kan een belegging in een breed gespreid open-end fonds lagere kosten met zich meebrengen dan een combinatie van beleggingen in gespecialiseerde closed-end fondsen.

Wat betekent het toevoegen van illiquide beleggingen voor verschillende leeftijdscohorten?

Van Tuyl: ‘Illiquide beleggingen hebben een positief effect op het risicorendementsprofiel van een beleggingsportefeuille. Dit heeft weer een positief effect op het verwachte pensioen voor zowel jongere als oudere deelnemers. Zo bieden illiquide beleggingen zoals vastgoed en infrastructuur exposure naar de risicobron inflatie. Deze categorieën zorgen ervoor dat de portefeuille minder kwetsbaar wordt in



Jeroen Roskam

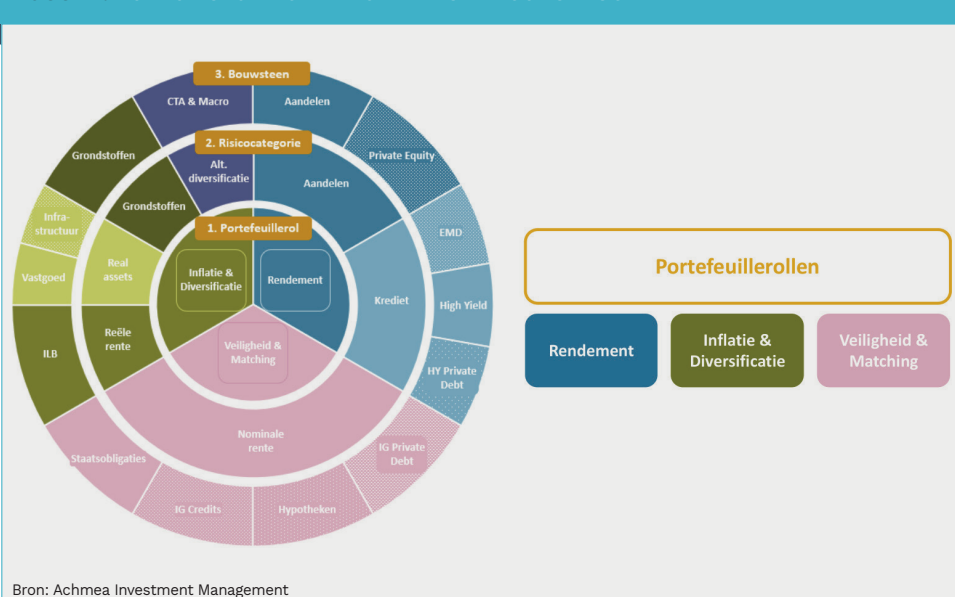
Senior Fiduciair Adviseur,
Achmea Investment
Management



Reinout van Tuyl

Senior Investment Strategist,
Achmea Investment
Management

FIGUUR 1: TOEKOMSTGERICHTE PORTEFEUILLECONSTRUCTIE



een scenario met hoger dan verwachte inflatie.’

Roskam: ‘Illiquide beleggingen zoals hypotheek en private equity hebben een rol als return enhancers binnen de beschermingsportefeuille en de rendementsportefeuille. Het merendeel van de illiquide beleggingen zal onderdeel vormen van de rendementsportefeuille. Jongeren krijgen de hoogste impliciete (SPR) of expliciete (FPR) allocatie naar de rendementsportefeuille. Relatief gezien zijn het dan ook de jongere deelnemers die de meeste lasten dragen én die het meest profiteren van de lusten van illiquide beleggingen.

Pensioenfondsen doen er verstandig aan om de effecten voor de eigen portefeuille op cohortniveau inzichtelijk te maken.’

Hoe kunnen pensioenfondsen omgaan met de vertraagde waardering?

Roskam: ‘De meest voor de hand liggende oplossing is om gebruik te maken van de laatst bekende koers als basis voor transacties en mutaties. Daarmee wordt de vertraging in waardering de facto ‘gewoon’ geaccepteerd. Daarbij kunnen ze externe managers aansporen om tot snellere en frequentere waarderingen te komen. Het hanteren van een eigen schatting van de koers van illiquide beleggingen is complex en brengt nieuwe en onwenselijke risico’s voor pensioenfondsen met zich mee.

Aanvullend kunnen pensioenfondsen in samenspraak met hun uitvoerders uitwerken hoe invulling wordt gegeven aan significante (collectieve) waardeoverdrachten, specifiek ten tijde van marktvolatiliteit. Dit vertaalt zich in het opstellen van een set regels.

Ook dienen pensioenfondsen na te denken over de risico’s bij invaren en mogelijk vooraf te definiëren of zich situaties kunnen voordoen die met terugwerkende kracht om mutaties op deelnemersniveau vragen en welke (on)mogelijkheden hierbij gelden.’

Van Tuyll: ‘Pensioenfondsen doen er verstandig aan om de investment cases en portefeuilleplannen van illiquide asset classes opnieuw te beoordelen, met nadruk op de waarderingsfrequentie. Het continu achteraf vereffenen van koersaanpassingen is onder de Wtp ondoenlijk.’

‘In de VS zijn er illiquide vastgoedbeleggingen die dagelijks gewaardeerd worden door samenwerkingen met zogenaamde valuation management companies.’

Wat zijn de ontwikkelingen in de markt om waarderingen sneller beschikbaar te krijgen?

Roskam: ‘Uit een rondvraag onder illiquide managers blijkt dat er bij fondsen met vooral Nederlandse klanten een verschuiving plaatsvindt van waardering per kwartaal naar waardering per maand. Dit zijn met name Nederlandse vastgoed- en hypotheekfondsen. Private equity- en infrastructuurfondsen zijn meestal internationaal georiënteerd. Daar speelt dit niet.

Ook Nederlandse vastgoedbeheerders onderzoeken of frequenter waarderen en taxeren haalbaar is. Maandelijks waarderen lijkt hierbij mogelijk. Op de korte termijn kan dit door verwerkte maandmutaties door te rekenen in de waardering (verkoopresultaten, dividenden, intredingen en uittredingen). Op de lange termijn wordt ook nagedacht over geautomatiseerde taxaties (automated value modelling), vergelijkbaar met wat al in de Verenigde Staten gebeurt.

Frequenter extern taxeren (bijvoorbeeld maandelijks) lijkt ondoenlijk, zowel qua taxatiecapaciteit als qua kosten. In de VS zijn er illiquide vastgoedbeleggingen die dagelijks gewaardeerd worden door samenwerkingen met zogenaamde valuation management companies. Deze trend kan zich uitbreiden naar andere beleggingscategorieën en ook toepasbaar worden voor Europese of Nederlandse beleggers. ■

Disclaimer

Dit is reclame. Deze informatie is alleen bestemd voor professionele beleggers. Deze informatie is momentafhankelijk en met zorg samengesteld, bevat geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen, geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, en geen juridisch of fiscaal advies. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging aanhoudt. Beleggen kent risico's en kosten. Achmea Investment Management B.V. als beheerder van beleggingsinstellingen, is ingeschreven in het register van de AFM.

IN HET KORT

Illiquide beleggingen blijven onder de Wtp een goede manier om het risicoprofiel van de portefeuille te verbeteren en maatschappelijke waarde te creëren.

De vertraagde waardering van illiquide beleggingen heeft impact op het kapitaal van deelnemers. Dit heeft vooral impact bij grote mutaties in combinatie met marktschokken.

Pensioenfondsen kunnen de investment cases tegen het licht houden en in gesprek gaan met hun externe vermogensbeheerders om tot een snellere en frequentere waardering te komen.