



Lagere volatiliteit en hogere rendementen maken private markets onder de Wtp nog interessanter

Private markets spelen een steeds grotere rol in de portefeuilles van pensioenfondsen. Ze bieden niet alleen extra rendement, maar kunnen ook de schokken van beursvolatiliteit dempen, wat vooral onder het nieuwe pensioenstelsel belangrijker wordt. Een goede managerselectie en governancestructuur zijn echter wel de sleutel tot succes stelt Hans de Ruiter, CIO bij Pensioenfonds TNO.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken Fotografie

Welke rol hebben private markets in de institutionele portefeuille?

‘In de meeste gevallen komen beleggingen in private markets in de rendementsportefeuilles terecht, waar ze uiteenlopende doelen dienen. Ten eerste het genereren van een additioneel rendement ten opzichte van beleggingen in publieke markten, bijvoorbeeld via de illiquiditeits- en complexiteitspremie. Daarnaast dragen private markets bij aan de diversificatie van de portefeuille. Over het algemeen hebben ze een beperkte correlatie met de publieke markten, zeker over een kortere beleggingshorizon.

Als ik de vraag toespits op pensioenfondsen, dan valt hier nog iets meer over te zeggen vanwege de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Onder de Wtp zijn zowel het vermogen als het verwachte pensioen relevant. Het verwachte pensioen speelde in het oude pensioenstelsel ook al een belangrijke rol en het vermogen was vooral van belang in het kader van de dekkingsgraad. Onder de Wtp gaan we beleggen volgens een life-cycle-benadering, waarbij het beleggingsbeleid is afgestemd op de leeftijd van de deelnemers. Voor jongeren zal het

risicoprofiel hoger liggen dan thans het geval is, en voor ouderen juist lager. Daarnaast is een goede communicatie vereist over de ontwikkeling van zowel het verwachte pensioen als het vermogen. Deelnemers gaan zich veel meer bewust worden van het verloop van hun vermogen. Het is te verwachten dat oudere actieven de focus hebben op het verwachte pensioen, terwijl jonge actieven meer aandacht hebben voor het vermogen. Het pensioen ligt immers in de verre toekomst. Het feit dat jonge actieven in het nieuwe stelsel een risicovollere portefeuille krijgen, gecombineerd met het feit dat zij waarschijnlijk vaker naar de vermogensontwikkeling gaan kijken, stelt pensioenfondsen voor een uitdaging. Een risicovollere portefeuille betekent immers een volatielere vermogensontwikkeling. Dit stelt hogere eisen aan de communicatie vanuit pensioenfondsen.

Het is echter ook mogelijk om de hogere volatiliteit te dempen door private markets toe te voegen. Deze beleggingen kenmerken zich door een lagere volatiliteit, terwijl ze ook uitzicht bieden op een hoger verwacht rendement. Kortom, door ze toe te voegen aan de portefeuille, dragen we bij aan een ‘smooth ride to a better long-term >

outcome'. Dit geldt natuurlijk ook voor de oudere actieven, maar gezien de verwachte focus van jongere actieven op het vermogen is de demping van volatiliteit voor hen van groter belang. Het belang van een 'smooth ride' moeten we niet onderschatten. Ik denk dat onder de Wtp meer dan voorheen de reis belangrijk wordt en niet alleen de (verwachte) uitkomst. Aangezien pensioen ook een gevoelsproduct is, is het van belang dat we de reis zo aangenaam mogelijk maken door te zorgen dat we met zo min mogelijk turbulentie op de plaats van bestemming aankomen.'

Op papier zijn de verwachte rendementen relatief hoog en de volatiliteit relatief laag. Een 'free lunch' dus? Wat zijn de verborgen risico's?

'Het is goed om wat nader stil te staan bij de lage volatiliteit. Voor private markets is deze veelal een stuk lager dan voor beleggingen op de publieke markten. Dat hangt mede samen met de wijze van waarderen. Door het ontbreken van een dagelijkse 'mark-to-market' waardering ontstaat er een bepaalde traagheid in de prijsvorming, wat leidt tot een relatief lage volatiliteit. Dat is echter maar één kant van de medaille. De andere kant is dat de volatiliteit op de publieke markten wellicht te hoog is. De volatiliteit daar is immers een functie van de 'fundamentals' en de emotie van de beleggers.

Idealiter zou je willen dat de volatiliteit het risico van de fundamentals reflecteert. Sinds de studies van Robert Shiller in de jaren tachtig, en de vele studies die daarna zijn verschenen, weten we echter dat een groot deel van de volatiliteit op de publieke markten toe te schrijven is aan de emotie van beleggers. Zo bezien is de volatiliteit op de private markten wellicht een betere reflectie van de fundamentals dan die op de publieke markten. Persoonlijk vind ik het als belegger best fijn als ik door toevoeging van beleggingen in private markets het emotierisico in mijn portefeuille wat kan reduceren. Dit laat onverlet dat private markets beleggin-

gen additionele risico's kennen. Door het illiquide karakter ben je als belegger minder wendbaar. De verminderde mogelijkheid tot bijsturing is een additioneel risico. Ik denk overigens dat je dit risico via een goede portefeuillestructurering goed kunt mitigeren.

Een ander mogelijk risico is geringere transparantie. Dat is inherent aan private markets. In het verlengde daarvan is er een ander risico: databeschikbaarheid. Als het gaat om het in kaart brengen van ESG-risico's, dan zien we dat de beschikbaarheid van ESG-data op diverse plekken binnen de private markets beperkt is. Dan is er nog het waarderingsrisico. Doordat waarderungen veelal zijn gebaseerd op het 'mark-to-model' zit er altijd meer onzekerheid in de juistheid van de waardering.

Tot slot is er nog het liquiditeitsrisico uit hoofde van capital calls. We vinden dat dit risico beperkt is. Wij vragen van onze vermogensbeheerders bij private equity en private debt altijd een schatting te maken van de komende capital calls en distributies. Zo kunnen we de liquiditeitsplanning daarop afstemmen. Daarnaast hebben we altijd voldoende buffer om afwijkingen van deze schattingen te kunnen opvangen.'

Hoe belangrijk is de selectie van goede managers en waar moeten we bij selectie op letten?

'Selectie van goede managers is een van de sleutels tot succes bij beleggen in private markets. In tegenstelling tot wat we bij publieke markten zien, is het verschil tussen het eerste kwartiel van managers en het vierde enorm. Vooral bij private equity- en venture capitalmanagers zijn de verschillen heel groot. Dat betekent dat

we aan de voorkant ons risicobeheer goed op orde moeten hebben. Bij de selectie kijken we om te beginnen naar de stabiliteit en de ervaring van het team en de organisatie. We kijken uiteraard ook naar de strategie en de aanwezige resources om de strategie te kunnen uitvoeren. Ook het track record

'Private markets in de pensioenportefeuille dragen bij aan een 'smooth ride to a better long-term outcome' voor de deelnemers.'

Hans de Ruiter

Hans de Ruiter is sinds 2012 Chief Investment Officer bij Pensioenfonds TNO. Daarnaast is hij bestuurslid en voorzitter van de beleggingscommissie bij PMT en Pensioenfonds Achmea. Verder is hij als Senior Lecturer verbonden aan Nyenrode Business Universiteit.



vinden we belangrijk. Veel partijen hebben op papier mooie strategieën, maar het gaat uiteindelijk om de executie daarvan. Het track record laat zien of een manager in staat is de strategie succesvol uit te voeren. Daarnaast kunnen we aan het track record aflezen of de strategie aansluit bij de stijl van de manager.'

Hoe hebben jullie private markten in de portefeuille van TNO ingebed?

'Om effectief te kunnen werken met private markets hebben wij binnen Pensioenfonds TNO een structuur waarin de clusters aandelen, vastrentende waarden en vastgoed bestaan uit combinaties van liquide publieke markten en illiquide private markets. Zo kennen we binnen het cluster aandelen de categorieën beursgenoteerde aandelen en private equity. In het cluster vastrentende waarden onderscheiden we high yield/leveraged loans binnen het liquide segment, en direct lending binnen het illiquide private markets segment.

De liquide beleggingen vormen de flexibele schil binnen de clusters en stellen ons in staat om op clusterniveau de risico's strak te managen. Als dan bijvoorbeeld private equity een wat hogere allocatie krijgt dan de strategische omdat die categorie beter presteert dan publieke aandelen, dan kunnen we tijdelijk de publieke aandelenallocatie wat terugbrengen. Ieder cluster fungeert dus als een communicerend vat. Als er dan weer een distributie uit private equity plaatsvindt, kan die weer naar publieke aandelen.

Op deze wijze kunnen we als pensioenfonds prima uit de voeten met een voor onze industrie relatief hoge allocatie naar private markets. We hebben bijvoorbeeld een strategische weging van 8% naar private equity, 8% naar hypotheek, 7% naar private debt en 3% naar non-listed vastgoed. In totaal zo'n 26% dus. Private

leningen zijn nu interessant door de terugtrekking van bankfinanciering aan vooral middelgrote en kleine ondernemingen, en

de historisch lage spread van credits en high yield op dit moment. Bij private leningen vindt er grosso modo nog voldoende risicocompensatie plaats.

Wat betreft het beheer van onze beleggingen in private markets hebben wij als Pensioenfonds TNO een redelijk unieke structuur opgezet. Wij zijn voor zowel private equity als vastgoed een strategisch partnership aangegaan met Wilshire en Kempen. Het eerste partnership was met Wilshire in 2015. Onze conclusie was destijds dat ons team niet de resources had om zelf een private equity-programma te kunnen opzetten en beheren. Wij zijn een middelgroot pensioenfonds met een team van vier mensen waarmee wij de gehele portefeuille overzien. Bovendien werken wij niet met een fiduciair. Wij werken wel intensief samen met BlackRock, maar die heeft de rol van strategisch adviseur en uitvoerder van de LDI-portefeuille en valuta overlay. Om te zorgen voor een adequate governance-inrichting – ook een belangrijke succesfactor – is destijds besloten om een strategisch partner te selecteren die ons ondersteunt bij de strategieformulering, de fondsselectie en de monitoring. Die rol wordt nu vervuld door Wilshire.

Daarnaast hebben we nog een Private Equity Committee in het leven geroepen. Dit bestaat uit twee externen met respectievelijk een achtergrond als LP en GP, en iemand uit de beleggingsadviescommissie. Deze commissie beoordeelt alle investeringsvoorstellen. Voor vastgoed

hebben we een vergelijkbare opzet en voor private debt wordt daar nog over nagedacht. Met deze aanpak zijn wij in staat als middelgroot pensioenfonds op een verantwoorde wijze actief te zijn in de private markets en zitten we bovendien kort op de bal.' ■

'De volatiliteit op de private markten is wellicht een betere reflectie van de fundamentals dan die op de publieke markten.'