

Investment Letter

Private vastgoedbeleggingen in de Wtp

De transitie naar het nieuwe pensioenstelsel is in volle gang. Met het verdwijnen van het huidige FTK-stelsel en de introductie van de Wet Toekomst Pensioenen (Wtp) ontstaat een nieuw beleggingskader voor pensioenfondsen. De focus verschuift van collectieve toezeggingen naar individuele vermogensopbouw met behulp van lifecycles. In deze Investment Letter verkennen we de rol van privaat vastgoed in het nieuwe stelsel. De overgang naar het nieuwe stelsel kan zowel gevolgen hebben voor het portefeuillegewicht als de inrichting van de vastgoedportefeuille. We bieden handvatten voor een toekomstbestendige invulling van de vastgoedportefeuille.

Samenvatting

- Het nieuwe pensioenstelsel introduceert lifecyclebeleggen als centrale stuurvariabele.
- Privaat vastgoed blijft ook in de Wtp een belangrijke bouwsteen voor de rendementsportefeuille van pensioenfondsen.
- De Wtp stelt strengere eisen aan liquiditeit, frequente en adequate waardering van vastgoed, dit vraagt om een zorgvuldige portefeuille-inrichting.
- Core vastgoedfondsen, internationale spreiding en sectorfondsen bieden een passende invulling binnen lifecyclebeleggen.

Van pensioentoezegging naar individuele vermogensopbouw

De Nederlandse pensioensector zit midden in een ingrijpende transitie naar een nieuw stelsel. Deze verschuiving heeft grote gevolgen voor risicobeheer, beleggingen en de communicatie met deelnemers. We nemen afscheid van het 'oude' FTK. Dat is een collectief stelsel waar de pensioentoezeggingen, ofwel de verplichtingen, centraal staan. De nominale dekkingsgraad op fondsniveau is één van de belangrijkste stuurvariabelen. Het nieuwe pensioenstelsel (Wtp) is gebaseerd op individuele premietoezeggingen en vermogensopbouw. De lifecycle, waarin het pensioenvermogen wordt gespreid over rendements- en matching-assets op basis van risicotolerantie, wordt een cruciale stuurvariabele.

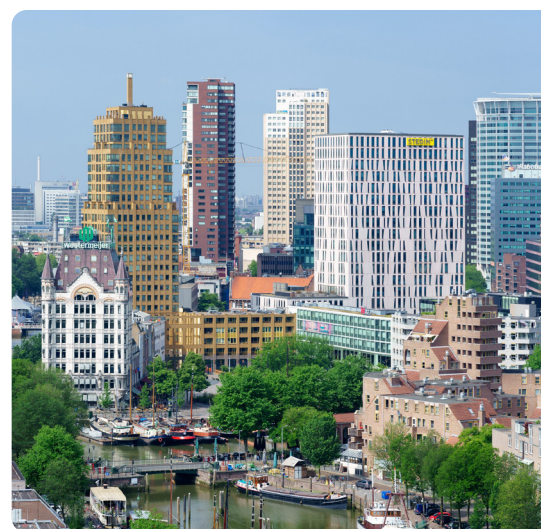
AUTEURS



Coen van de Laar,
Investment Strategy



Amilcar Grot,
Manager Selectie &
Monitoring



Life-cycle beleggen in zowel de FPR als de SPR

Onder de Wtp maken fondsen een keuze tussen de Solidaire Premieregeling (SPR) en de Flexibele Premieregeling (FPR). In beide regelingen speelt lifecyclebeleggen een centrale rol: het beleggingsbeleid wordt afgestemd op de leeftijd en risicobereidheid van deelnemers. In de FPR is sprake van een expliciete lifecycle. Iedere deelnemer heeft een eigen beleggingsmix met blootstelling aan een rendements- en een matchingportefeuille. De verhouding tussen deze twee verandert op basis van leeftijd en risicoprofiel. In de SPR is er één collectieve beleggingsportefeuille. De rendementen hieruit worden via toedelingsregels verdeeld over leeftijdscohorten. Er is dus sprake van een impliciete lifecycle, maar ook hier wordt onderscheid gemaakt tussen matching- en rendementsbeleggingen. Het nieuwe stelsel heeft gevolgen voor het strategische beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Ook vastgoedbeleggingen moeten een plek krijgen een plek binnen deze lifecyclemethodiek. In het vervolg van deze notitie bespreken we de rol van privaat vastgoed in de SPR en FPR.

Privaat vastgoed blijft een waardevolle bouwsteen

Door vastgoed toe te voegen verbetert het risico-rendementsprofiel (Sharpe ratio) en de inflatiebescherming van de beleggingsportefeuille. De beleggingskarakteristieken van privaat vastgoed veranderen namelijk niet als gevolg van de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel. Dit betekent dat privaat vastgoed in de basis een waardevolle bouwsteen voor de beleggingsportefeuille is. De aantrekkelijkheid van privaat vastgoed is toe te wijzen aan:

- Een aantrekkelijk rendementspotentieel;
- Een gematigd risicoprofiel;
- Goede diversificatie-eigenschappen versus zowel aandelen als obligaties;
- Een positieve inflatiegevoeligheid via de geïndexeerde huurinkomsten.

Vastgoed past in de rendementsportefeuille

Vanwege de combinatie van een relatief hoog (verwacht) rendement, de stabiele kasstromen en goede diversificatie-eigenschappen is vastgoed met name geschikt als bouwsteen in een rendementsportefeuille of (onder de FPR) een portefeuille die inflatiebescherming nastreeft. Voor zowel de SPR als de FPR vergroot de toevoeging van vastgoed de robuustheid van de rendementsportefeuille. Het draagt bij aan een betere spreiding en maakt de portefeuille beter bestand tegen uiteenlopende economische scenario's. Voor de matching- of beschermingsportefeuille is vastgoed daarentegen minder geschikt. De matchingrol vraagt om een hoge mate van zekerheid en een goede en directe relatie met de (swap) rente, iets wat vastgoed niet biedt.

“Ook in de Wtp blijft vastgoed een aantrekkelijke beleggingscategorie.”





Figuur 1: Vergelijking vastgoed in FTK en WTP

	FTK	Wtp - SPR	Wtp - FPR
Portefeuillerol vastgoed	Diversificatie, inflatiebescherming, stabiel rendement	Idem, via een collectieve portefeuille	Idem, via individuele lifecycle
Rendement	Collectieve toekenning via dekkingsgraad	Toekenning rendement via toedelingsregels per leeftijdscohort	Directe toekenning per deelnemer
Verhandelbaarheid	Illiquiditeit van vastgoed is geen probleem door de lange beleggingshorizon	Illiquiditeit van vastgoed is acceptabel binnen grenzen	Illiquiditeit van vastgoed vormt sneller een probleem door individuele lifecycles
Liquiditeitsbehoefte	Op fondsniveau vooral uit hoofde van rente- en valutahedge	Beperkt, collectieve portefeuille met solidariteitsreserve die als buffer kan dienen	Hoger, meerdere gescheiden modules. Herbalancering en uitkeringen vereisen flexibiliteit.
Waardering	Periodieke taxatie (kwartaal) van vastgoed is voldoende	Toedelen rendement vereist actuele vastgoedwaardering	Maandelijks waardering of NAV-model (AVM) voor vastgoed is eigenlijk een vereiste
Kosten en transparantie	Collectief gedragen en beperkt transparant	Via toedelingsregels collectief verdeeld over cohorten. Transparantie gewenst.	Transparantie, schaalbaarheid en kostenefficiëntie vereist
Complexiteit	Complexe portefeuilles zijn mogelijk	Complexiteit mogelijk, maar lifecycle met toedelingsregels maken het lastiger	Sterke voorkeur voor eenvoud en beperken van de complexiteit
Vastgoedallocatie	Ongeveer 10%	Vergelijkbaar, met ruimte voor meer	Liquiditeits- en uitvoeringseisen zetten druk op allocatie

Bron: Achmea IM

Private vastgoedbeleggingen hebben onder de Wtp twee belangrijke aandachtspunten

Er zijn binnen de Wtp een twee belangrijke aandachtspunten voor het beleggen in privaat vastgoed. Deze zijn een direct gevolg van het illiquide karakter van deze categorie. Dit zijn:

- De vertraging in de waarderingen. Er zijn geen dagelijkse marktprijzen voor vastgoed beschikbaar. Het vastgoed wordt periodiek getaxeerd. Dit resulteert in *stale pricing* en *smoothing*. *Stale pricing* verwijst naar het feit dat de waarde van het vastgoed met vertraging bekend wordt. *Smoothing* verwijst naar het afvlakken van prijsfluctuaties in het vastgoed als gevolg van periodieke taxaties in plaats van marktwaardering.
- De beperkte verhandelbaarheid. Vastgoed wordt niet continu verhandeld op een beurs. Het kopen en verkopen van vastgoedobjecten is een duur en langdurig proces. Het op- en afbouwen van vastgoedportefeuilles kan hierdoor langere tijd duren.

Een betrouwbare en tijdige waardering is essentieel voor het toewijzen individuele rendementen

In zowel de SPR als de FPR krijgen de deelnemers de vermogensontwikkeling van hun individuele pensioenpotjes

te zien. Daartoe worden de rendementen periodiek, veelal maandelijks, toegewezen. Een betrouwbare en tijdige waardering van de beleggingsportefeuille is daarbij essentieel, vooral bij de SPR met een indirect beschermingsrendement. Het gebruik van verouderde of verkeerde waarderingen kan resulteren in een onjuiste verdeling van vermogen en/of rendementen. In het huidige FTK zijn *stale pricing* en *smoothing* een minder groot probleem. Dit komt doordat in het FTK werkt met een collectief pensioenvermogen. Waarderingsveranderingen worden via de dekkingsgraad collectief verdeeld. Er is dus geen directe toekenning van rendement aan individuele deelnemers.

Waardering van het vastgoed rondom de transitiedatum verdient aandacht

Vooral rondom de transitie en bij grote waardeoverdrachten is een betrouwbare waardering van het vastgoed belangrijk. De gevolgen van *stale pricing* en *smoothing* hebben namelijk vooral op een korte horizon vervelende effecten. Over een langere horizon gemeten, zijn de effecten klein. De ene keer is de waardering van het vastgoed wat te hoog, een andere keer wat te laag. Op de lange termijn vallen deze effecten tegen elkaar weg. De gevoeligheid voor waarderingsfouten zit dus vooral bij momentopnames. Zo wordt bij de transitie naar het nieuw stelsel het collectieve vermogen verdeeld over de individuele deelnemers op

basis van de waardering van het vermogen op één specifiek moment. Een accurate waardering rond de transitiedatum is dus essentieel om een eerlijke vermogensverdeling tussen deelnemers te waarborgen. Bij een verkeerde waardering zullen sommige deelnemers een te hoog vermogen krijgen, terwijl andere deelnemers een te laag vermogen meekrijgen. Dit achteraf corrigeren is juridisch en praktisch niet meer mogelijk. Hetzelfde risico treedt voor een individuele deelnemer op bij grote waardeoverdrachten.

Ook na overstap blijft een tijdige waardering een aandachtspunt

Ook na de overstap naar de FPR en SPR zorgt de op taxaties gebaseerde waarderingsmethodiek van vastgoed voor complicaties. Binnen de FPR speelt dit vooral bij veranderingen van het risicoprofiel van de lifecycle. Op die momenten kan de allocatie naar vastgoed wijzigen. Binnen de SPR, met een collectieve portefeuille, zit het risico vooral bij de toedeling van de rendementen. Eenmaal toegedeeld kunnen deze niet meer worden veranderd.

Liquiditeitsbeheer wordt cruciaal

In het nieuwe stelsel wordt liquiditeit nog belangrijker dan onder het FTK. Vooral binnen de FPR zal de behoefte aan liquiditeit stijgen. In dit contract is sprake van meerdere gescheiden rendements- en rente/matchingmodules. Iedere module moet in principe zelf voldoende liquiditeit zijn om switches in de lifecycle, uitbetalingen en herbalancering van de portefeuille mogelijk te maken. Door het collectievere karakter van de portefeuille is de liquiditeitsbehoefte binnen de SPR doorgaans minder groot dan onder de FPR. Maar ook daar blijft het belangrijk om de liquiditeit te waarborgen. Dit betekent dat in beide contracten het gewicht van illiquide beleggingen als vastgoed niet te groot kan worden. Binnen Achmea IM hanteren we een vuistregel van maximaal 30% allocatie naar illiquide beleggingen in een portefeuille.

Modelmatige waardering kan helpen om het effect van smoothing en stale pricing te verlagen

De nadelen die horen bij het illiquide karakter van vastgoed, zullen in de Wtp meer aandacht krijgen dan onder het Ftk. Daarom zal naar verwachting de druk op managers stijgen om vaker en sneller de vastgoedportefeuilles te waarderen. Dit kan door (deels) over te stappen op modelmatige en geautomatiseerde waarderingsmethodieken (*Automated Valuation Modelling* of AVM) en het gebruik

van AI-methodieken. Vooral binnen de FPR zal de behoefte aan verhandelbaarheid, tijdige waardering en lage kosten toenemen.

“Waardering en liquiditeit zijn de belangrijkste aandachtspunten voor privaat vastgoed in de Wtp.”



Maatregelen om waarderings- en liquiditeitsrisico's bij vastgoed te verlagen

Om het beleggen in vastgoed onder de Wtp eenvoudiger te maken, zijn een reeks maatregelen te nemen. Dat zijn onder meer:

- Gebruik waar mogelijk open-end fondsen en geen closed-end fondsen;
- Kies voor fondsen met snellere en meer frequente waardering;
- Combineer privaat vastgoed met liquide beleggingen in één bouwsteen;
- Stel vooraf heldere waarderingsregels op voor grote marktschokken en/of grote waardeoverdrachten;
- Doe stress-testen en scenario analyses om gevoeligheden en risico's in kaart te brengen;
- Beperk complexiteit in de vastgoedportefeuille.

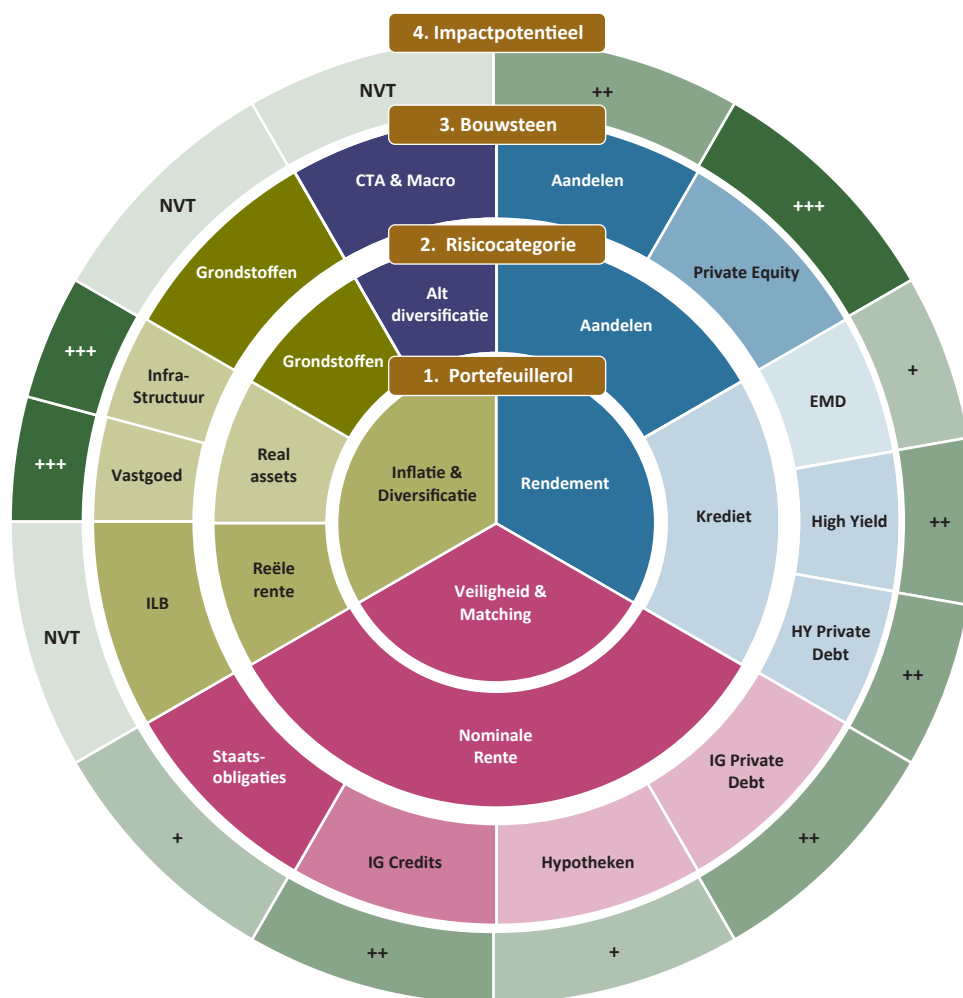
Meer focus op kosten

Een ander aspect van de overstap naar WTP is een grotere focus op de beheerkosten. Kosten zijn ook nu al een belangrijk aandachtspunt in de Nederlandse pensioensector. Na de overstap naar de Wtp zullen beheerste beheerkosten echter nog belangrijker worden. Vooral in de FPR is een laag kostenniveau een pré. Dit kan zowel positief als negatief uitpakken voor vastgoed. Enerzijds liggen de beheerkosten van privaat vastgoed aanzienlijk hoger dan van beursgenoteerde aandelen en hoogrenderende obligaties als high yield. Anderzijds ligt het kostenniveau van vastgoed lager dan dat van andere illiquide rendementsbeleggingen als private equity, infrastructuur, timberland, farmland en private debt.

Impact op allocatie naar vastgoed nog onzeker

Het is op dit moment nog lastig te voorspellen hoe de Wtp uitpakt voor de allocatie naar vastgoed. Het portefeuille-gewicht hangt af van de gekozen regeling, de lifecycle-inrichting, de risicotolerantie en de operationele voorkeuren van het fonds. Fonds-specifieke kenmerken en keuzes zijn daarbij doorslaggevend. Veel zal afhangen van het belang van een snelle waardering, de liquiditeitsbehoefte en de beheerkosten. Vooral in de FPR, waar individuele toerekening en frequente herbalancering centraal staan, kan dit resulteren in neerwaartse druk op vastgoed-allocaties. In de SPR is er meer ruimte om illiquide beleggingen zoals privaat vastgoed op te nemen, mede vanwege het collectieve karakter en de mogelijkheid tot risicodeling via de solidariteitsreserve.

Figuur 2: Indeling beleggingsuniversum: vastgoed staat vooral opgesteld voor het verhogen van de diversificatie en inflatiegevoeligheid



Bron: Achmea IM

Nederlands vastgoed blijft aantrekkelijk

Nederlandse core-vastgoedfondsen, en dan met name woningen, zijn in de Wtp een aantrekkelijke belegging voor de rendementsportefeuille. Deze fondsen worden gekenmerkt door een laag risicoprofiel en relatief lage beheerkosten. Daarnaast worden de fondsen gekenmerkt door een transparante waarderingsmethodiek en relatief eenvoudige governance. Daarnaast is voor Nederlandse pensioenfondsen de nabijheid van de beleggingen een voordeel. Het maakt het toezicht, de beheersbaarheid en de dialoog met fondsbeheerders eenvoudiger. Ook zal de Nederlandse vastgoedmarkt waarschijnlijk eerder geneigd zijn zich aan te passen aan de eisen die voortvloeien uit de Wtp dan internationale fondsen.

Internationale spreiding vergroot de robuustheid van de vastgoedportefeuille

De vastgoedallocatie uitbreiden naar internationaal vastgoed draagt in belangrijke mate bij aan het verbeteren van de portefeuillespreiding. Hiermee wordt de blootstelling aan de Nederlandse vastgoedmarkt verlaagd. De rendementen van vastgoedobjecten worden sterk beïnvloed door lokale factoren, zoals renteontwikkelingen, fiscale regimes en de vraag- en aanboddynamiek. Hierdoor verlopen de vastgoedcycli in Nederland, Europa en de Verenigde Staten vaak niet synchroon. Door internationaal

te spreiden wordt de afhankelijkheid van één specifieke markt verkleind en neemt de robuustheid van de portefeuille toe. Daarnaast vergroot internationale allocatie het beschikbare investeringsuniversum, waardoor betere spreiding over sectoren en objecten mogelijk wordt. Deze bredere spreiding resulteert doorgaans in een gunstigere verhouding tussen risico en rendement en een lagere volatiliteit. Dat is met name waardevol binnen een lifecyclebenadering, waar stabiele vermogensgroei richting de pensioendatum centraal staat.

Voorkeur voor core fondsen

Voor de invulling van de vastgoedallocatie onder de Wtp zijn private vastgoedfondsen met een core risicoprofiel een logische keuze. Zowel in Nederland als internationaal, met name in Europa en de Verenigde Staten, zijn er goed gespreide open-end core fondsen beschikbaar die aansluiten op de doelstellingen van pensioenfondsen onder het nieuwe stelsel. Deze fondsen investeren in hoogwaardige gebouwen met sterke huurders en genereren stabiele kasstromen. Ze beschikken bovendien over een transparant waarderingsproces op NAV-basis. Hoewel de waardering doorgaans per kwartaal plaatsvindt, werken steeds meer fondsen aan snellere en meer frequente waarderungen, bijvoorbeeld via modelmatige taxatiemethodieken (AVM). Dergelijke fondsen sluiten goed aan bij de eisen van de Wtp en zijn met name geschikt voor de rendementsportefeuille, waarin deelnemers streven naar een gebalanceerde blootstelling aan rendement en risico. Binnen de FPR, waar frequente waardering en verhandelbaarheid nog belangrijker zijn, genieten dit type fondsen de voorkeur.

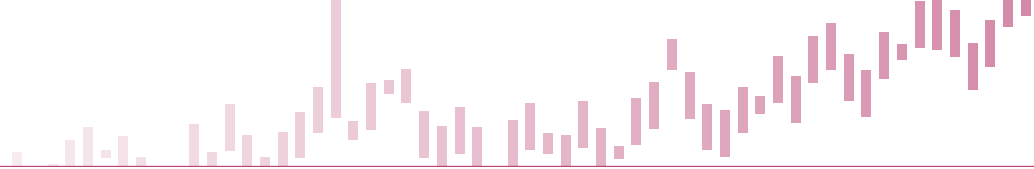
Ruimte voor sectorfondsen

Sectorfondsen bieden de mogelijkheid om gericht in te spelen op structurele langetermijntrends, zoals:

- de vergrijzing en toenemende zorgvraag (zorgvastgoed);
- de globalisering van toeleveringsketens (logistiek vastgoed);
- en de woningnood (middenhuursegment).

Sommige sectorfondsen, voornamelijk de commerciële sectoren, werken met langlopende geïndexeerde huurcontracten waardoor ze bijdragen aan inflatiebescherming binnen de lifecycle.





Integratie in portefeuillebeleid onder de WTP

Bij de selectie en integratie van de vastgoedfondsen is het belangrijk rekening te houden met de specifieke eisen van het nieuwe pensioenstelsel. De volgende punten verdienen bijzondere aandacht:

- Waarderingsfrequentie: voorkeur voor fondsen met maandelijkse NAV-berekeningen;
- Liquiditeitsbeheer: duidelijke in- en uitstapmogelijkheden, inclusief gatingbeleid (het beperken of tijdelijk opschorten van uitstapmogelijkheden);
- Kostenstructuur: schaalvoordelen en transparantie in beheer- en transactiekosten;
- MVB-integratie: Europese corefondsen lopen voorop in het toepassen van ESG-standaarden en duurzaamheidsrapportage.

Conclusie

De invoering van het nieuwe pensioenstelsel brengt ingrijpende veranderingen met zich mee voor de inrichting van de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen. De verschuiving van collectieve toezeggingen onder het FTK naar individuele vermogensopbouw onder de Wtp heeft directe gevolgen voor het strategisch beleggingsbeleid. Lifecyclebeleggen, transparante rendementstoekenning en modulaire portefeuilles vragen om een nieuwe benadering. Privaat vastgoed behoudt ook in dit nieuwe kader zijn strategische waarde. Met stabiele kasstromen en een lage correlatie met aandelen en obligaties blijft vastgoed een aantrekkelijke bouwsteen voor de rendementsportefeuille. Dit geldt zowel binnen de SPR als de FPR. De SPR biedt vanwege haar collectieve structuur meer ruimte voor illiquide beleggingen, terwijl de FPR zwaardere eisen stelt aan liquiditeit, waarderingsfrequentie en kostenbeheersing. Dit vraagt om zorgvuldige selectie van fondsen, met een voorkeur voor open-end structuren, maandelijkse waardering en schaalgrootte. Nederlandse corefondsen vormen hiervoor een logisch vertrekpunt, eventueel aangevuld met internationale en sectorale fondsen. De uiteindelijke invulling van de vastgoedportefeuille zal afhangen van het gekozen pensioencontract en het deelnemersprofiel, maar vastgoed blijft, ongeacht deze keuze, een robuuste en waardevolle bouwsteen.



Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomanagement en het selecteren van de best-passende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Of met Mark Bakker, Business Development Director,
Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.