

5 vragen over...

# Illiquide beleggingen onder de Wtp

Achmea Investment Management

De Wet toekomst pensioenen (Wtp) brengt aanzienlijke veranderingen met zich mee voor Nederlandse pensioenfondsen. Illiquide beleggingen, zoals private equity, infrastructuur, vastgoed en hypotheek, bieden aantrekkelijke rendementen en diversificatievoordelen, maar brengen ook uitdagingen met zich mee, zoals vertraagde waarderingen en hogere kosten. We beantwoorden de belangrijkste vragen.

## In het kort:

- Illiquide beleggingen blijven onder de Wtp een goede manier om het risicoprofiel van de portefeuille te verbeteren en bieden de mogelijkheid om maatschappelijke waarde te creëren.
- De vertraagde waardering van illiquide beleggingen heeft impact op het kapitaal van deelnemers.
- Jongere deelnemers profiteren relatief gezien het meest van de lusten én dragen ook de meeste lasten van illiquide beleggingen. Pensioenfondsen doen er verstandig aan om de effecten bij grote mutaties in combinatie met marktschokken op cohortniveau inzichtelijk te maken.
- Pensioenfondsen kunnen de investment cases tegen het licht houden en in gesprek gaan met hun externe vermogensbeheerders. Nederlandse vastgoed en hypotheekmanagers onderzoeken al de mogelijkheden om tot een snellere en frequentere waardering te komen.

## Hoe aantrekkelijk zijn illiquide beleggingen onder de Wtp?

Het toevoegen van illiquide beleggingen blijft onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp) een goede manier om het risicoprofiel van de portefeuille te verbeteren. Ze bieden diversificatie aan een beleggingsportefeuille, gaan gepaard met een aantrekkelijk rendement en veelal een lage volatiliteit. De overgang naar een nieuwe pensioenregeling verandert niets aan deze eigenschappen. Figuur 1 geeft weer hoe Achmea IM het beleggingsuniversum indeelt. Beleggingscategorieën worden ingedeeld naar primaire bron van risico.

*De Wet Toekomst Pensioenen (Wtp) betekent een overstap naar een nieuwe wereld. De pensioen-toezegging wordt vervangen door een premie-toezegging en een persoonlijk pensioenvermogen. Straks wordt er alleen nog pensioen opgebouwd in premieregelingen. Dit heeft consequenties voor de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen.*

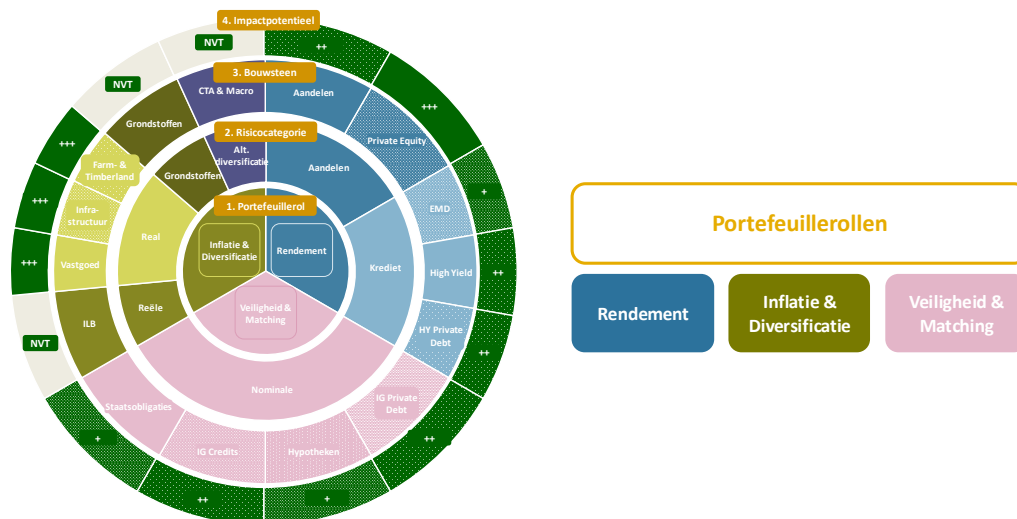
*Het nieuwe pensioen moet beter aansluiten bij de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en krijgt een beleggingsbeleid dat nauw is afgestemd op de leeftijd en risicobereidheid van deelnemers. Pensioenfondsen hebben daarbij de keuze tussen de Solidaire Premieregeling (SPR) en de Flexibele Premieregeling (FPR). Een breed gespreid beleggings-universum blijft gewenst.*

*Achmea Investment Management is dé Nederlandse specialist in fiduciair management en impactbeleggen. Met gericht inzicht brengen wij klanten verder, zodat ze de juiste keuzes kunnen maken.*



Figuur 1: Portefeuilleconstructie en impactpotentieel

## Portefeuilleconstructie met het Achmea IM beleggingsuniversum Illiquide beleggingen zijn onmisbaar onder de Wtp en bieden hoog impactpotentieel



We onderscheiden drie portefeuillerollen: Inflatie & Diversificatie, Rendement en Veiligheid & Matching. Private Equity is hierbij ingedeeld als rendementscategorie, hypotheek valt onder veiligheid en matching, en vastgoed en infrastructuur bieden inflatie en diversificatie.

Binnen het financieel toetsingskader (ftk) worden de lusten en de lasten van illiquide beleggingen via de dekkingsgraad collectief gedeeld. Onder het 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.

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 en Achmea IM 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?

De belangrijkste uitdagingen voor illiquide beleggingen 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.

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 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 bijsturing van de portefeuille.

Daarnaast zijn er uitdagingen met betrekking tot kosten. Illiquide beleggingen gaan vaak gepaard met hogere beheerkosten. Daar staan dan 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?**

Illiquide beleggingen hebben een positief effect op het risicorendementsprofiel van een beleggingsportefeuille. Dit heeft een positief effect op het verwachte pensioen voor zowel jonge als oudere deelnemers. Illiquide beleggingen zoals vastgoed en infrastructuur bieden namelijk blootstelling naar de risicobron inflatie. Deze categorieën zorgen ervoor dat de portefeuille minder kwetsbaar wordt in een scenario met hoger dan verwachte inflatie. 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 lasten dragen én 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?**

De meest voor de hand liggende oplossing is gebruik 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 meer frequente 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 van 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 deelnemerniveau) vragen en welke (on)mogelijkheden hierbij gelden. Pensioenfondsen doen er verstandig aan om de investment cases en portefeuilleplannen van illiquide beleggingscategorieën opnieuw te beoordelen, met nadruk op de waarderingsfrequentie. Het continu achteraf vereffenen van koersaanpassingen is onder de Wtp ondoenlijk.

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

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 geïntereerd, daarbij speelt dit niet.

Ook de Nederlandse vastgoedbeheerders onderzoeken of frequenter waarden en taxeren haalbaar is. Maandelijks waarden lijkt hierbij mogelijk. Op korte termijn door verwerkte maandmutaties door te rekenen in de waardering (verkoopresultaten, dividenden, intredingen en uittredingen). Op langere 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 capaciteit van taxateurs 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.

## Goed voorbereid op de WTP

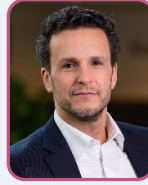
Op [www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel) vindt u nog veel meer informatie om u goed voor te bereiden op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel.

Dit is een bewerking van het artikel dat eerder verscheen in Financial Investigator, editie 2 2025.

## Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management. Of met Mark Bakker, Business Development Director, [Mark.Bakker@achmea.nl](mailto:Mark.Bakker@achmea.nl), +31 6 101 851 94. Of met Ilse Wuisman, Head of Sales & Business Development, [Ilse.Wuisman@achmea.nl](mailto:Ilse.Wuisman@achmea.nl), +31 6 520 275 25.

## Auteurs



**Jeroen Roskam**  
Senior Fiduciair Adviseur



**Reinout van Tuyll**  
Senior Investment Strategist

[www.achmeainvestmentmanagement.nl](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl)

## 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 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. Dit is reclame. Weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op [achmeainvestmentmanagement.nl](http://achmeainvestmentmanagement.nl) voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals 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.