

Waardering van illiquide beleggingen binnen een nieuwe pensioenregeling

Zeist, November 2024

Jeroen Roskam, Fiduciair Advies Achmea IM



Inhoudsopgave

Samenvatting en conclusies	3
Introductie	5
Waarderingsproces van illiquide beleggingen	11
De impact van stale pricing in de praktijk.....	13
Marktbeeld	21
Aanbevelingen voor pensioenfondsen	23
Bijlage: Uitwerking private equity, Nederlands en Europees vastgoed en hypotheek	25
Bijlage: Gebruikte indices	27
Disclaimer	28
Uitgegeven door	28

Deze notitie is tot stand gekomen in afstemming met: Kees-Jan van Vliet (Blue Sky Group), Rick Ruis (MN), Cees Harm van den Berg (APG), Ton van den Hoeven (PGGM) en Marco Hartong (PGGM). Met dank aan de (informele) afstemming met en input van Hanneke Veringa en Sara Shean (PGIM), de Commissie Vermogensbeheer van de Pensioenfederatie, accountants EY en KMPG en De Nederlandsche Bank.



Samenvatting en conclusies

Nederlandse pensioenfondsen beleggen gemiddeld genomen ongeveer 20% in illiquide beleggingscategorieën. De aantrekkelijkheid van deze beleggingscategorieën wijzigt niet door de overgang naar een nieuwe pensioenregeling. Illiquide beleggingen geven diversificatie aan een beleggingsportefeuille. Dit gaat veelal gepaard met een aantrekkelijk rendement en een lage volatiliteit. Vanuit portefeuilleperspectief zijn illiquide beleggingen onveranderd aantrekkelijk binnen een nieuwe pensioenregeling.

Binnen het FTK worden de lusten en de lasten van illiquide beleggingen via de dekkingsgraad collectief gedeeld. Binnen een nieuwe pensioenregeling wordt de link tussen de beleggingsportefeuille en het vermogen van de deelnemer meer expliciet dan binnen het FTK. In deze notitie gaan we nader in op de waarderingseffecten van illiquide beleggingen vanuit het perspectief van de deelnemer.

Samenvatting en conclusies:

- De koers van een illiquide belegging die wordt afgegeven door de externe vermogensbeheerder geldt als basis. Deze koers komt met vertraging beschikbaar, waardoor deze niet alle recente marktontwikkelingen reflecteert.
- Voor de gebruiker van een koers is er geen beter alternatief beschikbaar dan de meest recente, laatst bekende koers, om de portefeuille op te waarderen. Binnen een nieuw pensioencontract heeft dit impact op de individuele pensioenkapitalen.
- De impact bij 'reguliere' aanpassingen is beperkt tot zeer beperkt; de impact bij grote individuele of collectieve mutaties (waardeoverdrachten) is groter.
- Gemiddeld genomen is de koers die met vertraging beschikbaar komt hoger dan de koers zoals bekend op het meetmoment. Hoe langer de time lag (of: vertraging) hoe groter de impact.
- In geval van een marktschok en afhankelijk van de time lag kan de koers die met vertraging beschikbaar komt voor categorieën als private equity en infrastructuur 15% tot 20% lager liggen dan de koers op het meetmoment.
- Voor een deelnemer van 30 jaar met een impliciete (SPR) of expliciete (FPR) allocatie van 90% naar een rendementsportefeuille – met daarin een allocatie van 30% naar illiquide beleggingen – zien we de volgende impact:
 - Gemiddeld is de portefeuillewaarde circa 0,5% tot 1,5% hoger indien de waardering van illiquide beleggingen direct bekend zou zijn.
 - Ten tijde van crisis is de impact circa 1,5% negatief.
 - In een groeischok is de impact circa 1% tot 2,5% positief.
- Voor een deelnemer van 67 jaar is de gemiddelde impact op de portefeuillewaarde circa 0,2% tot 0,6% positief. Ten tijde van crisis is de impact circa 0,7% negatief en in een groeischok is de impact circa 0,5% tot 1,2% positief.
- Pensioenfondsen doen er verstandig aan om de effecten voor de eigen portefeuille op cohortniveau inzichtelijk te maken. Vervolgens dient het pensioenfonds te onderbouwen waarom deze effecten – in relatie tot de beoogde meerwaarde van de illiquide beleggingen – al dan niet acceptabel zijn.
- Pensioenfondsen hebben een fiduciare verantwoordelijkheid om externe managers aan te sporen om tot een snellere en meer frequente waardering te komen.
- Aanvullend kunnen pensioenfondsen in samenspraak met hun uitvoerders uitwerken op welke wijze invulling wordt gegeven aan significante (collectieve) waardeoverdrachten, specifiek ten tijde van marktvolatiliteit.
- Tenslotte doen pensioenfondsen er verstandig aan om de investment cases en portefeuille-plannen opnieuw te beoordelen en daarbij meer nadruk te leggen op de waarderingsfrequentie.



Het (tussentijds) hanteren van een schatting van de koers lijkt niet opportuun. Dit is complex waardoor de nauwkeurigheid niet gewaarborgd kan worden. Beter is het om met de huidige beheerders in gesprek te gaan en de mogelijkheden van een snelle(re) totstandkoming van de waardering te bespreken, bijvoorbeeld door gebruik te maken van valuation companies.

Het achteraf vereffenen van koersaanpassingen is ondoenlijk. Vanuit de accountantssector wordt dit ook niet verwacht. Wel 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.

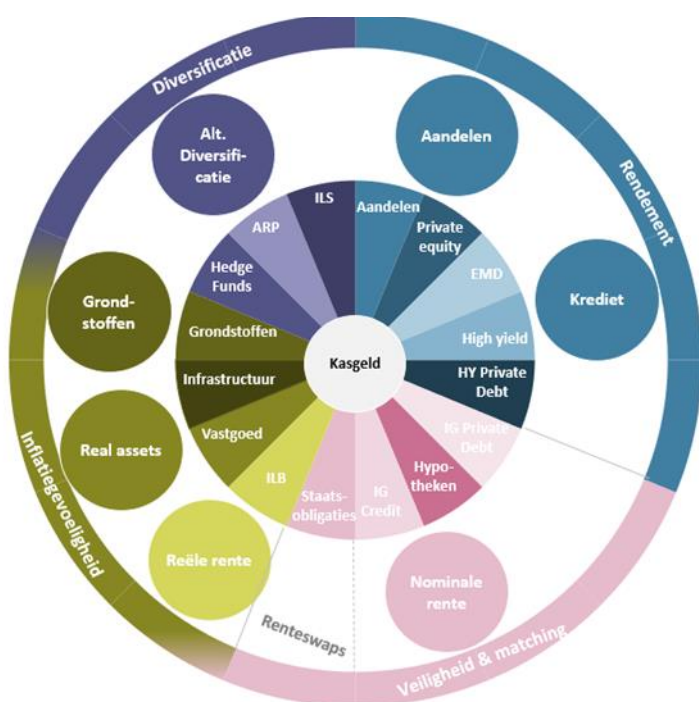
Introductie

Illiquide beleggingen geven diversificatie aan een beleggingsportefeuille en/of hebben een aantrekkelijk risicorendementsprofiel. Binnen het FTK is er weinig discussie over de waardering van illiquide beleggingen en de vertraging waarmee de koers tot stand komt ('stale' of 'lagged pricing'). Dit wijzigt mogelijk binnen de SPR en FPR omdat het opgebouwde kapitaal leidend is in deze pensioenregelingen. De echte relevantie rondom stale of lagged pricing hangt vooral samen met de omvang van de mutatie in het individuele pensioenkapitaal. De grootste impact doet zich voor indien het gehele vermogen van een deelnemer belegd wordt (inkomende waardeoverdracht) of onttrokken wordt (uitgaande waardeoverdracht).

Inleiding

Nederlandse pensioenfondsen beleggen gemiddeld genomen ongeveer 20% in illiquide beleggingscategorieën¹. Illiquide beleggingen geven diversificatie aan een beleggingsportefeuille en/of hebben een aantrekkelijk risicorendementsprofiel. Onderstaande indeling (figuur 1) van het beleggingsuniversum laat zien dat real assets (vastgoed en infrastructuur) tot doel hebben de inflatiegevoeligheid – en daarmee de diversificatie – van een portefeuille te vergroten.

Figuur 1 Raamwerk voor indeling beleggingsuniversum



Bron: Achmea IM

Beleggingscategorieën als private equity, hypotheek en private debt (ECA-leningen, WSW-leningen en private placements) bieden een hoger (verwacht) rendement dan de liquide equivalent. Zo schommelt het gemiddelde jaarlijkse excesrendement voor private equity tussen de 3% en 6%² boven dat van

¹ Bron: DNB. 2023K2

² Asset Class Study Private Equity, Achmea IM



aandelen. Het excesrendement van hypotheek boven Duitse staatsobligaties met een vergelijkbare looptijd varieert door de tijd en ligt gemiddeld rond de 140bp³.

Andere vormen van private debt bieden eveneens een navenante spread boven een equivalente staatsobligatie: WSW-leningen: 30 tot 80 bps, Export Credit Agencies (ECA): 60 tot 150 bps en Private Placements 40 tot 150 bps (in vergelijking tot equivalente liquide credits).

Volatiliteit versus stabiliteit

Doordat illiquide beleggingen worden gewaardeerd op basis van taxaties worden de uitslagen ook stabiel (smoothing). Taxaties gaan immers uit van (grotendeels) objectieve inputs waardoor marktsentiment een minder grote rol speelt in de prijsvorming. Anders gezegd, worden (tussentijdse) pieken en dalen niet zichtbaar waardoor de volatiliteit kunstmatig laag is in vergelijking tot liquide alternatieven.

Enerzijds is dit een nadeel omdat de ware aard van het risico (gemeten als volatiliteit) niet tot uiting komt. Anderzijds kan dit als voordeel uitgelegd worden omdat de portefeuille als geheel ook stabiel kan worden door de aanwezigheid van illiquide beleggingen. Vanuit het portefeuileperspectief zijn illiquide beleggingen onveranderd aantrekkelijk.

Binnen het FTK is er weinig discussie over de waardering van illiquide beleggingen en de vertraging waarmee de koers tot stand komt. De impact hiervan raakt de individuele deelnemer niet, maar wordt gedeeld door het collectief. De vraag is of er meer aandacht voor dit waarderingsthema moet zijn op het moment dat een pensioenfonds een nieuwe pensioenregeling uitvoert: de Flexibele Premiereregeling (hierna: FPR) of de Solidaire Premiereregeling (hierna: SPR).

'A fact of life'

Enerzijds kan gesteld worden dat een nieuwe pensioenregeling geen wezenlijke impact heeft op het waarderingsthema; de vertraging in waardering is van alle tijden en – net als binnen het FTK – 'a fact of life'. Anderzijds zijn er verschillen tussen het FTK en de nieuwe regelingen die een verhoogde aandacht voor het waarderingsthema vragen:

- Deelnemers krijgen expliciet (FPR) of impliciet (SPR) een door de tijd heen variërende allocatie naar (illiquide) beleggingscategorieën.
- Deelnemers krijgen inzicht in de waarde van het persoonlijke pensioenvermogen.
- Deelnemers die toe- of uitreden krijgen vandaag de dag de waarde van de verplichting / voorziening mee. Deze waarde kan dagelijks objectief worden vastgesteld aan de hand van de rente. Ergo, de waardering van de beleggingen speelt hierbij geen rol. Binnen de FPR en SPR worden overdrachten gebaseerd op het vermogen van de deelnemer en speelt de waardering van de beleggingen wél een rol.

Hiermee wordt de link tussen de beleggingsportefeuille en het vermogen van de deelnemer meer expliciet dan binnen het FTK. Daarbij is er binnen de FPR sprake van (beperkte) keuzevrijheid voor deelnemers. Deze keuzevrijheid kan op gespannen voet staan met het aanhouden van illiquide beleggingen. Dit is op te vangen in het construct van de modules en door het aantal keuzemomenten te beperken. Ook binnen de SPR kan de vraag gesteld worden op welke wijze en in welke mate illiquide beleggingen mogelijk zijn.

In een eerdere publicatie hebben wij het *portefeuileperspectief*⁴ van illiquide beleggingen al onderzocht. Daarbij gaat het vooral om de stuurbaarheid van de (deel)portefeuilles. Een maximale aanvangsallocatie van 30% naar illiquide beleggingen binnen de rendementsportefeuille (of rendementsmodule binnen de FPR) lijkt hierbij passend.

³ Bron: Asset Class Study Hypotheken, Achmea IM

⁴ <https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/-/media/files/institutioneel/nieuws/aim-update-pensioentransitie-augustus-2023.pdf>



Bij een veronderstelde (stagflatie-) marktschok stijgt het percentage illiquide beleggingen in dit deel van de portefeuille dan naar 40 tot 50%⁵. Binnen de beschermingsportefeuille (of rentemodule binnen de FPR) zagen we dat het percentage illiquide beleggingen (hypotheeken) veelal beperkt toeneemt bij marktschokken omdat deze beleggingen een hoge correlatie vertonen met andere liquide vastrentende waarden⁶.

Deelnemersperspectief en de impact van stale pricing

In deze notitie gaan we (met name) dieper in op het deelnemersperspectief rondom illiquide beleggingen. Concreet onderzoeken we de impact van stale pricing:

'An old price of the asset that does not reflect the most recent information'.⁷

Om de impact van stale pricing inzichtelijk te maken, is het nuttig twee effecten te onderscheiden. Enerzijds komt de koers / waardering van een illiquide belegging met vertraging beschikbaar. Door de nieuw beschikbare koers te vergelijken met de koers die tot dat moment in de boeken stond, zien we de impact van de time lag. Om dit onderscheid duidelijk te maken, hanteren we het begrip 'lagged pricing'.

Voorbeeld: De koers van belegging X was op kwartaaleinde (Q) gelijk aan 100 euro. Dit is de laatst bekende waardering van Q-1 welke in het portefeuillemanagementsysteem blijft staan tot het moment dat er een nieuwe waardering bekend is. Op Q+1 wordt de koers bekend van Q. Deze is 103 euro. Van Q tot Q+1 zijn transacties uitgevoerd tegen een koers van 100 euro. Het verschil tussen 100 en 103 euro is toe te schrijven aan de vertraging in waardering (time lag).

Anderzijds blijft de koers van een illiquide belegging een periode ongewijzigd. Ontwikkelingen op financiële markten worden dus niet continu (al dan niet met vertraging) zichtbaar.

Voorbeeld: De koers van belegging X was op kwartaaleinde (Q) gelijk aan 100 euro. Deze koers is volledig actueel (niet vertraagd) en blijft een kwartaal gehandhaafd totdat er een nieuwe waardering afgegeven wordt. Op dag 1 van het kwartaal stijgt een vergelijkbaar liquide alternatief met 3% in waarde. Op de laatste dag van het kwartaal vindt een koersdaling plaats van dit vergelijkbare alternatief. Op Q+1 wordt de nieuwe koers van belegging X bekend en deze blijkt ongewijzigd: 100 euro. Van Q tot Q+1 zijn transacties uitgevoerd tegen een koers van 100 euro. In geval van een dagelijks actuele koers, hadden transacties uitgevoerd worden tegen een koers van 103 euro.

We werken bovenstaande voorbeelden verderop in deze notitie uit. Voor illiquide beleggingen richten we ons op de impact van lagged pricing, omdat tussentijdse (dagelijkse) koersinformatie simpelweg niet beschikbaar is. Wanneer we in deze notitie spreken over stale pricing, heeft dit dus vooral betrekking op lagged pricing.

Stale of lagged pricing, oftewel het werken met 'vertraagde koersen', brengt uitdagingen met zich mee op het moment dat de vermogensomvang voor de individuele deelnemer bepaald wordt en hierop wordt geacteerd. Dit acteren kan de vorm hebben van het feitelijk handelen op een vertraagde koers (FPR) of het toedelen van rendementen (SPR). Anders gezegd: de vermogensstanden worden onderliggend beïnvloed door lagged pricing.

⁵ De exacte uitkomst is niet alleen afhankelijk van de veronderstelde marktschok. Binnen de SPR speelt de samenstelling van de beschermingsportefeuille een rol, evenals het al dan niet opheffen van de leenrestrictie en het type beschermingsrendement (direct of indirect). Binnen de FPR speelt onder meer mee of er in de CVP-portefeuille wordt doorbelegd in dezelfde rendementsmodule of niet.

⁶ Daarbij is in de analyse geen rekening gehouden met een schok op de spread van hypotheeken, alleen met de renteschok.

⁷ Bron: Nasdaq.com



Denk hierbij aan de volgende mutaties:

- Premiestorting / -belegging.
- Switch van opbouwfase naar collectieve uitkeringsfase (CVP) binnen de FPR.
- Pensioenuitkeringen.
- Toetreding tot het pensioenfonds / inkomende waardeoverdracht.
- Uittreding / uitgaande waardeoverdracht.
- Lump sum betaling.
- Verwerking van individuele keuzes (binnen de FPR: vaste of variabele uitkering, risicoprofiel).
- Bijschrijven van beschermings- en overrendementen aan cohorten en reserves binnen de SPR.
- Het bijsturen van de lifecycle in de FPR.
- Het toekennen van indexatie in een CVP.

In zowel de FPR als de SPR worden alle bovenstaande mutaties verwerkt voordat de koers van diverse illiquide beleggingen bekend is. Anders gezegd: de transacties kunnen niet anders dan gebaseerd worden op een (vertraagde) laatst bekende koers.

Het verwerken van mutaties

Om de transactieomvang en de vermogensstanden te bepalen worden de laatste bekende (vertraagde) koersen van de illiquide beleggingen gebruikt. Mutaties worden verwerkt door vermogen aan / in een portefeuille of module te onttrekken / te beleggen. Aangezien illiquide beleggingen niet direct verhandeld kunnen worden, vinden de transacties alleen plaats in de liquide categorieën. Hierdoor kan de feitelijke portefeuille gaan afwijken van de strategische portefeuille.

Flexibele Premiereregeling

Binnen de FPR wordt gewerkt met bouwstenen of modules. Deze bouwstenen werken soortgelijk als een beleggingsfonds en kennen een net asset value (NAV). Over het algemeen bestaat een lifecycle uit ten minste drie modules:

- Rendementsmodule
- Rentemodule
- Matchingmodule

Daarnaast bestaat de FPR uit een uitkeringsfase, waarbinnen veelal collectief belegd wordt. In die collectieve portefeuille wordt veelal doorbelegd in één of meerdere van de bovenstaande modules.

Mutaties vanuit de deelnemersadministratie leiden tot bijsturingen binnen de lifecycle. De transacties worden geaggregeerd en hieruit volgt een opdracht aan de beheerder / fiduciair om een bepaalde module bij te kopen of te verkopen. In geval van een aankoop vloeit er geld naar de betreffende module en draagt de beheerder / fiduciair zorg voor de onderliggende verdeling over de beleggingscategorieën waaruit die module bestaat. En vice versa in geval van een verkoop.

Binnen de module kunnen illiquide beleggingen aanwezig zijn. De koers van deze beleggingen is gelijk aan de laatst bekende koers en deze dateert mogelijk van enkele maanden geleden. De NAV van de module is gelijk aan de waarde van de onderliggende beleggingen gedeeld door het aantal uitstaande participaties. Indien enkele van die beleggingen een koers hebben van enkele maanden geleden, weerspiegelt de NAV dus niet de volledige marktontwikkelingen.

De impact hiervan is dat op basis van die deels vertraagde koersen mutaties in de lifecycle worden doorgevoerd die mogelijk niet of niet volledig doorgevoerd hadden geworden indien alle onderliggende beleggingen een volledig actuele koers zouden hebben. Dit is op te lossen (door vanuit de pensioenadministratie) een bandbreedte te hanteren in plaats van (frequent) exact terug te sturen naar



een strategische verdeling. Daarbij pleit de aanwezigheid van illiquide beleggingen voor het hanteren van een ruimere bandbreedte.

Deelnemersperspectief FPR

Vanuit een deelnemer bezien is een extra of een tegengestelde transactie in een module mogelijk niet bezwaarlijk. Zeker wanneer dit kostenefficiënt kan worden doorgevoerd of zelfs voorkomen kan worden door bandbreedtes te hanteren binnen een module. Een zwaarder wegende consequentie voor een deelnemer is dat hij of zij een modulekoers betaalt of ontvangt die hoger of lager ligt dan de koers die had gegolden indien alle onderliggende beleggingen een volledig actuele koers zouden hebben. De impact hiervan werken we uit in deze notitie.

Solidaire Premiereregeling

Binnen de SPR wordt ook met enige regelmaat een rebalance uitgevoerd, maar dan binnen de collectieve portefeuille die zeer waarschijnlijk is opgedeeld naar een beschermingsportefeuille en een rendementsportefeuille. In de SPR gaat Achmea IM uit van een *'fully funded returnportefeuille'*. Dat wil zeggen dat de omvang van de returnportefeuille in beginsel aansluit op de toedeelregels. Het restant van de portefeuille vormt de beschermingsportefeuille. Door de aanwezigheid van illiquide beleggingen binnen de returnportefeuille weerspiegelt de waarde daarvan niet volledig de actuele marktontwikkelingen.

Er kan geredeneerd worden dat omvang van de beleggingsportefeuille structureel wordt onderschat door de aanwezigheid van illiquide beleggingen⁸. De impact hiervan zou dan zijn dat er 'economisch gezien' te veel kapitaal naar de returnportefeuille en te weinig kapitaal naar de beschermingsportefeuille wordt gealloceerd in vergelijking tot de situatie waarin alle koersen volledig actueel zijn. Dit is echter hypothetisch; er is immers geen volledig actuele koers beschikbaar. Daarom kan niet gesteld worden dat de allocatie foutief is uitgevoerd of dat deelnemers benadeeld zijn. Voor beide regelingen (FPR en SPR) geldt dat de waardering van illiquide beleggingen tegen de laatst bekende (vertraagde) koers de enige 'waarheid' is die voorhanden is. Merk hierbij op dat pensioenfondsen ook binnen het FTK hun asset allocatie niet aanpassen voor het feit dat illiquide categorieën geen actuele koers kennen.

Deelnemersperspectief SPR

Binnen de SPR loopt de toedeling via periodieke bijschrijvingen van rendementen die gebaseerd zijn op mutaties in het vermogen, in plaats van transacties in units van een deelnemingsrecht dat een zelfstandige koersvorming kent. Vanuit een deelnemer bezien, is de consequentie dat hij of zij een rendement krijgt toebedeeld dat hoger of lager zou zijn geweest indien alle koersen volledig actueel zouden zijn. De toedeling van het rendement werkt door in de vermogensstanden van de individuele deelnemers.

Relevantie hoofdzakelijk bij waardeoverdracht

De relevantie rondom stale of lagged pricing hangt vooral samen met de omvang van de mutatie in het individuele pensioenkapitaal. Premiestortingen en pensioenbetalingen zijn relatief klein in relatie tot het totale (op te bouwen) individuele pensioenkapitaal. De waarderingseffecten die ontstaan vanuit stale of lagged pricing zijn daarmee per definitie beperkt.

Het voorgaande geldt in mindere mate ook voor lump sum betaling en – binnen de FPR – voor keuzes die deelnemers maken. In beide situaties is de impact op het persoonlijk pensioenkapitaal relatief beperkt. Een lump sum betaling bedraagt maximaal 10% van het opgebouwde pensioenkapitaal. En bij een wijziging van het risicoprofiel wordt veelal 10% tot 15% van het opgebouwde pensioenkapitaal defensiever of offensiever belegd. Wel is het zo dat deelnemers binnen de FPR meerdere keren gebruik

⁸ Zie verderop. Gemiddeld genomen ligt de nieuwe koers van een illiquide belegging boven de voorgaande koers.



kunnen maken van de keuzevrijheid, denk aan het wijzigen van risicoprofielen. Daardoor kan het effect zich ook meerdere keren voordoen⁹.

Bij de inrichting van de pensioenregeling kan op voorhand het aantal keren dat een deelnemer een wijziging kan doorvoeren in zijn of haar risicoprofiel beperkt worden.

De grootste impact doet zich voor indien het gehele vermogen van een deelnemers belegd wordt (inkomende waardeoverdracht) of onttrokken wordt (uitgaande waardeoverdracht). In dergelijke situaties worden transacties gedaan en/of worden vermogensstanden bepaald op basis van koersen die deels niet volledig actueel zijn. Dit kan ertoe leiden dat een deelnemer meer of minder betaalt of ontvangt in vergelijking tot de situatie waarin alle koersen volledig actueel koers zouden zijn.

[‘Going concern impact’](#)

In deze notitie richten wij ons op de ‘going concern impact’ binnen beide regelingen. De uitdaging van stale of lagged pricing speelt echter ook (of: juist) bij invaren en bij een (grote) collectieve waardeoverdracht (CWO). Daarbij moet onderkend worden dat ook de waardering van liquide beleggingen en de stand van de rente van grote invloed zijn.

Pensioenfondsen dienen in samenspraak met diverse partijen, waaronder de accountant, vast te stellen op welke wijze de vermogens van individuele deelnemers worden vastgesteld, al dan niet rekening houdend met stale pricing. Rondom invaren (en een grote CWO) spelen veel meer complexe en bepalende factoren dan ‘sec’ het issue van stale pricing.

In het vervolg van deze notitie zoomen we in op het waarderingsproces van diverse illiquide beleggingen. Aan de hand hiervan bepalen we de vertraging in koersvorming die kan optreden. Vervolgens werken we de mogelijke impact uit van vertraagde prijsvorming en doen we een concrete suggestie hoe hiermee om te gaan.

⁹ Door de keuzevrijheid van deelnemers binnen de FPR wordt er waarschijnlijk vaker afgerekend tegen een NAV die niet de meest recente informatie weerspiegelt. Wat dat betreft is illiquiditeit een grotere uitdaging binnen de FPR dan binnen de SPR.

Waarderingsproces van illiquide beleggingen

De waardering / koers van illiquide beleggingscategorieën komt met vertraging tot stand. De meeste illiquide beleggingscategorieën rapporteren op kwartaalbasis. Alleen voor de categorie hypotheeklen geldt een maandelijkse frequentie. De vertraging in waardering is over het algemeen ook één kwartaal. De vertraging is korter voor Nederlands vastgoed en hypotheeklen.

Tabel 1 geeft achtergrond bij het waarderingsproces van diverse illiquide beleggingscategorieën. We beschrijven achtereenvolgens Private Equity, Infrastructuur, Vastgoed en Hypotheeklen.

Tabel 1 Waarderingsmethodiek diverse illiquide beleggingen

	Private equity	Infrastructuur	Vastgoed (int.)	Vastgoed (NL)	Hypotheeklen
Waarderingsfrequentie	Kwartaal	Kwartaal	Kwartaal	Kwartaal	Maand
Time lag in waardering	Kwartaal	Kwartaal	Kwartaal	Maand	½ Maand

Bron: Achmea IM

Private equity

De gemiddelde time lag voor reguliere private equity fondsen is één kwartaal. Voor fund-of-funds is de time lag veelal twee kwartalen, omdat er onderliggend veel PE-fondswaarderingen aan de waardering ten grondslag liggen. De onderliggende portefeuilleondernemingen worden per kwartaal gewaardeerd. Externe validatie vindt meestal eens per jaar plaats, wanneer de cijfers worden gevalideerd door de auditor.

Infrastructuur

Beheerders van closed-end fondsen updaten de waarderingen van directe posities meestal op kwartaalbasis op basis van zogenaamde roll forward, macro-economische omstandigheden en distributies. Daarnaast vindt veelal een full valuation per einde boekjaar plaats, waarbij ook trading updates en business plan updates worden meegewogen. Deze full valuation wordt extern uitgevoerd of gevalideerd door een gerenommeerd accountantskantoor. Soms is de frequentie van externe validatie lager, of is deze er helemaal niet en is dit alleen onderdeel van de jaarlijkse externe audit. Externe validatie verschilt dus per beheerder en per type fonds.

Beheerders van open-end fondsen laten waarderingen meestal elk kwartaal extern uitvoeren of valideren omdat periodiek tegen de NAV kan worden gehandeld en omdat beheer-/ en prestatievergoedingen over de NAV worden berekend. Bij closed-end fondsen speelt deze externe waardering op kwartaalbasis niet of slechts in beperkte mate. Waarderingen worden vaak in een valuation committee van de beheerder goedgekeurd.

De time lag in waardering bedraagt gemiddeld één kwartaal, omdat beheerders tijd nodig hebben om performance data van onderliggende portefeuillebedrijven te verwerken in de modellen.

Vastgoed

Het overgrote deel van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen geeft elk kwartaal een waardering af. Die waarderingen zijn gebaseerd op externe, deskundige taxaties. Deze taxaties worden gedurende het jaar drie keer op basis van desk research gedaan en meestal bezoekt een taxateur het betreffende object eens per jaar daadwerkelijk. Voor Nederlandse fondsen is de waardering veelal binnen een week of maand beschikbaar.



Hypotheke

Hypotheke worden op maandbasis gewaardeerd met behulp van waarderingsmodellen die gebruik maken van de meest recente hypotheekrentes. Deze waardering van hypotheke wordt meestal eens per jaar, per jaareinde, extern gevalideerd door de accountant op basis van een materialiteitstoets. Veelal wordt het waarderingsmodel initieel ook gevalideerd door een externe accountant. De gemiddelde time lag in waardering bedraagt per saldo circa 4 tot 10 werkdagen (na maandeinde). Onderliggend is het niet zozeer de waardebeoordeling van de individuele beleggingen die voor vertraging zorgt. Het is de bepaling van de verdisconteringsrente voor de onderliggende hypothekeportefeuille die met enige vertraging tot stand komt. Overigens zijn er via PRoMMiSe van Hypoport nu ook intra-maand waarderungen mogelijk. In de praktijk wordt dit nog niet toegepast en waarschijnlijk blijft de time lag intact.

Andere categorieën: private debt

Categorieën als WSW-leningen en ECA-leningen zijn enigszins vergelijkbaar met de categorie hypotheke. Achmea IM waardeert deze leningen op spreads die gerealiseerd worden in de primaire markt. Door deze (constante) spread op te tellen bij de dagelijks beschikbare swaprente is het mogelijk om op dagbasis een koers te berekenen. Net als bij andere beleggingscategorieën geldt dat de waarderingsmethodiek van de beheerder bepalend is voor de waarderingsfrequentie en de eventuele time lag in waardering.

Conclusie

Uit bovenstaande marktusage en onze ervaring leiden we af dat voor de meeste illiquide beleggingen gerekend kan worden met een time lag van 3 tot 6 maanden. Voor hypotheke werken we met een time lag van 1 maand als uitgangspunt. Met deze inzichten kunnen we in het volgende hoofdstuk de impact inzichtelijk maken.

De impact van stale pricing in de praktijk

De echte impact stale pricing is niet te berekenen omdat tussentijdse (koers)informatie ontbreekt bij illiquide beleggingen. De mogelijke impact is wel inzichtelijk te maken aan de hand van een liquide proxy. Bij illiquide categorieën kunnen we wel een vergelijking maken tussen de koers die met vertraging beschikbaar komt en de koers die op het meetmoment beschikbaar was. De koers die later ter beschikking komt, ligt gemiddeld genomen hoger dan de (verouderde) koers zoals bekend op het meetmoment. Dit is conform verwachting voor een categorie met een positief verwacht rendement. Hoe groter de time lag, hoe groter de impact van stale pricing: indien de time lag verdubbelt, is de impact ook ongeveer dubbel zo groot.

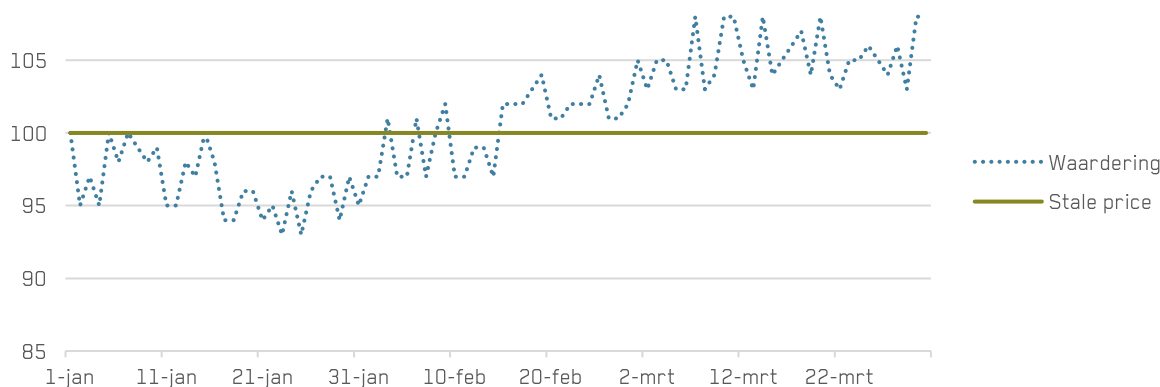
Om de impact van stale pricing inzichtelijk te maken op het niveau van een beleggingscategorie hanteren we twee situaties:

1. Een koers die eens per periode actueel is en vervolgens een periode vaststaat.
2. Een koers die eens per periode vertraagd wordt aangeleverd en vervolgens (ook) vaststaat.

Situatie 1: Een koers die eens per periode actueel is en vervolgens een periode vaststaat

Om de eerste situatie uit te werken, hanteren we onderstaand gestileerd voorbeeld. De koers van een belegging wordt aan het begin van het kwartaal (direct) bekend, dit noemen we de stale price (EUR 100). Die koers blijft het hele kwartaal in de boeken als de laatst bekende koers (groene lijn).

Figuur 2 Voorbeeld impact stale pricing



Bron: Bloomberg, MSCI, Achmea IM

Gedurende het kwartaal wordt er geen nieuwe koersinformatie ontvangen. Door de algemene marktontwikkeling is er tussentijds wel degelijk sprake van impact op de waarde. We veronderstellen dat we (achteraf) over tussentijdse koersinformatie beschikken (blauwe stippellijn) en dus tussenliggende waardeontwikkeling kunnen vaststellen. Gedurende het kwartaal worden transacties echter afgerekend tegen de koers van 100 euro. De impact van stale pricing verschilt van dag tot dag: in de maand januari lag de waarde lager dan de stale price en in maart was dit andersom.

In de praktijk beschikken we echter niet over tussentijdse koersen. Om toch een inschatting te geven van de mogelijke impact van het ontbreken van een continu / dagelijkse actuele koers gebruiken we een liquide belegging die we 'illiquide maken': we veronderstellen dat de MSCI World Index slechts eens per kwartaal, aan het begin van het kwartaal, een koers heeft.

Historische analyse op basis van de MSCI World Index

Onderstaande grafiek toont het historische koersverloop van de MSCI World Index. De groene lijn toont de stale price die eens per kwartaal, aan het begin van elk kwartaal, tot stand is gekomen.

Figuur 3 Analyse op basis van MSCI World Index



Bron: Bloomberg, MSCI, Achmea IM

De onderstaande tabel laat de impact zien over deze historie. Een positieve waarde betekent dat de dagkoers hoger ligt dan de stale price en andersom. Zoals verwacht, is het gemiddelde positief. Immers, aandelenkoersen stijgen gemiddeld genomen waardoor de waarde gedurende een kwartaal gemiddeld hoger ligt dan de waarde van het begin van het kwartaal. Een belegger die had gekocht tegen deze theoretische stale price, had historisch genomen een lagere koers betaald dan wanneer de koers op dagbasis beschikbaar was. In volatiele markten lopen de verschillen fors op: het maximale verschil bedroeg historisch ruim 22% en het maximale negatieve verschil bedroeg ruim 32%.

Tabel 2 Impact stale pricing MSCI World

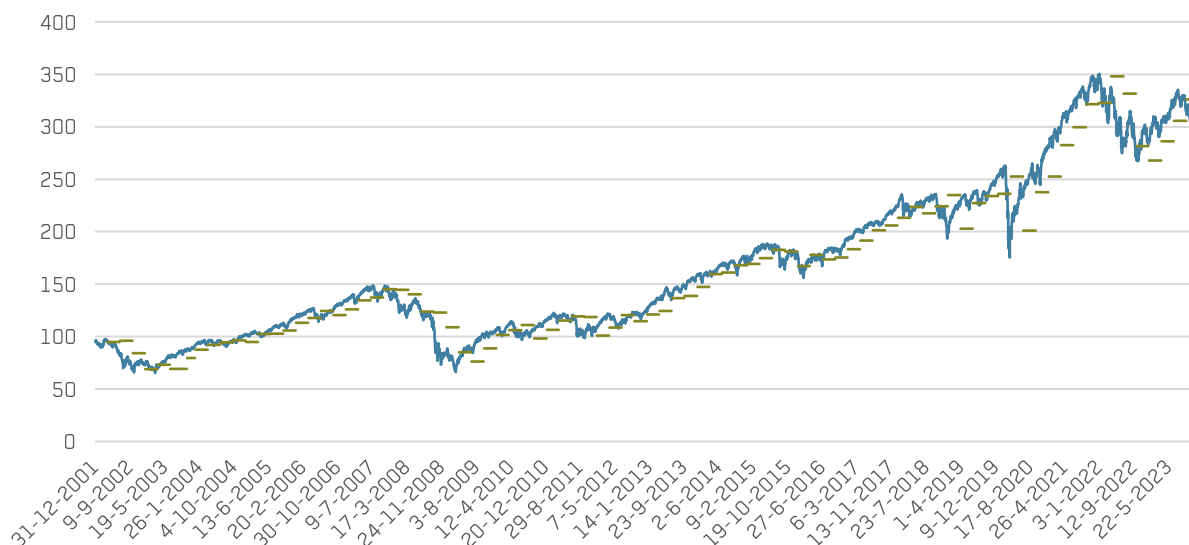
	Impact
Gemiddeld	1,3%
Max	22,4%
Min	-32,7%
Standaarddeviatie	6,0%

Bloomberg, MSCI, Achmea IM

Situatie 2: Een koers die eens per periode vertraagd wordt aangeleverd en vervolgens vaststaat

Om de tweede situatie uit te werken, hanteren we dezelfde analyse op basis van de MSCI World Index. Alleen nu veronderstellen we dat de koers een kwartaal later bekend wordt in plaats van direct aan het begin van het kwartaal. Er is dus aanvullend sprake van een vertraging in de koersvorming. De koers van 1 januari wordt pas per 1 april bekend en zo verder. De groene horizontale lijnen uit de voorgaande grafiek schuiven dus één kwartaal op.

Figuur 4 Analyse op basis van MSCI Word Index met vertraging



Bron: Bloomberg, MSCI, Achmea IM

De onderstaande tabel laat wederom de impact zien over de historie. Het gemiddelde historische verschil neemt toe van 1,3% naar 3%. Het maximale positieve verschil neemt toe van 22% naar ruim 35% en het maximale negatieve verschil neemt toe van 33% naar ruim 40%. De standaard deviatie neemt toe naar 10%.

Tabel 3 Impact stale en lagged pricing MSCI World

	Impact
Gemiddeld	3,0%
Max	35,0%
Min	-40,4%
Standaard deviatie	10,0%

Bloomberg, MSCI, Achmea IM

Op basis hiervan kunnen we concluderen dat de vertraging (time lag) in waardering voor een toename van de impact zorgt.

Impact van een illiquide belegging

Om het begrip stale pricing beter te doorgronden, hebben we hierboven een liquide belegging illiquide gemaakt. Daardoor kregen we de beschikking over tussentijdse, dagelijkse koersen. In de praktijk beschikken we in geval van illiquide beleggingen niet over die informatie. Voor een historische analyse op basis van illiquide beleggingen moeten we daarom een andere aanpak kiezen.

Vergelijking met de prijs die later ter beschikking komt

Voor analyse hanteren we de stelling dat de enige waarheid die voorhanden is, de laatst bekende (vertraagde) koers is. Die vertraagde koers vergelijken we met de koers die later voor dat meetmoment bekend wordt.

Voorbeeld: Op 1 januari staat een koers van 100 euro in de boeken voor een illiquide belegging. Dit is de laatst bekende koers. Gedurende het kwartaal worden transacties uitgevoerd en/of rendementen toebedeeld tegen deze koers. Op 31 maart ontvangt de beheerder / fiduciair de waardering van 1 januari en deze blijkt 105 euro te zijn. Per 1 april is dit de waarde die wordt opgenomen in het portefeuillemanagementsysteem. Achteraf kunnen we stellen dat – als de waardering van 1 januari direct beschikbaar zou zijn geweest – de transacties / toedelingen zouden hebben plaatsgevonden tegen een koers van 105 euro in plaats van 100 euro.

Met deze aanpak wordt bewust van enkele aspecten van stale pricing geabstraheerd:

1. We houden geen rekening met tussentijdse impact op de waardering omdat we geen tussentijdse koersinformatie hebben.
2. We houden geen rekening met de vraag of de waardering de reële onderliggende waarde reflecteert of niet (bijvoorbeeld door smoothing-effecten in taxaties).

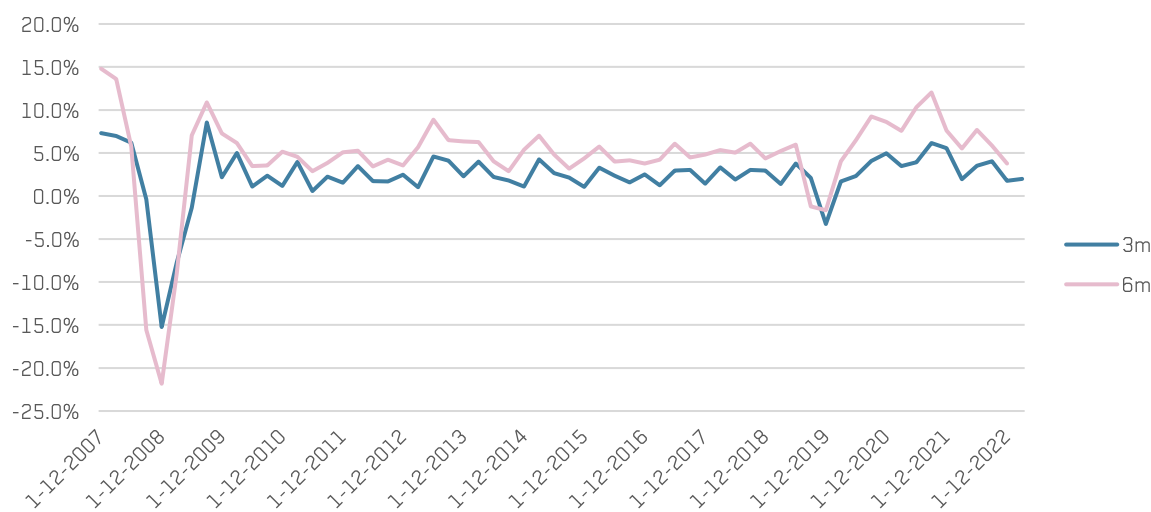
De methode houdt dus alleen rekening met de prijsvertraging. We berekenen, parallel aan bovenstaand voorbeeld, het historische gemiddelde koersverschil tussen de vertraagde koers op het meetmoment (100 euro) en de koers die achteraf beschikbaar komt (105 euro).

[Uitwerking private equity, infrastructuur, vastgoed en hypotheek](#)

Zoals beschreven hanteren we voor de categorieën private equity, infrastructuur en vastgoed (Nederland en Europa) een time lag van 3 maanden en van 6 maanden. Voor hypotheek hanteren we een time lag van 1 maand en van 2 maanden.

Onderstaande grafiek geeft de impact weer voor de beleggingscategorie infrastructuur. We maken gebruik van de Preqin Infrastructure Index met kwartaaldata. Dit is een net-of-fee index die is opgebouwd uit infrastructuurfondsen van alle vintage jaren. Deze Preqin index is een goede proxy voor een niet-beursgenoteerde fondsbelegging in infrastructuur. De blauwe lijn weerspiegelt de kortere time lag (3 maanden) en de roze lijn weerspiegelt de langere time lag (6 maanden).

Figuur 5 Impact stale pricing infrastructuur



Bron: Preqin, Achmea IM

Een lijn boven de nullijn betekent dat de koers die na de betreffende time lag beschikbaar kwam hoger lag dan de koers zoals deze bekend was op het meetmoment. We zien dat het rekenkundige gemiddelde effect van een time van 3 maanden 2,3% bedroeg. Dit betekent dat de koers die drie maanden later bekend werd, gemiddeld genomen 2,3% hoger was dan de (verouderde) koers die op het meetmoment beschikbaar was.

Bij een time lag van 6 maanden bedraagt het effect gemiddeld 4,7%. Daarnaast zien we uitschieters. Zo bedroeg het effect circa 15% (negatief) ten tijde van de kredietcrisis van 2007 – 2009. Anders gezegd; een deelnemer die op 31 december 2008 (een deel van) zijn of haar beleggingen in infrastructuur verkocht, ontving hiervoor een koers die – met de kennis achteraf gezien – zes maanden later 15% lager zou zijn geweest.

De uitwerking voor de overige categorieën zijn in de bijlage opgenomen. De volgende tabellen geven de uitkomsten weer voor alle beleggingscategorieën. In werkelijkheid zal de omvang van een illiquide beleggingscategorie beperkt zijn, waardoor de impact op de totale portefeuille ook beduidend lager ligt. Daarover later meer.

Tabel 4 Impact stale pricing per beleggingscategorie¹⁰

Impact	Infra 3 mnd	Infra 6 mnd	Buyout 3 mnd	Buyout 6 mnd	OG NL 3 mnd	OG NL 6 mnd	OG EU 3 mnd	OG EU 6 mnd
Gemiddeld	2,3%	4,7%	3,0%	6,4%	1,6%	3,3%	1,4%	2,9%
Max	8,5%	14,8%	12,3%	25,0%	6,6%	11,2%	4,8%	8,3%
Min	-15,2%	-21,8%	-16,6%	-24,1%	-4,9%	-9,2%	-7,3%	-10,6%

Bon: Achmea IM, Bloomberg, Preqin, INREV

De impact voor de beleggingscategorie hypotheek is hieronder separaat weergegeven.

Tabel 5 Impact stale pricing hypotheek¹¹ met een time lag van 1 en 2 maanden

Hypotheek	1 maand	2 maanden
Gemiddeld	0,2%	0,5%
Max	4,4%	6,1%
Min	-4,0%	-6,7%

Bon: Achmea IM, SAREF

Conclusies

- Bij alle categorieën is er sprake van een positieve gemiddelde impact. Dit betekent dat de koers die later ter beschikking komt, gemiddeld genomen hoger ligt dan de (verouderde) koers zoals bekend op het meetmoment. Dit is conform verwachting voor een categorie met een positief verwacht rendement.
- Het effect van stale pricing is gemiddeld genomen het laagst voor de categorie hypotheek.
- Van de minder liquide categorieën is het effect voor niet-beursgenoteerd vastgoed het laagst. Al naar gelang de daadwerkelijk time lag loopt de koers gemiddeld circa 1,5% tot circa 3% achter bij de koers die pas later beschikbaar komt.

¹⁰ Private Equity: Preqin Private Markets Quarterly Buyout Index, Nederlands vastgoed: MSCI Netherlands Quarterly Property Index (Unfrozen, standing Investments), Europees vastgoed: INREV Quarterly European Core Funds Index, Infrastructuur: Preqin Private Markets Quarterly Infrastructure Index.

¹¹ Hypotheken: Particuliere Hypotheken Fonds (PHF) van SAREF.

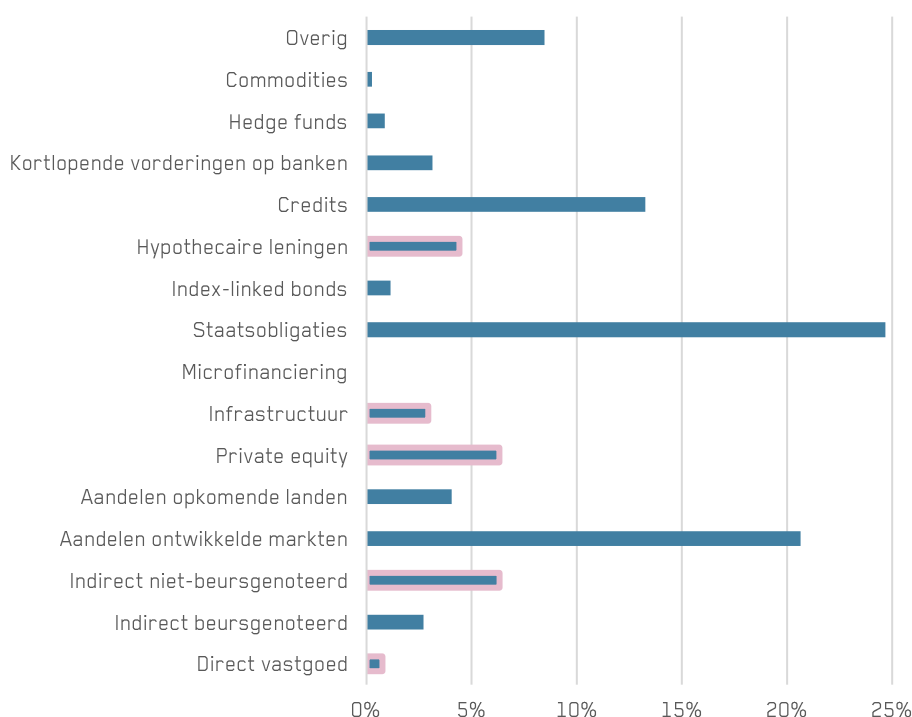
- Hoe groter de time lag, hoe groter de impact van stale pricing: indien de time lag verdubbelt, is de impact ook ongeveer dubbel zo groot.
 - Voor infrastructuur, private equity en Europees vastgoed geldt dat neerwaartse koersaanpassingen groter zijn dan de opwaartse koersaanpassingen. Met uitzondering van de opwaartse koersaanpassing van private equity op een 6-maandsbasis; deze was groter dan de grootste neerwaartse aanpassing op eveneens een 6-maandsbasis.
 - Voor Nederlands vastgoed geldt het tegenovergestelde: de opwaartse koersaanpassingen zijn over deze historie groter dan de neerwaartse aanpassingen.
 - Voor hypotheekleningen zijn de neerwaartse en opwaartse aanpassingen ongeveer even groot.

Hierbij dient opgemerkt te worden dat deze analyse betrekking heeft op een relatief korte horizon van circa 15 jaar. Deze horizon wordt gekenmerkt door een dalende rente. Dit werkt over het algemeen positief door in dergelijke 'long duration' beleggingen. Desalniettemin zien we het beeld niet wijzigen in de periode vanaf begin 2022 toen de rente sterk steeg.

[Uitwerking gemiddelde illiquide portefeuille](#)

De onderstaande grafiek laat de gemiddelde verdeling over beleggingscategorieën zien onder Nederlandse pensioenfondsen.

Figuur 6 Belegd vermogen voor risico pensioenfondsen per Q2 2023



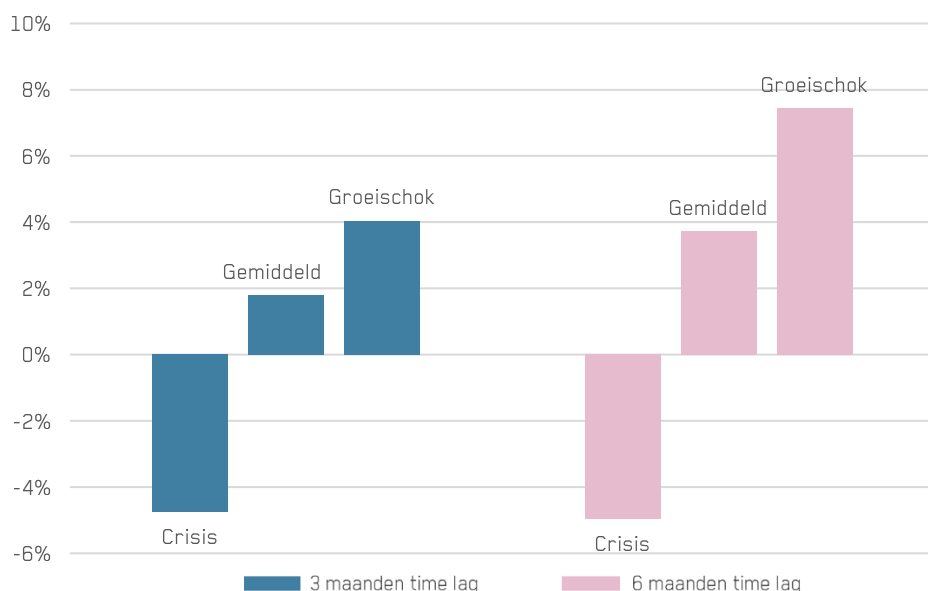
Bron: DNB, 2023K2

We hanteren de relatieve verdeling over deze illiquide beleggingscategorieën en schalen dit deel van de portefeuille op naar 100%. Dit geeft de onderstaande verdeling:

- Hypotheken: 21%
- Infrastructuur: 14%
- Private equity: 30%
- Indirect niet-beursgenoteerd vastgoed: 31%
- Direct vastgoed: 4%

Voor deze portefeuille rekenen we opnieuw de impact uit. Daarbij gaan we ervan uit dat de categorie direct vastgoed betrekking heeft op Nederlands vastgoed.

Figuur 7 Impact van vertraagde prijsvorming voor het illiquide deel van de portefeuille



Bron: Achmea IM, Bloomberg, Preqin, INREV, SAREF

De resultaten zijn weergegeven voor de illiquide beleggingen en dus niet op het niveau van de totale portefeuille. Een positieve impact betekent dat de koers die later beschikbaar komt, boven de koers van het meetmoment ligt (en vice versa). Dit betekent dat mutaties worden verwerkt tegen een koers die later gemiddeld genomen hoger blijkt te zijn dan de koers op het meetmoment. Op basis hiervan trekken we de volgende conclusies voor de waarde van de illiquide portefeuille:

- Gemiddeld genomen is de impact circa 2% tot 4% positief.
- Ten tijde van crisis is de impact circa 5% negatief. Dit betrof de kredietcrisis van 2007 – 2009.
- In een groeischok is de impact 4% tot 7% positief.

Uitkomst op het niveau van de deelnemer

De SPR en de FPR worden gekenmerkt voor respectievelijk een impliciete en een expliciete risicoallocatie conform het lifecycle-principe. Dit betekent dat jongere deelnemers meer overrendement toegedeeld krijgen (SPR) of meer beleggen in een rendementsmodule (FPR). De blootstelling neemt af naarmate een deelnemer ouder wordt. Hierna werken we de impact uit voor de rendementsportefeuille (of -module), waarbij we veronderstellen dat deze voor 30% uit de volgende illiquide beleggingen bestaat:

- Infrastructuur: 5%-punt.
- Private equity: 12%-punt.
- Indirect niet-beursgenoteerd vastgoed: 12%-punt.
- Direct vastgoed: 1%-punt.

Dit zijn dezelfde relatieve gewichten als voorgaande uitwerking, alleen zonder de categorie hypotheek. We veronderstellen dat deze categorie onderdeel vormt van de beschermingsportefeuille of een rentemodule.



Deelnemer van 30 jaar

We gaan uit van een impliciete of expliciete allocatie naar een rendementsportefeuille (of -module) van 90%. Binnen die portefeuille wordt dus voor 30% belegd in de bovenstaande illiquide beleggingscategorieën. We zien het volgende op de totale portefeuille van deze deelnemer:

- Gemiddeld genomen is de impact circa 0,5% tot 1,5%¹² positief.
- Ten tijde van crisis is de impact circa 1,5% negatief.
- In een groeischok is de impact circa 1% tot 2,5% positief.

Anders gezegd: de omvang van het pensioenvermogen wordt gemiddeld circa 0,5 tot 1,5% lager weergegeven dan wanneer we over volledig actuele koersinformatie zouden beschikken.

Deelnemer van 67 jaar

We gaan ervan uit dat gepensioneerden een impliciete of expliciete allocatie naar een rendementsportefeuille (of -module) hebben van 40%. We zien het volgende op de totale portefeuille van deze deelnemer:

- Gemiddeld genomen is de impact circa 0,2% tot 0,6% positief.
- Ten tijde van crisis is de impact circa 0,7% negatief.
- In een groeischok is de impact circa 0,5% tot 1,2% positief.

De mogelijke effecten van het later beschikbaar komen van waarderingen voor illiquide beleggingen zijn voor jongere deelnemers dus groter van voor oudere deelnemers. Dit is logisch omdat jongeren meer blootstelling hebben naar de rendementsportefeuille. Hier staat tegenover dat jongeren, naast financieel kapitaal, ook beschikken over een aanzienlijk 'human capital'. De impact op het *totale* vermogen van een jongere deelnemer (financieel kapitaal en human capital) is (navenant) beperkter.

Indien een pensioenfonds een principiële uitspraak wil doen over bovenstaande indicaties, dan kunnen de verwachte effecten van een vertraagde waardering van illiquide beleggingen afgezet worden tegen de verwachte meeropbrengsten van deze beleggingscategorie(ën).

¹² Afgerond 2 tot 5% over 30% van de rendementsportefeuille * 90% allocatie (naar de rendementsportefeuille).



Marktbeeld

De uitdaging van stale of lagged pricing is besproken met diverse partijen uit de sector ¹³. De conclusie hieruit is dat deelnemers alleen afgerekend kunnen worden op de laatst bekende (vertraagde) waardering. Pensioenfondsen dienen zich een beeld te vormen van de impact op cohortniveau en – volgens de accountant – een inspanning te leveren om tot een zo frequent mogelijke waardering te komen. Vereffening achteraf is niet uitvoerbaar en wordt ook niet verwacht van pensioenfondsen.

Hanteren van een eigen proxy

Een voor de hand liggende gedachte is om een eigen proxy te hanteren. Daarbij wordt de koersinformatie van een liquide alternatief gebruikt om de (tussentijdse) waarde van een illiquide belegging te benaderen. Zo kan de koers voor een niet-beursgenoteerd vastgoed fonds vergeleken worden met de koers van een beursgenoteerd vastgoedfonds. En zo kan de koers van een private equity fonds vergeleken worden met beursgenoteerde (small cap) aandelen.

Het probleem hierbij is dit niet of moeilijk valt te objectiveren. We kunnen immers niet objectief vaststellen met welke factor de koers van een illiquide belegging gecorrigeerd moeten worden. Moet een belegging in private equity met 10% aangepast worden als de publieke aandelenmarkt met 10% daalt? Of met een kleinere factor omdat marktsentiment een minder grote rol speelt? Of met een grotere factor vanwege de leverage? Dit vereist een diepgaande (regressie)analyse, mogelijk op het niveau van elke afzonderlijke belegging.

Afstemming met marktpartijen

Enkele partijen hebben getracht een eigen model te ontwikkelen om op meer frequente basis een koersindicatie te kunnen hanteren. Dit blijkt (vooralsnog) een zeer lastige exercitie. Een eigen model lijkt daarmee geen soelaas te bieden. Daarbij benoemen diverse partijen ook het claimrisico dat hiermee gepaard gaat. Feitelijk neemt het pensioenfonds een deel van de verantwoordelijkheid om tot de juiste waardering te komen, over van de manager.

Het beeld uit de sector is derhalve dat de enige juiste koers de koers is die door de (externe) beheerder is afgegeven; de laatst bekende koers. Die koers is – net als vandaag de dag – niet volledig actueel.

Achteraf vereffenen van verschillen

Het lijkt de partijen waarmee gesproken is, ondoenlijk om de verschillen (die achteraf zichtbaar worden) te vereffenen onder deelnemers. Dit wordt veroorzaakt doordat er in de tussentijd al mutaties en bijschrijvingen (SPR) hebben plaatsgevonden. Feitelijk zou een hele reeks aan mutaties dan herzien moeten worden. En dat op continue basis. Dat geeft een enorme administratieve last.

Ook wordt benoemd dat het effect beperkt is voor deelnemers die lang bij het pensioenfonds blijven. Deelnemers profiteren in de opbouwfase van een veelal te lage aankoopkoers van illiquide beleggingen en vice versa ondervinden ze nadeel van een te lage verkoopkoers in de uitkeringsfase. De vraag die resteert is hoe om te gaan met extreme schokscenario's. En dan specifiek in geval van waardeoverdrachten. Men is er nog niet over uit of dat nog aanvullend beleid vergt of niet.

In de gesprekken met partijen uit de sector is ook stilgestaan bij het effect van stale pricing bij invaren. De meningen lopen uiteen of rondom dit moment een (eenmalige) aanpassing of correctie wenselijk is of niet.

Binnen Achmea IM zijn we voornemens om FPR te unitiseren voor het invaarmoment. Dit betekent dat er dus feitelijk een invaarkoers (NAV) bekend is die op een laatst bekende koers is bepaald. Vanuit een going concern gedachte lijkt dat de juiste koers om tegen in te varen.

¹³ APS, APG, PGGM, MN, Blue Sky Group. Daarbij waren verschillende expertises vertegenwoordigd, variërend van pensioenbeheer tot vermogensbeheer en van Investment Strategy tot Alternative Investment Control.



Frequenter waardering door de asset manager

In de Verenigde Staten is het gebruikelijk dat illiquide (vastgoed)beleggingen dagelijks worden gewaardeerd. De vastgoedbeheerders werken daartoe samen met valuation management companies. De twee marktleiders zijn Altus Group en SitusAMC. Deze partijen werken nauw samen met de vastgoedmanagers en informatie over de onderliggende objecten wordt continu gedeeld met deze valuation companies. In de praktijk blijkt de koers zeer nauw aan te sluiten bij de waardering die eens per kwartaal uitgevoerd wordt. De beschikbaarheid van een waardering betekent overigens niet dat er ook aan- en verkopen tegen die waardering mogelijk zijn. Het biedt wel de mogelijkheid om de waardering actueler weer te geven en daarmee ook mutaties in de pensioenadministratie tegen actuele(re) koersen te laten plaatsvinden.

Met de opkomst van defined contribution in de Nederlandse pensioenmarkt lijkt het een kwestie van tijd dat ook Europese of Nederlandse vastgoedbeleggers dergelijke samenwerkingen aangaan. En mogelijk is dit in de loop der tijd ook toepasbaar voor andere beleggingscategorieën.

De Nederlandse pensioensector kan baat hebben bij een gezamenlijk platform voor defined contribution, zoals in de Verenigde Staten DCALTA bestaat (DCALTA.org). Uitdagingen rondom de waardering van illiquide beleggingen kunnen dan gezamenlijk aangepakt worden.

Pensioenfederatie

Het bovenstaande overleg is tot stand gekomen via de Commissie Vermogensbeheer van de Pensioenfederatie. Deze beelden zijn vervolgens ook teruggekoppeld aan de Commissie Vermogensbeheer. Zij ondersteunt dit beeld vanuit de pensioenfondsen en roept op om hierin gezamenlijk op te trekken, net zoals SIVI een rol speelt in de standaardisering van gegevensuitwisseling.

De Nederlandsche Bank

Achmea IM heeft formeel met DNB gesproken over dit onderwerp. Op dit moment hanteert DNB geen guidance op dit onderwerp. Wel kunnen we de conclusie trekken dat DNB van pensioenfondsen verwacht dat pensioenfondsen hiermee aan de slag gaan. Niet alleen going concern, maar ook rondom invaren.

Accountant

Zowel KPMG als EY geven aan geen bezwaar te zien in het hanteren van de laatst bekende (vertraagde) koers in geval van illiquide beleggingscategorieën. De accountant van een pensioenfonds zal nog steeds een jaarrekening opmaken op basis van de uiteindelijke – later beschikbare – waarderingen. Maar dit is separaat van de koersen waartegen deelnemers afgerekend worden.

Verder stellen de accountants dat pensioenfondsen wel een inspanningsplicht hebben en een zorgplicht. Daarbij moet gedacht worden aan inspanning om tot een zo frequent mogelijke en juiste waardering te komen. Dit is in de eerste plaats een verantwoordelijkheid van de externe fondsmanager die het pensioenfonds aanstelt. De mogelijke oplossing om als pensioenfonds zelf de waardering vast te stellen is ook voor de accountants onwenselijk.



Aanbevelingen voor pensioenfondsen

Pensioenfondsen dienen allereerst te accepteren dat de laatst beschikbare koers de beste proxy is voor de waarde van de betreffende illiquide belegging. Het is raadzaam om de mogelijke impact op cohortniveau uit te werken. Vervolgens kan het pensioenfonds onderbouwen waarom deze effecten al dan niet acceptabel zijn. Daarnaast kunnen pensioenfondsen starten met het opnieuw beoordelen van de investment cases en portefeuilleplannen, waarbij meer nadruk wordt gelegd op de waarderingsfrequentie.

Externe managers van illiquide beleggingen zijn over het algemeen niet bereid om sneller en/of meer frequent te waarderen. Desalniettemin dienen pensioenfondsen deze externe managers te blijven aanspreken op de wenselijkheid hiervan. Tenslotte kunnen pensioenfondsen in samenwerking met de PUO vastleggen op welke wijze invulling wordt gegeven aan significante (collectieve) waardeoverdrachten, specifiek ten tijde van marktvolatiliteit.

Onderbouwing van de toegevoegde waarde van illiquide beleggingen

Het pensioenfonds kan de (verwachte) waarderingsimpact onderzoeken. Dit dient op cohortniveau plaats te vinden omdat de impliciete of expliciete blootstelling naar illiquide beleggingen wijzigt gedurende de lifecycle. Bij het – al dan niet – accepteren van de mogelijke waarderingsimpact spelen diverse zaken een rol:

- De risicobereidheid van de deelnemer / het cohort.
- De materialiteit van het opgebouwde pensioenkapitaal in relatie tot het totaal op te bouwen pensioen en/of in relatie tot het aanwezige human capital.
- De gemiddelde blootstelling naar illiquide beleggingen bij andere pensioenfondsen.
- De verwachte toegevoegde waarde van de illiquide beleggingen (hoger rendement en/of lager risico) op de portefeuille.

Aansporing van externe managers om tot snellere en meer frequente prijsvorming te komen

Een pensioenfonds kan invulling geven aan de regels van Prudent Person door bij haar externe beheerders aan te dringen op een snelle(re) totstandkoming van de koers van een illiquide belegging. Mogelijk kan in eerste instantie gewerkt worden met een indicatie van die externe beheerder of kan het gebruik van een valuation company besproken of aangemoedigd worden. De ervaring leert echter dat externe managers terughoudend zijn op dit vlak.

Herziening van investment cases en portefeuilleplannen

Een pensioenfonds stelt voor elke beleggingscategorie een investment case op. Dit mondt uit in een kaderstelling en, specifiek voor illiquide beleggingen, een portefeuilleplan. Bij de invullingskeuzes kan een pensioenfonds in de toekomst sterker sturen op de tijdige beschikbaarheid van koersinformatie. Daarnaast kan de keuze voor open-end versus closed-end fondsen opnieuw afgewogen worden omdat (1) beheerders van open-end fondsen meestal elk kwartaal een externe waardering laten uitvoeren of valideren en (2) deze fondsen tussentijds enige liquiditeit bieden waardoor pensioenfondsen de allocatie naar de betreffende illiquide categorieën enigszins kunnen aanpassen.

Vastlegging van invulling van significante (collectieve) waardeoverdrachten

Voor dit punt is afstemming met de PUO en de fiduciair manager noodzakelijk. Indien significante (collectieve) waardeoverdrachten op een afwijkende wijze verwerkt zouden moeten worden, dan gaat dit gepaard met een additionele administratieve handeling. Dit komt overeen met 'gating' zoals dat vandaag de dag kan worden toegepast bij beleggingsfondsen.



Swing pricing voor modules binnen de FPR geeft veel complexiteit

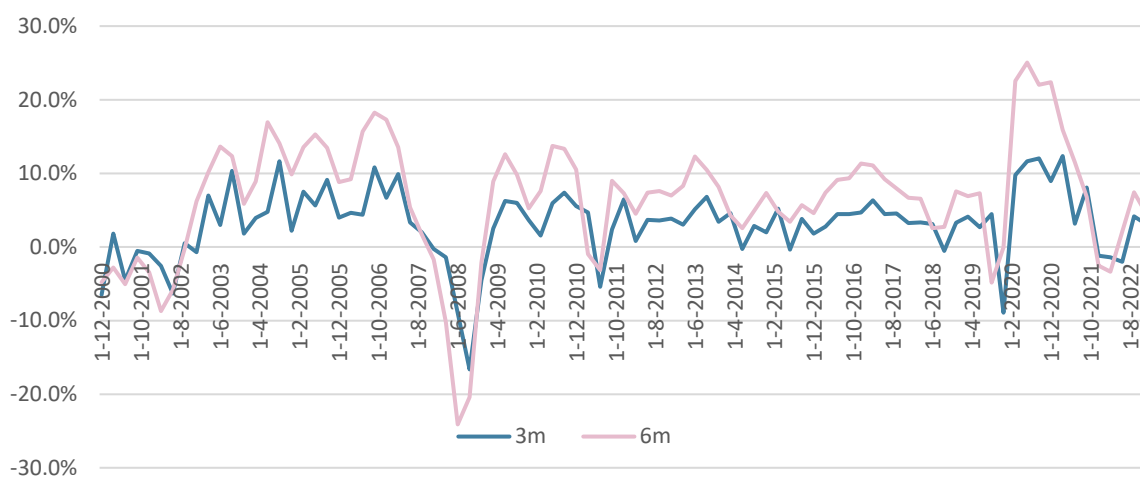
Binnen de FPR worden administratieve modules ingericht. Deze modules werken hetzelfde als een beleggingsfonds. Parallel aan het beleid van beleggingsfondsen, kan gedacht worden aan het hanteren van een zogenaamde swing price voor modules. Deze swing price factor dient vooral om de transactiekosten neer te laten slaan bij de partij voor wie de transactie wordt uitgevoerd. Dit ter bescherming van de beleggers die geen transactie doen, zodat zij niet meebetalen aan de kosten van de andere belegger(s). Deze swing price dient periodiek geëvalueerd en vastgesteld te worden. Vanuit die werkwijze is het denkbaar om de swing price ook te gebruiken voor de impact van stale pricing.

De moeilijkheid hierbij is dat die factor objectief en redelijk accuraat dient te worden vastgesteld en dát blijkt in de praktijk dus erg lastig. Dergelijke afspraken dienen uiteraard ook vastgelegd te worden¹⁴. Om bovengenoemde redenen is Achmea IM geen voorstander van deze oplossing.

¹⁴ Particularly under strained market conditions, investors may also suspect that the prices of relatively illiquid assets that are used to calculate the NAV at t do not yet factor in the latest information (i.e., they are “stale”) and could prove to be significantly higher than the prices at which the fund manager can actually sell the assets. Since the cost of liquidating assets is exclusively borne by the investors that remain with the fund, each individual investor may thus be tempted to withdraw from the fund, hoping to benefit from a first-mover advantage. Swing pricing offers one policy option to reduce the dilution effect and the implied firstmover advantage. It allows the fund manager to reduce or raise the NAV per share (pt) by the swing factor (st) in response to large net fund outflows and inflows, respectively. If the NAV per share is swung, all transactions are settled at price $\tilde{pt}$, the “swung” NAV per share: $\tilde{p}^t = (1 - st)pt$. (1) The sign of the swing factor depends on the sign of total net fund flows in that period. If the fund manager applies a full swing pricing policy, she sets a positive (negative) swing factor whenever the fund experiences net outflows (inflows), while the swing factor is only equal to zero if fund flows net out. Given the operational cost of determining whether or not to activate the swing factor, a partial swing pricing policy is common in practice (ALFI (2015b)). In this case, the swing factor is positive (negative) only if total net outflows (inflows) exceed a specified threshold.⁴ To keep investors from gaming the swing pricing policy, most funds do not disclose the threshold, whereas the swing factor is typically made available upon investor request. Bron: BIS Working Papers No 664, oktober 2017, <https://www.bis.org/publ/work664.pdf>

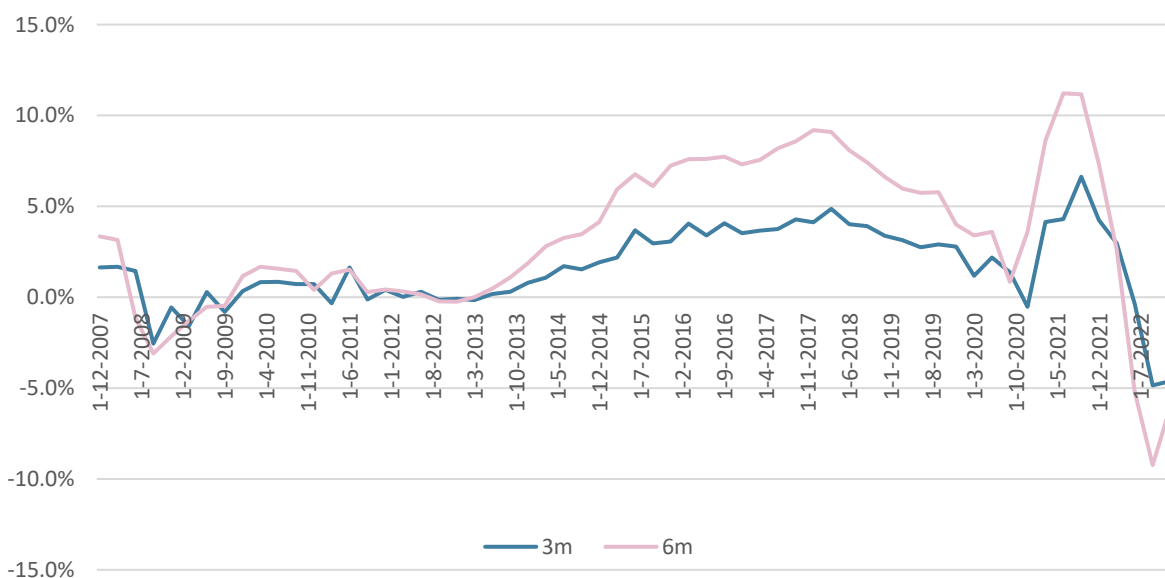
Bijlage: Uitwerking private equity, Nederlands en Europees vastgoed en hypotheek

Figuur 8 Impact private equity (buy out)



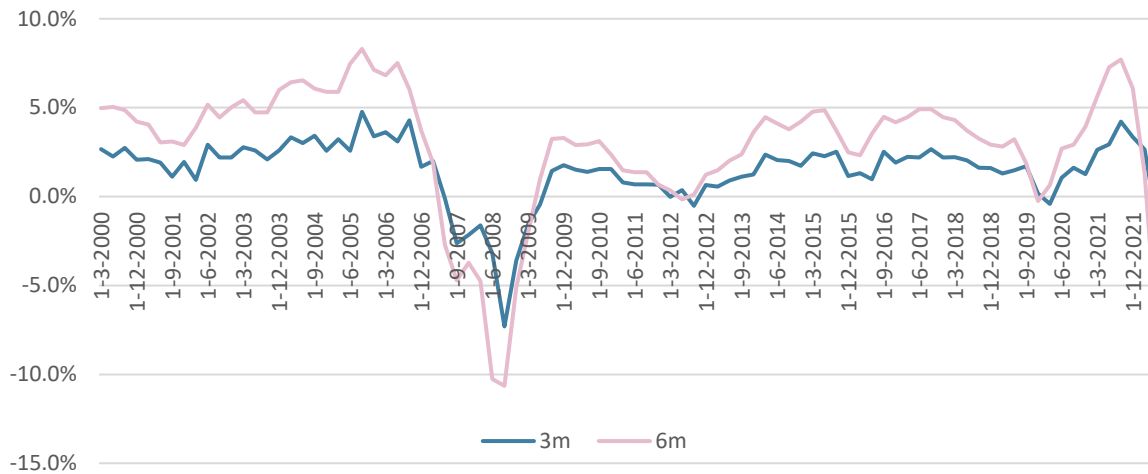
Bron: Prequin Private Markets Quarterly Buyout Index

Figuur 9 Impact Nederlands vastgoed



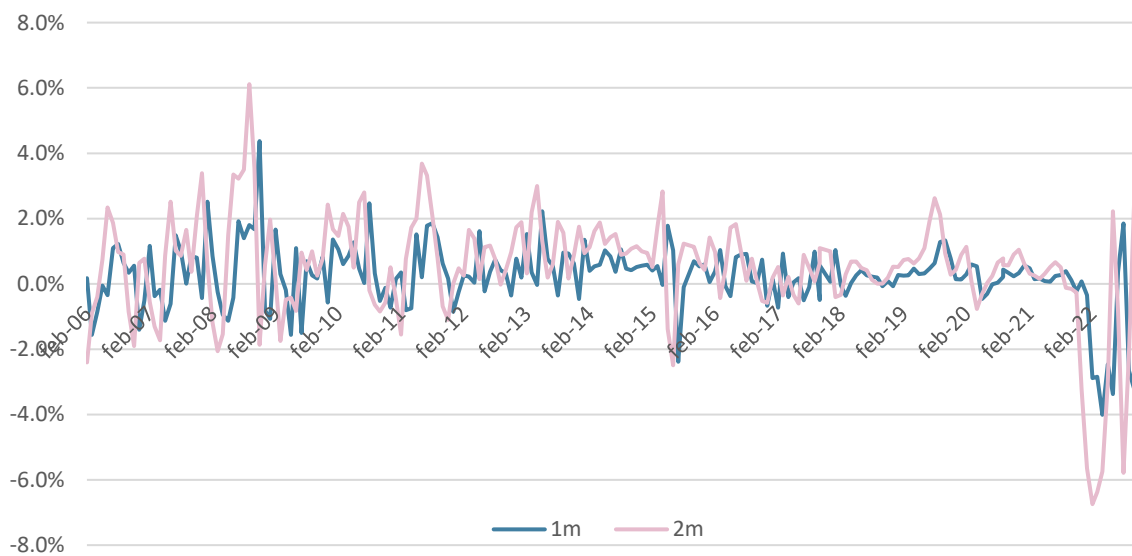
Bron: MSCI Netherlands Quarterly Property Index (Unfrozen, standing Investments)

Figuur 10 Impact Europees vastgoed



Bron: INREV Quarterly European Core Funds Index

Figuur 11 Impact Hypotheken



Bron: Particuliere Hypotheken Fonds (PHF) van SAREF



Bijlage: Gebruikte indices

Private Equity: Preqin Private Markets Quarterly Buyout Index

Voor private equity gebruiken we de Preqin Buyout Index met kwartaaldata. Dit is een net-of-fee index die is opgebouwd uit buyoutfondsen van alle vintage jaren. Buyout is de private equity strategie die door Achmea IM aan haar klanten wordt geadviseerd. Deze Preqin Buyout Index is een goede proxy voor de buyoutsector.

Nederlands vastgoed: MSCI Netherlands Quarterly Property Index (Unfrozen, standing Investments)

Voor Nederlands vastgoed gebruiken we de MSCI Netherlands Quarterly Property Index. Deze index is opgebouwd vanuit de individuele vastgoedobjecten die geschikt zijn voor verhuur (geen ontwikkeling). Het is een multi-sector index (woningen, winkels, kantoren, bedrijfsruimtes en overig) die op kwartaalbasis wordt gepubliceerd. Deze vastgoedindex bevat geen leverage en is gross-of-fees. Het is de best beschikbare proxy voor de Nederlandse vastgoedmarkt.

Europees vastgoed: INREV Quarterly European Core Funds Index

We gebruiken de INREV fonds indices voor Europees vastgoed. De Core Funds index bevat de open- en close-end (90%) en close-end (10%) Europese vastgoedfondsen met een core beleggingsstijl. De indices worden opgebouwd uit de fondsdata en zijn net-of-fees. De Core Funds index sluit het beste aan bij ons advies om in Europese core vastgoedfondsen te beleggen.

Infrastructuur: Preqin Private Markets Quarterly Infrastructure Index

Voor infrastructuur gebruiken we de Preqin Infrastructure Index met kwartaaldata. Dit is een net-of-fee index die is opgebouwd uit infrastructuurfondsen van alle vintage jaren. Deze Preqin index is een goede proxy voor een niet-beursgenoteerde fondsbelegging in infrastructuur.

Hypotheek: Particuliere Hypotheken Fonds (PHF) van SAREF

Voor hypotheek zijn geen indices beschikbaar¹⁵. We gebruiken daarom de data van het particuliere hypotheekfonds van SAREF. Dit fonds heeft een historie vanaf 2006 met maandelijkse rendementen. Het PHF is een goede proxy voor een belegging in Nederlandse hypotheek.

¹⁵ Er is de laatste jaren hard gewerkt aan een tweetal benchmarkoplossingen voor hypotheek (DRMI en LoanClear). Dit is een welkome en waardevolle ontwikkeling, maar op het moment van schrijven van deze notitie beschikten wij nog niet over de data van deze indices.



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 ontlenen. 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 www.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.