

Een beter pensioen met illiquide beleggingen

Achmea Investment Management



Januari 2018



Een beter pensioen met illiquide beleggingen?

Pensioencontracten bewegen zich steeds meer in de richting van premie-overeenkomsten. Zo werkt de SER aan een variant 'Persoonlijk Pensioenvermogen met risicodeling'.

De maatschappelijke beweging naar verdere individualisering dringt daarmee ook door in de pensioenwereld. Het gevolg is dat de vraag naar keuzevrijheid, transparantie en flexibiliteit in het pensioensysteem toeneemt. De Wet Verbeterde Premieregeling van vorig jaar maakt individuele premie-overeenkomsten (hierna: iDC regeling) in ieder geval aantrekkelijker. Wellicht dat hierdoor meer pensioenfondsen overstappen naar of gebruik gaan maken van iDC regelingen. Op het totale pensioenvermogen is het belegd vermogen in premie-overeenkomsten in Nederland nog zeer beperkt (zie onderstaande grafiek).

Met het toenemende belang van iDC regelingen is het belangrijk om het Persoonlijk Pensioenvermogen van deelnemers goed te beleggen. De vraag is of een iDC regeling om een andere invulling van beleggingen vraagt dan de huidige uitkeringsovereenkomsten. De beleggingsportefeuilles van uitkeringsovereenkomsten bevatten bijvoorbeeld vaak illiquide beleggingen. Wij vinden dat ook deelnemers van een iDC regeling moeten profiteren van de voordelen van illiquide beleggingen.

Illiquide beleggingen verbeteren het risico-rendement profiel

Het toevoegen van illiquide beleggingen aan een beleggingsportefeuille verbetert het risico-rendement profiel door een toename van het rendement of door een verlaging van het risico.

Het verwachte rendement neemt toe door toevoegen van illiquide beleggingen

Het rendement van illiquide beleggingen is gebaseerd op specifieke risicopremies, kennis en kunde van de manager en eventueel een premie voor illiquiditeit. Beleggers moeten hun vermogen voor een bepaalde periode vastleggen om dit verwachte rendement op illiquide beleggingen te realiseren. Op- en afbouw van posities in illiquide beleggingen vergt een langere doorlooptijd dan bij liquide beleggingen. Hierdoor brengt het vastleggen van het vermogen voor een bepaalde periode risico met zich mee. Als de benodigde investeringsperiode van een illiquide belegging langer is dan de beleggingshorizon van een belegger, dan is deze illiquide belegging niet geschikt voor deze belegger. Als de beleggingshorizon van een belegger toeneemt, neemt ook de mogelijkheid om in illiquide beleggingen te investeren toe. Vooral institutionele lange termijn beleggers nemen daarom illiquide beleggingen op in hun portefeuille.

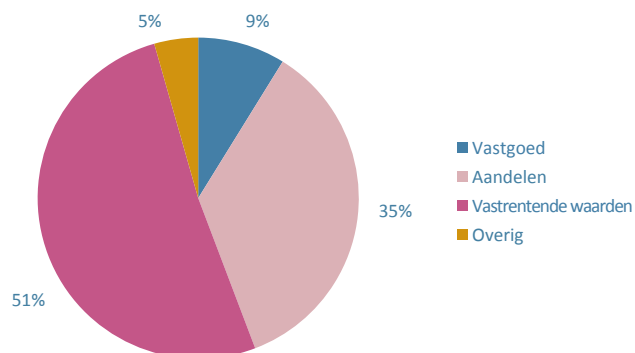
Het risico neemt af door toevoegen van illiquide beleggingen

Als je illiquide beleggingen toevoegt aan het beleggings-universum breidt je de mogelijkheden voor diversificatie uit. Dit komt doordat de factoren die het rendement van illiquide beleggingen bepalen meestal weinig/geen correlatie vertonen met de factoren die het rendement van liquide beleggingen bepalen.

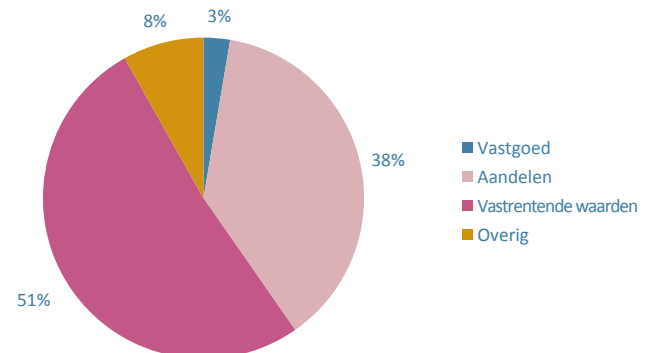
FIGUUR 1 ALLOCATIE NAAR BELEGGINGEN BINNEN UITKERINGSOVEREENKOMSTEN (LINKS) EN PREMIE-OVEREENKOMSTEN (RECHTS)

Bron: Achmea IM & DNB macro-economische statistiek pensioenfondsen

Belegd vermogen voor risico fondscirca € 1.300 miljard



Belegd vermogen voor risico deelnemers circa € 6 miljard



Kenmerken van illiquide beleggingen

Een uniforme definitie voor illiquide beleggingen is lastig te geven, omdat het een diverse groep van beleggingen betreft. Voorbeelden zijn: Private Equity, Infrastructuur, Niet-beursgenoteerd Vastgoed, Hypotheken en in sommige gevallen ook High Yield en Emerging Market Debt. Alle illiquide beleggingen voldoen echter aan enkele of alle van onderstaande kenmerken:

- **Er is sprake van een vaste (minimale) beleggingshorizon:**
Van begin tot einde aanhouden van de investering is een belangrijke voorwaarde om het verwachte rendement te realiseren. Tussentijds verkopen is vaak lastig, omdat er geen (secundaire) markt beschikbaar is. Denk bijvoorbeeld aan een portefeuille die bestaat uit vastgoedobjecten of hypotheken.
- **Prijsvorming vindt beperkt plaats (stale pricing):**
Prijzen zijn niet continue beschikbaar. De belangrijkste oorzaken hiervoor zijn dat er weinig transacties plaatsvinden of dat transacties niet openbaar zijn. Daarnaast kan de prijsvorming ook vertraagd zijn, omdat waardering van de belegging een tijdrovend en/of kostbaar proces is, zoals bijvoorbeeld bij taxaties van vastgoedobjecten.
- **De mogelijkheden voor uitvoer van transacties zijn beperkt:**
De op- en afbouw van een portefeuille neemt vaak meer tijd in beslag. Dit kan komen doordat op- en afbouw alleen gespreid door de tijd en met kleine volumes mogelijk is ('vaak en klein'), of doordat maar af en toe een enkele (grote) transactie is uit te voeren ('soms en groot'). De oorzaak hiervoor is dat illiquide beleggingen vaak niet beursgenoteerd zijn en er geen of beperkte secundaire markten zijn. In tijden van stress kan op- en afbouw van illiquide beleggingen daardoor zelfs onmogelijk worden.
- **Er is meer kapitaal nodig om (voldoende) investering te realiseren:**
Een gespreide portefeuille van illiquide beleggingen is vaak alleen haalbaar met grote investeringen. Neem bijvoorbeeld Niet-beursgenoteerd Vastgoed: een enkel vastgoedobject bedraagt vaak al meerdere miljoenen. Een Private Equity portefeuille bestaat uit investeringen in volledige ondernemingen, waardoor voldoende spreiding al snel veel vermogen vraagt. Hetzelfde geldt voor spreiding binnen een Infrastructuur portefeuille, omdat infrastructurele projecten kostbaar zijn en veel vermogen vragen.
- **Vraagt meer tijd en kennis vanwege grotere complexiteit:**
Illiquide beleggingen zijn geen doorsnee beleggingen en vragen daarom specifieke kennis. Het beleggen in een portefeuille van Niet-beursgenoteerd Vastgoed vraagt om kennis van bijvoorbeeld de verhuurmarkt, koopmarkt en bestemmingsplannen. Een belegging in Infrastructuur vraagt om beoordeling van de onderliggende projecten om deze op waarde te kunnen schatten.

Nadeel van illiquide beleggingen is het ontbreken van dagelijkse waardering en liquiditeit

Binnen een iDC regeling is een belangrijke randvoorwaarde dat de beleggingen dagelijks liquide zijn en gewaardeerd worden. Dagelijks kan waardeoverdracht, het overlijden of het ingaan van pensioen van een deelnemer plaatsvinden. Bovendien kennen veel iDC regelingen individuele keuzevrijheid, waardoor deelnemers in theorie dagelijks hun portefeuille kunnen aanpassen. De uitdaging met illiquide beleggingen binnen een iDC oplossing is dat ze meestal niet dagelijks liquide en te waarderen zijn.

Dagelijkse liquiditeit is essentieel om de allocatie te beheersen

Ook uitkeringsovereenkomsten vragen om dagelijkse liquiditeit van de beleggingsportefeuille. Door de grote omvang van de totale beleggingsportefeuille is deze eis echter minder beperkend (er is altijd wel enige cash aanwezig). Bij een iDC regeling is er juist sprake van vele kleine beleggingsportefeuilles waar de allocatie beheersbaar moet blijven. De beheersbaarheid van de allocatie is bij iDC oplossingen vooral een issue tijdens de afbouwfase van het risico. Meestal is binnen een iDC oplossing de allocatie van de beleggingsportefeuille constant tot een bepaalde leeftijd van de deelnemer, bijvoorbeeld 55 jaar. Na die leeftijd begint meestal de afbouwfase van het risico waarin de allocatie van de beleggingsportefeuille voortdurend wijzigt. Een mogelijk gevaar van te veel illiquide beleggingen in deze fase is dat de allocatie niet meer beheersbaar blijft.

Er zijn mogelijkheden om illiquide beleggingen binnen een individueel vermogensbeheer oplossing op te nemen

Een iDC regeling stelt meer eisen aan het gebruik van illiquide beleggingen dan een uitkeringsovereenkomst. Toch zien wij mogelijkheden om illiquide beleggingen toe te passen binnen iDC oplossingen.

Pool de inleg van deelnemers om schaalgrootte te realiseren

Elke afzonderlijke portefeuille van een deelnemer binnen een iDC regeling is te klein om direct in illiquide categorieën te beleggen. Een gepoolde oplossing biedt schaalgrootte en daarmee de mogelijkheid om de gewenste spreiding binnen illiquide beleggingen te bereiken, waarvoor vaak grote investeringen noodzakelijk zijn (zie tekstkader). Als het aantal deelnemers aan en het belegde vermogen binnen een iDC regeling toeneemt, nemen ook de mogelijkheden om in illiquide categorieën te beleggen toe. Naast het samenvoegen van het vermogen van individuele deelnemers is het 'poolen' van pensioenfondsen doordat ze gebruik maken van eenzelfde iDC oplossing een manier om schaalgrootte te realiseren.

Mix liquide en illiquide beleggingen binnen een pool

Als een gepoolde oplossing uit zowel liquide als illiquide beleggingen bestaat, nemen de problemen die illiquide beleggingen met zich meebrengen af, omdat ze simpelweg 'verwateren'. Illiquide beleggingen hebben een vaste (minimale) beleggingshorizon (zie tekstkader), waardoor ze een buy-and-hold karakter vertonen. Een pool die alleen uit illiquide beleggingen bestaat, neemt deze

eigenschap één-op-één over. Hierdoor heeft deze pool moeite om dagelijkse benodigde liquiditeit, als gevolg van in- en uitstroom, te verzorgen. Dit is makkelijker als de pool bestaat uit zowel liquide als illiquide beleggingen. Zeker in combinatie met ruime bandbreedtes rondom deze beleggingen binnen de pool. Met een dergelijke pool is het sturen van de allocatie van de beleggingsportefeuilles van individuele deelnemers goed vorm te geven.

Accepteer dat illiquide beleggingen niet dagelijks te waarden zijn

Bij illiquide beleggingen vindt meestal niet dagelijks, maar met een lagere frequentie een waardebeoordeling plaats (zie tekstkader). Stel dat er een liquide belegging is met ongeveer dezelfde risico en rendement factoren als een illiquide belegging. In dat geval kan de waardeontwikkeling van de liquide belegging als basis dienen voor een tussentijdse schatting van de dagelijkse waarde van de illiquide belegging. Is dit geen optie, dan is een mogelijkheid te accepteren dat er alleen waarderungen op week- of maandbasis beschikbaar zijn. Deelnemers aan een iDC regeling beleggen over een horizon van 30 tot 40 jaar om in hun pensioeninkomen te voorzien. Een wekelijkse of maandelijkse vertraging in de waardering van één of enkele beleggingen heeft op een dergelijke beleggingshorizon een minimale impact op het eindresultaat. Combineren van liquide en illiquide beleggingen binnen eenzelfde pool verlaagt de impact van de vertraging in waardering nog verder. De te gebruiken waarderingssystematiek moet in ieder geval vooraf duidelijk zijn en draagvlak hebben bij deelnemers en toezichthouders.

Ook binnen iDC oplossingen hebben illiquide beleggingen toegevoegde waarde

Illiquide beleggingen bieden de mogelijkheid op extra rendement en diversificatie. Ook voor een deelnemer binnen een iDC regeling is het interessant om de vruchten van illiquide beleggingen te plukken. Het is daarom de moeite waard voor pensioenfondsen die overstappen op naar een iDC regeling om te zoeken naar beleggingsoplossingen die hun deelnemers ook toegang tot illiquide beleggingen geven. Denk daarbij aan het volgende:

1. Zoek naar aanbieders die gepoolde oplossingen aanbieden, waarbij
2. de pools bestaan uit zowel liquide als illiquide beleggingen en
3. accepteer (in bepaalde mate) dat illiquide beleggingen niet dagelijks waardeerbaar zijn.

Bovenstaande punten zijn in onze optiek belangrijke randvoorwaarden om illiquide beleggingen toe te voegen aan de beleggingen binnen een iDC oplossing. De vormgeving van de beleggingsoplossing en de voorkeuren en randvoorwaarden die een pensioenfonds hieraan stelt, bepalen uiteindelijk de hoeveelheid illiquide beleggingen die deelnemers aangeboden worden. De belangrijkste reden om illiquide beleggingen op te nemen binnen een iDC oplossing blijft natuurlijk de overtuiging dat illiquide beleggingen waarde toevoegen.

Meer weten?

Neem contact op met één van de auteurs

Patrick Riegel en Lenneke Roodenburg

E: patrick.riegel@achmea.nl / lenneke.roodenburg@achmea.nl

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ('Achmea IM') heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De 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, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (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.

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.