

UPDATE PENSIOENTRANSITIE

Illiquiditeit en de FPR

Wat zijn verstandige bovengrenzen voor de allocatie naar illiquide beleggingscategorieën?

De Wet Toekomst Pensioenen (WTP) is recent door het parlement aangenomen. Deze wet voorziet in de invoering van twee nieuwe pensioenregelingen: de solidaire premieregeling (SPR) met een collectief beleggingsbeleid en de flexibele premieregeling (FPR) met in de opbouwfase strikt gescheiden individuele beleggingspotjes.

Bij de invoering van de FPR ontstaat de vraag of en hoe illiquide beleggingen in deze regeling een plek kunnen krijgen¹. Daarbij rijst de vraag wat verstandige bovengrenzen zijn voor de allocatie naar deze categorieën. In deze update pensioentransitie gaan we daar op in.

Samenvatting

- Illiquide beleggingscategorieën kunnen ook binnen de FPR bijdragen aan een gunstiger risico-rendementsprofiel. De lifecycle-context binnen de FPR inclusief keuzemogelijkheden voor deelnemers brengt daarbij wel aandachtspunten met zich mee.
- Het liquiditeitsrisico in de FPR moet op het niveau van de lifecyclebouwstenen beheerst worden.
- Een stagflatieschok vormt het grootste risico voor de stuurbaarheid van het beleggingsbeleid omdat daardoor het aanwezige liquide vermogen in alle bouwstenen aanzienlijk in waarde daalt.
- Illiquiditeit in de rentebouwsteen vormt qua beheersbaarheid in principe geen probleem. De waarde van de illiquide rentebeleggingen, zoals de categorie hypotheek, beweegt in de meeste gevallen dezelfde kant op als de liquide rentebeleggingen.
- Illiquiditeit in de rendementsbouwsteen kan onder invloed van marktschokken sterk oplopen. Uit analyses blijkt echter dat een strategisch normgewicht voor illiquiditeit van circa 30% voor deze bouwsteen in veel gevallen goed mogelijk is.
- Het beleggen in illiquide beleggingscategorieën gaat onlosmakelijk gepaard met het handelen op laatst bekende prijzen die deels zijn gebaseerd op taxaties. Dit risico kan beheerst worden door een zo accuraat en frequent mogelijke waardering van de beleggingen en door het beperken van de momenten waarop deelnemers keuzes kunnen doorvoeren.

¹ Deze vraag speelt ook bij de SPR, waarbij onder andere de mogelijkheid om de leenrestrictie op te heffen invloed kan hebben op het antwoord. In een later stadium zullen we nader ingaan op vraagstukken rond illiquiditeit en de SPR.

AUTEURS



Wim Barentsen,
Chief Strategist



Sven Herrewijn,
Investment Strategist



Illiquide beleggingen in verschillende gradaties

De term 'illiquide beleggingen' is een containerbegrip voor beleggingen waarvan de verhandelbaarheid beperkt is. Dit in tegenstelling tot de bekende liquide beleggingscategorieën, zoals aandelen en staatsobligaties. Er is geen of een beperkte secundaire markt voor illiquide beleggingen waardoor een frequente, geactualiseerde marktwaarde ontbreekt. In plaats daarvan wordt de waarde in veel gevallen periodiek geschat op basis van een (modelmatige) taxatie.

Binnen de illiquide beleggingen zijn grote verschillen in de mate van illiquiditeit en betrouwbaarheid van de taxatiewaarde. Enerzijds kennen beleggingen als bank loans en hypotheeklen doorgaans een redelijk transparante prijsvorming. Anderzijds is voor infrastructuur, vastgoed en private equity prijsvorming sterk asset-specifiek (idiosyncratisch) waardoor er op korte termijn geen transacties tegen een acceptabele koers zijn te verrichten. Deze beleggingen worden daarom doorgaans aangehouden tot het einde van de looptijd van het fonds.

'Ook binnen de FPR kunnen illiquide beleggingscategorieën bijdragen aan een gunstiger risico-rendementsprofiel.'

Voor- en nadelen van meer illiquiditeit

De argumenten vóór een allocatie naar illiquide beleggingen zijn in de FPR vergelijkbaar met het huidige FTK:

1. De illiquiditeitspremie is een aantrekkelijke bron van extra rendement voor een langetermijnbelegger;
2. Spreiding over meerdere beleggingscategorieën en demping van de hoge volatiliteit door *stale pricing*².



De waardering van een illiquide beleggingscategorie als hypotheeklen is goed te doen; bij vastgoed of private equity is dat lastiger.

Doordat er onder een FPR in de opbouwfase sprake is van individuele pensioenvermogens die een blootstelling hebben naar de afzonderlijke bouwstenen, kunnen de neveneffecten van illiquide beleggingen minder eenvoudig in het collectief worden gedeeld. Wanneer een tekort aan liquide assets binnen een portefeuille ontstaat, kan het beheer van de portefeuille onder druk komen te staan. Specifiek binnen de FPR kleven er een aantal nadelen aan illiquide beleggingen:

1. Kleinere portefeuilles (meerdere bouwstenen) betekenen potentieel ook minder ruimte om illiquide beleggingen te accommoderen. Elke lifecyclebouwsteen moet namelijk in zijn eigen liquiditeitsbehoefte kunnen voorzien.
2. Er zal regelmatig een herbalancering van de lifecycle moeten plaatsvinden via aan- en verkoop van liquide beleggingen. Dit beïnvloedt de mate van illiquiditeit in de portefeuilles.
3. Bij vermogensoverdrachten binnen de regeling alsook waardeoverdrachten zullen de deelnemers moeten accepteren dat voor de waardering van de illiquide beleggingen niet wordt gevaren op actuele marktprijzen maar op de laatst bekende waarderingen.
4. De vrijheid van een aantal keuzes bij deelnemers (onder andere opnemen *lump sum* en switchen tussen lifecycleprofielen) kan de liquiditeit van portefeuilles beïnvloeden.

Lifecyclebouwstenen

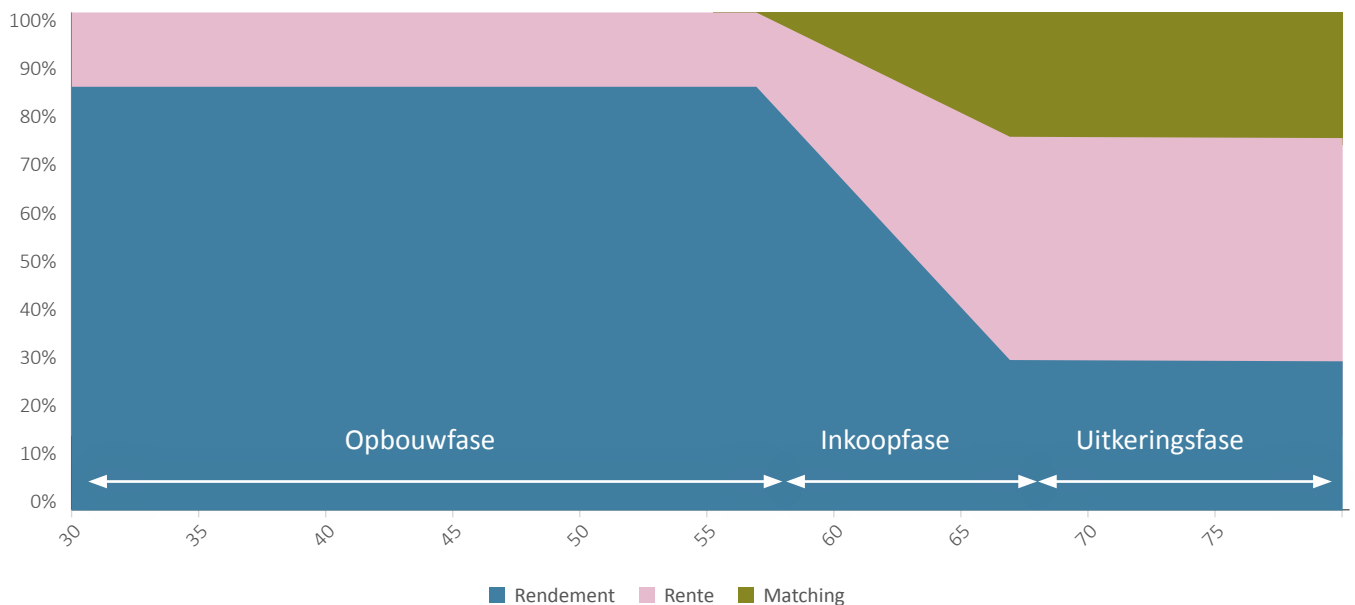
De twee nieuwe WTP-regelingen zijn voor wat betreft het beleggingsbeleid beide gebaseerd op het lifecycleprincipe. Hierbij wordt op jonge leeftijd door een deelnemer relatief veel beleggingsrisico genomen en wordt dit risico afgebouwd naarmate hij of zij ouder wordt. Een lifecycle bestaat in de praktijk uit een met de leeftijd variërende blootstelling naar een beperkt aantal multi-assetportefeuilles of modules - de zogenoemde lifecyclebouwstenen. De lifecycle bestaat uit een leeftijdsafhankelijke allocatie naar deze lifecyclebouwstenen. Achmea IM bouwt de lifecycle onder de FPR op uit ten minste drie bouwstenen:

1. Een gespreide rendementsbouwsteen met als doelstelling het **genereren van een relatief robuust en voldoende hoog rendement**.
2. Een stabiele rentebouwsteen met als doelstelling **risicosturing** en het bieden van diversificatie ten opzichte van het rendementsblok.
3. Een matchingbouwsteen met als doelstelling het **beheersen van het renterisico** (hedging) en daarmee ook het inkooprisico ten behoeve van een variabele dan wel vaste uitkering.

Met deze drie bouwstenen kan gedurende de lifecycle vrijwel ieder gewenst risico-rendementsprofiel worden bereikt. Hieronder gaan we uit van een FPR met een uitkeringsfase in de vorm van een collectief variabel pensioen (CVP) waar de deelnemers zich richting hun pensioen voor inkopen. De CVP-portefeuille is een collectief vermogen dat (eveneens) wordt belegd in de 3 genoemde bouwstenen.

² *Stale pricing* betreft de vertraging waarmee de actuele marktwaarderingen doorwerken in de waardering van illiquide beleggingen.

Figuur 1: Voorbeeld van een lifecycle met drie bouwblokken



Bron: Achmea IM

Per bouwsteen beheersen van liquiditeit

De bouwstenen van waaruit de lifecycle wordt opgebouwd kunnen naast liquide ook illiquide beleggingen bevatten. Ten opzichte van de huidige pensioenregelgeving is het dan niet meer voldoende om illiquiditeit te beheersen op het niveau van één collectieve portefeuille die met enige regelmaat, en binnen bandbreedtes, herbalanceert naar vaste normgewichten. Onder de FPR geldt met het lifecycle-principe dat alle afzonderlijke bouwstenen illiquiditeit in eigen beheer moeten vormgeven terwijl tegelijkertijd de bijsturing van het vermogen over de verschillende bouwstenen van de lifecycle conform de regeling plaatsvindt. Voor het beheer van onderpand geldt dat dit juridisch gezien uitwisselbaar is tussen de bouwstenen. Het onderpandbeheer kan daarom centraal ingericht worden, net als onder het FTK het geval is.

Verskillende liquiditeitssituaties

Grofweg zijn er drie liquiditeitssituaties denkbaar onder een FPR:

- 1. Zeer urgent.** Situaties waarbij op zeer korte termijn liquiditeit moet kunnen worden vrijgemaakt. Een voorbeeld is het storten van onderpand bij renteswaps of valutatermijncontracten. Een ander voorbeeld, doorgaans wat minder acuut maar wel noodzakelijk, betreft het bijsturen van de vermogensverdeling over de verschillende bouwstenen wanneer zich op de geldende ijkmomenten te grote afwijkingen van de norm voordoen.

- 2. Urgent,** maar met hoge voorspelbaarheid. Situaties waarbij liquiditeit nodig is om (netto)betalingen aan deelnemers te voldoen. Voorbeelden hiervan zijn de reguliere pensioenuitkering, een individuele waardeoverdracht of vanwege een *lump sum* betaling bij pensionering.
- 3. Beperkte urgentie.** Situaties waarbij door hevige marktbevingen de allocatie binnen de bouwsteen aanzienlijk afwijkt van de strategische normgewichten. In die situaties is een herbalancering gewenst, maar dit zal, zeker als het gaat om de minst stuurbare illiquide categorieën als vastgoed, infrastructuur en private equity, slechts langzaam kunnen plaatsvinden.

Grenzen voor illiquide beleggingen op basis van marktschokken

Om de grenzen aan illiquiditeit binnen de FPR te onderzoeken hebben we de karakteristieken van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds nagebootst³. De CVP-portefeuille belegt in dezelfde bouwstenen rendement en rente die ook in de opbouwfase worden gebruikt. We passen twee type schokken toe (stagflatie en deflatie) voor een korte termijn (1 jaar) en een middellange termijn (3 jaar). In de gebruikte schokken wijzigt de rente met 1,5% tot 2,5%-punt (omhoog dan wel omlaag), dalen de aandelenkoersen met 30% tot 45% en de valuta met 15% en 30%. Voor de valuta-afdekking in de rendementsbouwsteen dekken we voor aandelen 50% van

³Binnen de FPR is de verdeling van het vermogen over de beleggingsbouwstenen afhankelijk van de lifecycle (glide path) en de vermogensverdeling naar leeftijd. Deze laatste wijzigt onder invloed van marktschokken.

het valutarisico af en dekken we voor vastrentende waarden 100% af. We veronderstellen dat de mogelijkheid om illiquide beleggingen af te stoten beperkt is, zeker op de korte termijn. We variëren in vormgeving van de lifecycle in de opbouwfase. Het uitgangspunt is steeds dat na de marktschok de waarde van de derivatencontracten (renteswaps, valutacontracten) wordt afgerekend en dat de vermogensverdeling over de bouwstenen wordt aangepast aan de gewijzigde vermogens van de deelnemers. Vervolgens wordt bezien in welke mate de illiquiditeit in de rendements- en rentebouwsteen afwijkt van de initiële (norm)waarde. We hanteren het uitgangspunt dat het aandeel liquide beleggingen in een bouwsteen na de hier gebruikte marktschokken minimaal 50% moet bedragen en het liefst beduidend meer. Deze grens heeft geen harde, objectieve onderbouwing, maar vormt een verstandig prudent uitgangspunt (voldoende resterende margin of safety, stuurbaarheid en diversificatie).

‘Om ook na een marktschok voldoende margin of safety te hebben, hanteren we als prudent uitgangspunt een minimale allocatie van 50% naar liquide beleggingen binnen elke bouwsteen.’



Conclusie analyse marktschokken

Op basis van deze analyse komen wij tot de volgende conclusies:

1. Een stagflatieschok vormt het grootste risico voor de stuurbaarheid van het beleggingsbeleid van een FPR omdat daardoor het aanwezige liquide vermogen in alle bouwstenen aanzienlijk in waarde daalt. Bij een deflatieschok neemt het vermogen van de rentebouwsteen door de rentedaling toe, wat de toename van illiquiditeit binnen zowel ‘rente’ als - na herbalancerings - ‘rendement’ matigt.
2. Binnen de rendementsbouwsteen van een FPR is een bovengrens voor illiquide beleggingen als vastgoed, infrastructuur en private equity van orde grootte 30% een verstandig vertrekpunt. Onder sterk negatieve omstandigheden blijft het liquide deel van de portefeuille dan (ruim) boven de 50% en blijft de portefeuille stuurbaar en gediversifieerd.
3. Binnen de rentebouwsteen raakt de omvang van de allocatie naar illiquide rentegevoelige categorieën, zoals hypotheek en illiquide kredietobligaties, WSW, ECA en Private Placements, de beheersbaarheid in principe minder of niet. De waarde van deze illiquide rentebeleggingen beweegt namelijk in de meeste gevallen zonder veel vertraging dezelfde kant op als de liquide rentebeleggingen. Daardoor blijft de verhouding binnen een rentebouwsteen min of meer stabiel in geval van een renteschok.

Ontbreken marktprijs is aandachtspunt

Inherent aan het alloceren naar illiquide beleggingscategorieën is dat er geen marktprijs voor de beleggingen beschikbaar is. Er is namelijk geen markt waarop dagelijks identieke stukken worden verhandeld. Wanneer een deelnemer door een mogelijke keuze een transactie in zijn pensioenvermogen in werking zet, zal dat voor het deel van het vermogen dat is blootgesteld aan illiquide beleggingen gebeuren op basis van een prijs die is gebaseerd op een model of anderszins geschatte waarde. Deze laatste bekende waardering is de basis waarop de waarde (net asset value, NAV) van een portefeuille wordt vastgesteld.

Het risico bestaat dat transacties in illiquide beleggingen plaatsvinden op basis van een geschatte prijs die sterk afwijkt van de ‘echte’ waarde van de belegging. En deze ‘echte’ waarde is een waarde die overigens ook niet zeker is. Een voorbeeld van zo’n situatie is het geval waarin aandelen sterk zijn gedaald, maar waarin de prijs waarop private equity handelt deze daling nog niet reflecteert. Dit wordt wel aangeduid met de term *stale pricing*. Een grote uitgaande waardeoverdracht kan dan tot gevolg hebben dat de uittredende deelnemers gezien de inmiddels gedaalde ‘echte waarde’ van de betreffende private-equitybelangen te veel vermogen meekrijgen, waardoor de zittende deelnemers nadeel ondervinden.

Beheersingsmaatregelen

Het handelen op geschatte prijzen is echter onlosmakelijk verbonden met het beleggen in illiquide beleggingscategorieën. In principe compenseren de verwachte extra opbrengsten van het beleggen in illiquide beleggingen op lange termijn ruimschoots de potentiële nadelen die ontstaan door het handelen op geschatte prijzen. Indien een pensioenfonds de potentiële effecten van de risico's van illiquiditeit wil beheersen, kan dat door onder andere de volgende maatregelen:

1. Maak onderscheid per beleggingscategorie in de mate waarin stale pricing een rol speelt. Niet alle illiquide beleggingscategorieën zijn gelijk: **voor illiquide vastrentende waarden, zoals hypotheke en bank loans, is het relatief eenvoudig een behoorlijk nauwkeurige prijs te schatten op basis van de marktomstandigheden.** Het potentiële effect van mispricings is, wanneer het deze categorieën betreft, daardoor beperkt. Bij beleggingen als **private equity, infrastructuur en vastgoed is er sprake van meer idiosyncratische karakteristieken en is het effect daardoor potentieel ook groter.** Dit kan worden meegewogen in de allocatie naar deze illiquide beleggingen.
2. Zorg voor een **frequentere waardering van de illiquide beleggingen op basis van een consistente, transparante en gevalideerde waarderingmethodiek.** Dit verschaft draagvlak aan het beleid en voorkomt dat de geschatte prijzen en marktontwikkelingen sterk uit de pas gaan lopen. Dit kan onderdeel zijn van de vereisten die het pensioenfonds formuleert bij het opstellen van de investment case voor de illiquide categorieën.
3. **Beperk de mogelijkheid van deelnemers** om snel heen en weer te kunnen switchen tussen lifecycleprofielen. Dit voorkomt dat een deelnemer met kennis van de *time lag* in waarderingen hiervan kan profiteren door te verkopen als de waardering van illiquide beleggingen relatief hoog is en weer in te stappen als de waardering relatief laag is.
4. Leg de **voorwaarden gericht op het beperken van stale price effecten** bij een eventuele toekomstige collectieve waardeoverdracht (alsook onbedoelde effecten op illiquiditeit) van tevoren vast.

Conclusie

Illiquide beleggingscategorieën kunnen ook binnen de FPR bijdragen aan een gunstiger risico-rendementsprofiel. De lifecycle-context inclusief keuzemogelijkheden voor deelnemers brengt daarbij wel aandachtspunten met zich mee op het gebied van beheersbaarheid. Dit geldt vooral voor illiquiditeit in de rendementsbouwsteen. Uit analyses blijkt echter ook dat een strategisch normgewicht voor illiquiditeit van circa 30% voor deze bouwsteen in veel gevallen goed mogelijk is.

Voor meer informatie:**[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)**

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

**[Achmea IM podcasts](#)**

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.

**[Achmea IM op youtube](#)**

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

**[Achmea IM op LinkedIn](#)**

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.

**www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel**

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74,
of Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

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

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. 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.