

# Illiquide uitverkoop?

**Onder de Wtp migreren we naar individuele pensioenvermogens met een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid. Individueel en illiquide gaan echter lastig samen. Want hoe kan er effectief worden bijgestuurd als er geen markt voor illiquide beleggingen is?**

Op het eerste gezicht lijkt er voor illiquide beleggingen onder de Wtp geen plaats. Stroperige transacties maken tijdig bijsturen onmogelijk en ondoorzichtige prijsvorming betekent dat herverdeling van pensioenvermogen bij iedere transactie op de loer ligt. Bij een te hoge waardering profiteert de verkopende deelnemer en heeft de ontvangende deelnemer het nakijken. Betekent dit dat pensioenfondsen afscheid moeten nemen van hun illiquide beleggingen? Ligt een massale uitverkoop van vastgoed, hypotheek en private equity in het verschiet?

De huidige case voor illiquide beleggingen bestaat op hoofdlijnen uit twee argumenten. Het eerste argument is het aantrekkelijke risico-rendementsprofiel. Illiquide beleggingscategorieën bieden risicopremies die niet beschikbaar zijn op de reguliere beurzen. En dat met een aanzienlijk lagere volatiliteit dan op de liquide markten. Voor beleggers is dat een aantrekkelijke propositie. Het tweede argument is diversificatie. Door illiquide beleggingen toe te voegen, worden risico's in de portefeuille beter gespreid en is deze over het algemeen beter bestand tegen turbulentie op de financiële markten. Deze twee argumenten veranderen door de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel niet. De eigenschappen van private equity zullen net zo min worden beïnvloed door de Nederlandse pensioen transitie als dat het weer wordt beïnvloed door het aantrekken van een regenjas.



Door **Reinout van Tuyl**, Investment Strategist bij Achmea Investment Management en Lid van de Werkgroep Alternative Investing van CFA Society Netherlands

Maar er is straks sprake van individuele pensioenvermogens. Handelen op niet-marktconforme prijzen is dan een potentiële bron van vermogensoverdracht. Dat is juist iets waarvan de wetgever heeft gesteld dat het voorkomen moet worden. Illiquide beleggingen worden niet frequent gewaardeerd. Daarnaast wordt er gebruikgemaakt van taxaties en zelden van transactieprezen. Dat maakt impliciete verschillen tussen de pensioenadministratie en de marktomstandigheden onvermijdelijk. Als in de pensioenadministratie exposure naar illiquide beleggingen van de ene deelnemer naar de andere wordt overgemaakt, is enige vorm van impliciete vermogensoverdracht onvermijdelijk.

Gelukkig kan Nederland bij dit probleem putten uit buitenlandse ervaringen met DC-regelingen. Voorbeelden uit de Verenigde Staten laten zien dat de modelmatige waardering van vastgoed kan helpen om mogelijke waarderingsspaten te dichten. De Amerikaanse modellen sluiten zó goed aan, dat het verschil tussen model en de officiële waarderingen per kwartaal slechts één basispunt bedraagt. Ook voor het beheersen van liquiditeit op portefeuille-niveau zijn er tal van best practices. Een portefeuille met een illiquide kern en een liquide schil maakt het mogelijk om deze te kopen en te verkopen zonder dat de liquiditeit van de portefeuille in het geding komt.

Dus lijkt de eerste aarzeling over illiquide beleggingen bij nader inzien onterecht. Illiquide beleggingen blijven qua beleggingseigenschappen onverminderd aantrekkelijk. Vermeende problemen kunnen het hoofd worden geboden door gebruik te maken van de inzichten uit het buitenland en door deze te combineren met voldoende liquiditeit elders in de portefeuille. ■