

Illiquide beleggen en de Wtp

KUNNEN PENSIOENFONDSEN ZICH EINDELIJK ALS LANGE-TERMIJN BELEGGER GAAN GEDRAGEN?

Cees Harm van den Berg en Ewoud van de Sande

INTRODUCTIE

De invoering van de Wet toekomst pensioenen (Wtp) is voor veel pensioenfondsen aanleiding om het beleggingsbeleid eens goed tegen het licht te houden. In dit artikel zullen wij onderbouwen waarom pensioenfondsen daarbij moeten overwegen om de allocatie naar illiquide beleggingen te verhogen. Het artikel is daarmee bedoeld voor iedereen die in meer of mindere mate betrokken is bij het beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen.

Hiervoor duiken wij eerst in de wereld van illiquide beleggingen en beschrijven wij de verschillende relevante illiquide categorieën en vervolgens de belangrijkste risico- en rendementsbronnen. Daarna richten wij ons op de Wtp en de implicaties van de invoering van het nieuwe pensioenstelsel voor de allocatie naar illiquide beleggingen. Hoewel de ruimte om deze allocatie te verhogen er voor veel pensioenfondsen ook onder de huidige regeling al is, is daar nog weinig gebruik van gemaakt. Wij onderbouwen waarom pensioenfondsen door toegenomen

aandacht voor risico en rendement, en het vervallen van het vereist eigen vermogen onder de Wtp hier meer gebruik van kunnen maken en zich zodoende meer als lange termijn belegger kunnen gaan gedragen. Tot slot bespreken wij de aandachtspunten bij de implementatie van een hogere allocatie naar illiquide beleggingen in vergelijking met de kansen die illiquide beleggingen in de beleggingsportefeuille bieden, alvorens we afsluiten met de (il)liquiditeit als begrenzingsmaatregel op het beleggingsbeleid.

OVERZICHT VAN RELEVANTE ILLIQUIDE BELEGGINGEN

Illiquide beleggingen (of: beleggingen in private markten) bieden beleggers toegang tot een groter universum van beleggingen ten opzichte van beursgenoteerde beleggingen, waarbij ook andere keuzes gemaakt kunnen worden. Wij richten ons hierbij op vier illiquide beleggingscategorieën en geven hieronder een korte beschrijving van deze categorieën voor wij de relevante risico- en rendementsbronnen behandelen.

Cees Harm van den Berg (l)
Expert Strategist,
APG Asset
Management

Ewoud van de Sande (r)
Fiduciary Manager
Private Equity &
Infrastructure,
APG Asset
Management



1. VASTGOED

Vastgoed is een goed voorbeeld van een markt waarbij de keuze ruim is ten opzichte van beursgenoteerde beleggingen. De totale omvang van de vastgoedmarkt voor professionele beleggers schat MSCI op USD 13 biljoen (of USD 13.000 miljard). Ongeveer 37% van de wereldwijde vastgoedmarkt is beursgenoteerd (MSCI, 2024). Hier staat tegenover dat 54% in handen van private beleggers is (direct of indirect). Zo is in de Verenigde Staten sprake van een ruime voorraad REITs (Real Estate Investment Trusts). Het restant is in handen van individuen (woningbezitters), ondernemingen (denk aan kantoren en fabrieken) en niet-institutionele beleggers.

2. INFRASTRUCTUUR

Voor infrastructuur is ook een groot aanbod beschikbaar in private markten. Experts van Infrastructure Investor schatten dat institutionele beleggers meer dan USD 700 miljard in infrastructuur beleggen, terwijl beursgenoteerde infrastructuur geschat wordt op een marktomvang van USD 140 miljard (Infrastructure Investor, 2024 en GLIO, 2022). Een belangrijke reden waarom infrastructuur en beursnoteringen geen gelukkige combinatie is, is het beperkte opwaarts potentieel van infrastructuur. In de kern gaat het om stabiele beleggingen die over een lange horizon stabiele uitkeringen en winstgroei hebben met een behoorlijke compensatie voor inflatie.

3. PRIVATE EQUITY

Private equity is het buitenbeentje in deze vergelijking. Beursgenoteerde aandelen hebben een marktwaarde van ongeveer USD 70 biljoen (of USD 70.000 miljard). De omvang van de private equity markt wordt daarentegen geschat op ongeveer 10% van de beursgenoteerde markt (NBIM, 2023). Dit lijkt ons een overschatting van de private equity markt, het is duidelijk dat de publieke markt fors groter is dan de private markt. Toch is ook hier sprake van een relatief grote private markt en daarmee een belangrijk deel van het beleggingsuniversum voor institutionele beleggers. Er wordt jaarlijks tussen de USD 400 miljard en 1.000 miljard aan nieuwe beleggingen toegevoegd in de categorie private equity volgens Bain & Company (2025). Tegelijk wordt er een deel van de bestaande belegging verkocht. Het belegd vermogen in private equity (buyouts) schat Bain & Company op USD 4.700 miljard wereldwijd per juni 2024.

4. PRIVATE DEBT

Een andere grote illiquide categorie is private debt. Deze markt wordt geschat op circa 1.600 miljard (Deutsche Bank, 2024). Hierbij is een grote variatie aan leningen en obligaties beschikbaar. Denk hierbij bijvoorbeeld aan verpakte credit card leningen, andere vormen van consumentleningen, maar ook meer exotische varianten zoals royalties en financiering van vliegtuigen. Daar waar in genoteerd schuld papier vooral investment grade, high yield en allerlei soorten gesecuritiseerde effecten (o.a. hypotheek) beschikbaar zijn, is het risico-rendementspectrum binnen private debt veel breder. Daarmee biedt het ook bij uitstek diversificatievoordelen in een beleggingsportefeuille.

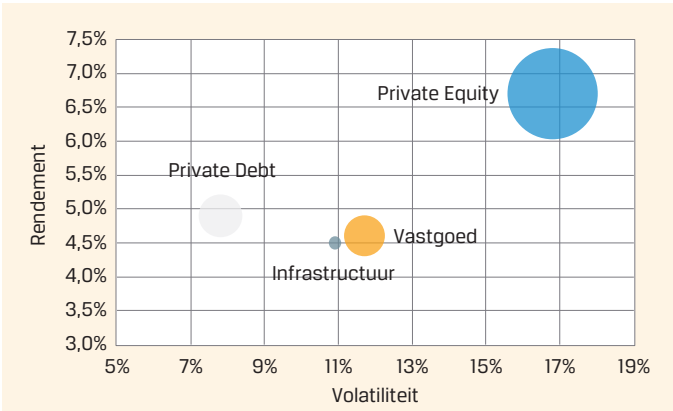
RISICO- EN RENDEMENTSBRONNEN BINNEN ILLIQUIDE BELEGGINGEN

Deze vier beleggingscategorieën bieden beleggers een verruiming van het belegbare universum en toegang tot rendementsbronnen die niet altijd via de publieke markten beschikbaar zijn. Wij observeren grofweg de volgende risico- en rendementsbronnen:

- 1) **Zekerheid van kasstromen:** dividend en coupons. Binnen (core) vastgoed en infrastructuur met een laag risico is er een vast patroon van jaarlijkse dividenden. Hetzelfde geldt voor private debt waarbij allerlei soorten van rentebetalingen plaatsvinden.
- 2) **Landenrisico:** beleggers eisen een rendement afhankelijk van het land waarin wordt belegd. Juist bij illiquide beleggingen vraagt dit extra aandacht als belegd wordt in landen waarbij traditionele kapitaalmarkten nog niet (lang) bestaan. Omdat de afdwingbaarheid van de rechtspositie, zekerheid van het rechtssysteem en betrouwbaarheid van instituten en overheid belangrijke criteria zijn, vereist dit extra aandacht van de belegger.
- 3) **Governance premie:** in vergelijking met beursgenoteerde effecten hebben private markten vaak als kenmerk dat er één of een beperkt aantal beleggers het beleid van de belegging (of: de onderliggende onderneming) kunnen bepalen. Hierdoor wordt meer risico genomen om de belegging sneller te laten groeien ten opzichte van beursgenoteerde peers. Mogelijkheden hiervoor zijn: strategische heroriëntatie, operationele verbeteringen en acquisities.
- 4) **Zakelijke waarden risico:** het volledige spectrum aan zakelijke waarden risico's is beschikbaar. Van beleggingen met een laag risico (private hypotheek met NHG-garantie) tot en met het hoogste risico (venture capital binnen private equity). Via de portefeuilleconstructie en mandatering kan een belegger hier duidelijke keuzes in maken om tot het gewenste risico-/rendementsprofiel te komen.
- 5) **Ontwikkeling:** van nieuwe gebouwen en infrastructuur en ook ontwikkeling van nieuwe technologie. In ruil voor het beschikbaar stellen van kapitaal eisen eindbeleggers een redelijke beloning. Het is van belang om, nadat beleggingen zijn afgegeven, ook goed te monitoren of de beoogde ontwikkeling feitelijk gerealiseerd wordt.
- 6) **Illiquiditeit:** dit is in de regel een verzameling van diverse risico's. Een deel hiervan bestaat uit de premie die een belegger wil oogsten door voor een bepaalde periode (zeg 5 tot 15 jaar) af te zien van tussentijdse liquiditeit. En een ander deel van deze illiquiditeit heeft als oorzaak dat veel beleggingen in een structuur beschikbaar zijn waarbij een externe beheerder het moment van verkoop bepaalt. Het pensioenfonds heeft de mogelijkheid om haar stukken eerder van de hand te doen via een zogenaamde secondary sale. Deze gaat in de regel tegen een afslag die varieert tussen 5%-25% (en soms hoger).
- 7) **Leverage:** afhankelijk van de implementatie en strategie. Zo heeft core real estate bijvoorbeeld nauwelijks leverage. Binnen private equity is het bekend dat buyouts ten opzichte van hun beursgenoteerde evenknie (veel) meer leverage gebruiken. Dit is een belangrijke bron van risico.

In de regel geldt dat de verwachte rendementen van deze categorieën ter compensatie van bovenstaande risicobronnen oplopend zijn tussen respectievelijk vastgoed, infrastructuur en private equity. Daarnaast is de spreiding van rendementen (volatiliteit of verwacht risico) verschillend. Dit heeft zowel te maken met de breedte van het beschikbare universum als de selectiekwaliteiten van de gekozen beheerder. Het door APG verwachte rendement en volatiliteit staat in figuur 1 geplot voor de vier categorieën, inclusief de omvang van de categorie (grootte bol). Het betreft lange termijn netto rendementen in evenwicht.

Figuur 1
Verwacht rendement en risico en omvang illiquide categorieën



Uit figuur 1 komt duidelijk naar voren dat infrastructuur en vastgoed gelijkenissen vertonen in termen van verwacht rendement en risico en dat private equity een fors hoger verwacht rendement kent, tegen een navenant hoger verwacht risico. Private debt is hier een beetje de vreemde eend in de bijt met een verwacht rendement dat gelijk of zelfs licht hoger is dan vastgoed en infrastructuur tegen een lager risico. Dat toont dan ook de relatieve aantrekkelijkheid van deze categorie. In tabel 1 staan nogmaals onze verwachte rendementen voor de verschillende alternatieve categorieën en hoe deze zich tot elkaar (en ter vergelijking tot wereldwijde aandelen) verhouden. Wij houden hierbij rekening met het feit dat de vermogensbeheerkosten (vast en variabel) in illiquide markten vaak hoger liggen dan bij beursgenoteerde beleggingen.

Tabel 1
Verwacht rendement en risico in evenwicht – APG Asset Management

Beleggingscategorie	Verwacht rendement (in evenwicht)	Verwacht risico (volatiliteit)
Wereldwijd aandelen	5.0%	17%
Vastgoed	4.6%	12%
Infrastructure	4.5%	11%
Private Equity	6.7%	17%
Private Debt	4.9%	8%

Voor alle categorieën zien wij dat of het verwachte risico aanzienlijk lager ligt dan dat van beursgenoteerde aandelen, bij een vergelijkbaar rendement, of dat het verwacht rendement hoger ligt, bij een vergelijkbaar risico. Wij maken hierbij de kanttekening dat niet alle risico's van illiquide categorieën volledig weerspiegeld worden in de verwachte volatiliteit. Als voorbeeld noemen wij de verhandelbaarheid voor einde afgesproken looptijd: dit zorgt voor een aanvullend risico. Een ander verschil is de complexiteit en vereiste expertise om in deze beleggingen te stappen. Ondanks deze punten zijn wij van oordeel dat ook het uiteindelijke risico lager ligt dan voor beursgenoteerde beleggingen. Wij benadrukken hierbij ook dat dit verwachte rendementen en risico's zijn, welke uiteraard geen garantie geven voor de toekomst. Ook heeft het verleden aangetoond dat deze voordelen niet altijd opgaan en dat er periodes zijn dat een simpele portefeuille van aandelen en staatsobligaties beter presteert dan een meer complexe portefeuille met illiquide beleggingen. Toch geloven wij in de toegevoegde waarde van deze categorieën en de kracht van diversificatie via een groter beleggingsuniversum door het toevoegen van dergelijke illiquide beleggingen.

ILLIQUIDE BELEGGINGEN EN DE SOLIDAIRE PREMIEREGELING

Om te begrijpen hoe pensioenfondsen onder de Wtp meer gebruik kunnen gaan maken van (de toegevoegde waarde van) dergelijke illiquide beleggingen, is het wenselijk om eerst de belangrijkste elementen van de Wtp te bespreken. Onder de Wtp heeft een pensioenfonds de keuze tussen twee contracten: de solidaire premiereregeling en de flexibele premiereregeling. De flexibele premiereregeling geeft deelnemers meer keuzevrijheid terwijl de solidaire premiereregeling meer mogelijkheden tot risicodeling bevat. Pensioenfondsen die voor de solidaire premiereregeling hebben gekozen, moeten vervolgens ook een keuze maken voor een type beschermingsrendement (direct of indirect). Aangezien het merendeel van de Nederlandse pensioenfondsen kiest voor de solidaire regeling met een indirect beschermingsrendement (ook wel het theoretisch beschermingsrendement genoemd), concentreren wij ons in dit artikel ook op deze regeling.

Door het collectief (en onverdeeld) beleggingsbeleid onder de solidaire regeling blijft meer mogelijk in termen van optimalisatie van het beleid voor het collectief en het gebruik van illiquide beleggingen, wat leidt tot een beter verwacht risico-/rendementsprofiel. Ook fondsen die kiezen voor een flexibele premiereregeling kunnen hun voordeel doen met onze bevindingen, al verwachten wij dat de totale blootstelling naar illiquide beleggingen hier beperkter zal zijn.

De Wtp schrijft voor dat pensioenfondsen onder de solidaire regeling rendement toedelen uitgesplitst naar beschermingsrendement en overrendement, zie figuur 2. Het theoretisch beschermingsrendement wordt berekend aan de hand van onder andere de renteverandering en de leeftijd van een deelnemer. Het totale beschermingsrendement voor alle deelnemers wordt van het gerealiseerde totaalrendement afgehaald en wat resteert is het overrendement. Het overrendement wordt vervolgens conform de toedeelregel overrendement verdeeld over de deelnemers.

Figuur 2
Werking rendement
onder de Wet
toekomst pensioenen



Als wij op hoofdlijnen kijken naar het toepassen van beschermingsrendement en overrendement in relatie tot illiquide beleggingen, dan wordt duidelijk dat het merendeel van de illiquide beleggingen (infrastructuur, vastgoed en private equity) een bijdrage leveren aan het overrendement. Ze hebben immers niet tot nauwelijks gevoeligheid naar de rente die voor het bepalen van het beschermingsrendement wordt gebruikt en leveren zodoende geen bescherming. Voor private debt is dit minder evident, aangezien deze categorie wel enige rentegevoeligheid kent. Deze gevoeligheid is echter dermate beperkt dat ook dit rendement veelal in het overrendement valt. De uitzondering hierop is de categorie hypotheek. Van hypotheek wordt vaak verondersteld dat deze een redelijke bijdrage levert aan bescherming tegen renterisico. Daarmee kunnen pensioenfondsen kiezen om deze categorie mee te tellen bij het beschermingsrendement.

DE INVOERING VAN DE WTP KAN AANLEIDING ZIJN HET BELEGGINGSBELEID TE HEROVERWEGEN

Wanneer een pensioenfonds ervoor kiest om de illiquide categorie hypotheek mee te tellen bij het beschermingsrendement dan heeft dat wel consequenties. Bij de indirecte variant van het beschermingsrendement komt het rendement dat niet het gevolg is van de renteverandering (veelal spreadrisico en bijvoorbeeld vertraagde waardering van hypotheek) via de mismatch in het overrendement terecht. Bij de directe variant wordt het volledige rendement van hypotheek als beschermingsrendement toebedeeld en heeft daarmee impact op de effectiviteit van de beschermingsportefeuille. Voor zowel mismatch (bij de indirecte variant) als de effectiviteit van de beschermingsportefeuille (bij de directe variant) moet een fonds een onderbouwing schrijven, grenzen vaststellen en deze monitoren. Wij zien voor beide varianten echter geen aanleiding te concluderen dat dit het gebruik van illiquide beleggingen zoals hypotheek als onderdeel van het beschermingsrendement beperkt.

OVERRENDEMENT EN BELONING VOOR GELOPEN RISICO

Zoals opgemerkt, draagt het merendeel van de illiquide beleggingen bij aan het overrendement. Bij het overrendement spelen drie elementen een belangrijke rol: rendement, risico en het vereist eigen vermogen. Om met het vereist eigen vermogen te beginnen: deze komt te vervallen onder de Wtp. Het vereist eigen vermogen is de buffer die pensioenfondsen moeten aanhouden en is onder andere afhankelijk van hoe risicovol wordt belegd. Met het vervallen van het vereist eigen vermogen vervallen ook de relatief strenge buffervereisten voor illiquide beleggingen onder het vereist eigen vermogen. Zo wordt voor een allocatie naar niet beursgenoteerde aandelen (waar infrastructuur en private equity doorgaans onder vallen) de buffer bepaald op basis van een schok van 40%, zie tabel 2.

Tabel 2
Vereiste buffer onder het vereist eigen vermogen – DNB

Beleggingscategorie	Vereiste buffer o.b.v. schok:
Beursgenoteerde aandelen in ontwikkelde markten	30%
Beurgenoteerde aandelen op opkomende markten	40%
Niet beursgenoteerde aandelen	40%
Niet beursgenoteerd vastgoed	15%
Instrumenten met AAA rating	60 bps
Instrumenten met AA rating	80 bps
Instrumenten met A rating	130 bps
Instrumenten met BBB rating	180 bps
Instrumenten met (BBB of zonder rating)	530 bps

Voor een allocatie naar private debt (met veelal geen rating of een <BBB rating) wordt een buffer bepaald op basis van een schok in de yield-to-maturity van 530 basispunten. Deze relatief strenge buffervereisten leiden er toe dat pensioenfondsen die in een herstelplan zitten, of pensioenfondsen die sturen op hun korte termijn risicohouding (uitgedrukt in vereist eigen vermogen), vaak geen mogelijkheid zien om hun allocatie naar deze illiquide beleggingen te verhogen.

Naast het vereist eigen vermogen spelen ook rendement en risico een belangrijke rol voor beleggingen die bijdragen aan het overrendement. Dit is echter niet anders onder de Wtp dan onder het nFTK. Ook voor de huidige regelingen zijn pensioenfondsen altijd al op zoek naar een beleggingsportefeuille met een hoog rendement tegen een acceptabel risico. Toch zien wij dat rendement en risico onder de Wtp meer nadruk krijgen omdat deelnemers periodiek een overrendement op hun persoonlijk pensioenvermogen bijgeschreven zullen krijgen. Uit onderzoeken onder deelnemers blijkt dat deelnemers geen grote schommelingen in hun pensioen en vermogen wensen. Toch verwachten deelnemers ook een pensioen dat minimaal meegroeit met inflatie. Zodoende ligt er meer nadruk op het kunnen realiseren van een hoog en stabiel overrendement. En dat is precies waar illiquide beleggingen hun waarde kunnen toevoegen.

Toch benadrukken wij nogmaals dat een hoger rendement tegen een lager risico via illiquide beleggingen ook onder de huidige regeling interessant is. De ruimte om de allocatie te verhogen is er voor veel pensioenfondsen ook onder de huidige regeling al, maar deze wordt vaak niet (volledig) gebruikt. Dat de allocatie onder de Wtp mogelijk toch toe gaat nemen en pensioenfondsen zich meer als lange termijn belegger (kunnen) gaan gedragen, is dan ook niet helemaal aan de Wtp toe te schrijven. Wij zien echter dat veel pensioenfondsen de overstap naar de nieuwe pensioenregeling gebruiken om het beleggingsbeleid eens goed tegen het licht te houden en daarbij bereid zijn om veel grotere aanpassingen te maken in het beleid dan voorheen. Wij voorzien dan ook de volgende ontwikkelingen voor de vier illiquide categorieën onder de Wtp:

- **Vastgoed:** veel pensioenfondsen hebben al beleggingen in (niet-beursgenoteerd) vastgoed. Direct vastgoed kon onder het nFTK namelijk al rekenen op een gunstige behandeling voor wat betreft vereist eigen vermogen. Zo was er sprake van een eigen (sub-)categorie en een relatief lage schok binnen de berekening van het vereist eigen vermogen. De positieve discriminatie van deze beleggingscategorie komt te vervallen onder de Wtp. Toch verwachten wij niet direct een verlaging van direct vastgoed voor de meeste partijen, maar eerder dat pensioenfondsen vasthouden aan hun bestaande allocatie naar vastgoed.
- **Infrastructuur:** deze beleggingscategorie heeft de afgelopen jaren reeds zijn weg naar de beleggingsportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen gevonden. Voornamelijk vanwege de stabiliteit met enige winstgroei en de diversificatie die het biedt in de portefeuille. Dit ondanks de relatief ongunstige behandeling in het vereist eigen vermogen onder het nFTK. Daar moet immers de grootste schok (40%) worden toegepast op deze categorie, wat volgens ons niet in verhouding staat tot de relatieve stabiliteit van deze categorie. Met het vervallen van het vereist eigen vermogen verwachten wij dan ook dat pensioenfondsen onder de Wtp een hogere allocatie naar infrastructuur kunnen voeren.
- **Private Equity:** ook voor private equity moet onder het nFTK een relatief grote buffer worden aangehouden. De schok die moet worden toegepast is 40%, maar in tegenstelling tot infrastructuur is het in dit geval wel enigszins

realistisch. De categorie private equity kent immers naast een relatief hoog rendement ook een relatief hoog risico. Dit maakt de afweging om in private equity te beleggen dan ook minder afhankelijk van het vervallen van het vereist eigen vermogen. Toch kan het vervallen van de hoge buffervereiste aanleiding zijn voor pensioenfondsen om een (hogere) allocatie te overwegen.

- **Private Debt:** ook dit is geen onbekende voor Nederlandse pensioenfondsen, maar er wordt tot op heden slechts van een klein segment van deze markt gebruik gemaakt, namelijk via beleggingen in Nederlandse hypotheek. Deze categorie heeft de afgelopen jaren een forse opmars gemaakt in portefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen. Dit kwam door de relatieve bekendheid van de categorie in combinatie met het lage risico en toch aantrekkelijke extra rendement ten opzichte van Nederlandse staatsobligaties. Daar komt bij dat de (vaak Nederlandse) aanbieders goed beseften dat het van belang was voor deze categorie een onderbouwde kredietrating te krijgen, zodat het relatief gunstig werd behandeld voor het vereist eigen vermogen. Voor veel andere segmenten van private debt is dat niet het geval. Daar ontbreekt vaak een kredietrating, of is sprake van een zeer lage rating, waardoor een relatief hoge buffer moet worden aangehouden. Met het vervallen van het vereist eigen vermogen zien wij ook voor deze categorie kansen onder de Wtp.

Aandachtspunt bij private debt is wel dat waar de drie andere categorieën vanwege hun rendementskarakter bij uitstek thuishoren in de rendementsportefeuille, dat voor deze categorie minder evident is. Private debt past zowel in de beschermingsportefeuille (denk aan hypotheek) als in de rendementsportefeuille (denk aan de credit card leningen). Binnen de beschermingsportefeuille ligt de nadruk echter op de effectiviteit van de bescherming tegen renterisico, welke minder is voor private debt, en binnen de return portefeuille ligt de nadruk op een hoog rendement, welke minder is dan bijvoorbeeld private equity. Zodoende vraagt een allocatie naar private debt wellicht meer aandacht in de portefeuilleconstructie onder de Wtp.

AANDACHTSPUNTEN VOOR IMPLEMENTATIE

Hoewel de Wtp dus meer ruimte biedt voor het toevoegen van illiquide beleggingen en dit naar verwachting een beter risico-/rendementsprofiel oplevert, moet een pensioenfonds ook rekening houden met het feit dat een allocatie naar illiquide beleggingen meer complexiteit impliceert, zeker als er geen of nauwelijks illiquide beleggingen in de bestaande portefeuille zitten. De volgende aandachtspunten vormen naar ons oordeel de top-3:

- 1) **Tolerantie van het fonds met betrekking tot vermogensbeheerkosten:** het is gebruikelijk in illiquide beleggingen om met een vaste beheervergoeding te werken en boven een drempelrendement (of 'hurdle', deze is vaak 8% geannualiseerd) te werken met een winstdeling (10%-20% voor de vermogensbeheerder is de norm). Dit zorgt voor een kostenbelading (Total Cost of Ownership of TCO) die vaak een veelvoud is van wat in liquide categorieën gangbaar is. Wij zien in de praktijk dat kostenbeladingen voor illiquide beleggingen variëren tussen 100-500 bps. Hierbij is de vuist-

regel dat hoe hoger het doelrendement, hoe hoger de kostenbelading is. Onderzoek van CEM Benchmarking uit Canada toont aan dat schaal hier een bepalende factor is. In een studie (CEM, 2022) waarin eindbeleggers worden opgedeeld in groepen van fondsen met een vermogen onder \$1 miljard, van \$1-10 miljard en meer dan \$10 miljard komt dit tot uiting. Kleinere fondsen zijn tot staat om op basis van bruto rendementen meer toegevoegde waarde te scheppen, maar de kostenvoordelen van grotere fondsen zorgen ervoor dat hun netto toegevoegde waarde hoger ligt.

- 2) **Belasting van het governance budget van het pensioenfonds:** het inrichten, beheren, monitoren en zo nodig bijsturen of ingrijpen op illiquide beleggingen vraagt een fors beslag op het governance budget. In de praktijk zien wij dat pensioenfondsen een flink deel van het governance budget inrichten voor illiquide beleggingen. En ook dat dit lineair oploopt met het toevoegen van een nieuwe illiquide categorie.
- 3) **Concentratierisico naar sectoren/rendementsbronnen:** illiquide categorieën hebben gemeenschappelijke kenmerken. Veel infrastructuur beleggingen richten zich op beleggingen met stabiele kasstromen voor de lange termijn en een groot deel van de onderliggende beleggingen zitten in transport (wegen, havens,) en energie (opwekking en distributienetwerken). Binnen private equity is er een overweging naar de sectoren healthcare (ontwikkeling van medicijnen en gezondheidszorg) en technologie (IT-dienstverlening en innovatie). Dit leidt tot een zeker concentratierisico waar beleggers in de mandatering goed rekening mee moeten houden.

Alles bij elkaar leidt dit ertoe dat toevoegen van illiquide beleggingen naar onze mening dient te gebeuren volgens een stappenplan waarbij voldoende aandacht wordt gegeven aan het beheersen van de risico's, zodat deze passend zijn voor het pensioenfonds.

KANSSEN IN ILLIQUIDE BELEGGINGEN

Naast bovenstaande aandachtspunten, bieden illiquide beleggingen juist ook kansen die liquide beleggingen niet bieden. Zo bieden private markten toegang tot andersoortige beleggingen of kan het pensioenfonds het vermogen gebruiken om op bepaalde thema's meer impact te realiseren. Zo valt te denken aan innovatieve ondernemingen (venture capital binnen private equity), beleggingen in de energietransitie of het gebruiken van illiquide beleggingen om bijvoorbeeld een concrete bijdrage te leveren aan het woningenbestand in Nederland.

Een aantal van dergelijke thema's die bij veel pensioenfondsen leven, en waar illiquide beleggingen een rol kunnen spelen in aanvulling op beursgenoteerde beleggingen, zijn:

- 1) **Bijdrage leveren aan de energietransitie:** dit kan door het inrichten van een beleggingsmandaat dat voorsortteert op een economie die in lijn is met het Parijs klimaatakkoord. Een marktstandaard naar ons oordeel is het Net Zero Investment Framework (NZIF), waarbij uiteindelijk wordt toegewerkt naar een Net Zero situatie. Dit betekent inzicht-

lijk maken van CO₂-voetafdruk en sturen op noodzakelijke inzichten en reductie. Dit onderwerp kan ook in een gemengd mandaat opgenomen worden, waarbij een verzameling van beleggingen wordt opgenomen die een combinatie is van private debt, private equity en infrastructuur.

- 2) **Verduurzamen van beleggingen:** het is belangrijk om hier eerst doelstellingen op te nemen als pensioenfonds en te kijken bij welke doelstellingen (denk bijvoorbeeld aan de Sustainable Development Goals) het pensioenfonds aan wil sluiten. Dit kan bijvoorbeeld in de vastgoedportefeuille door te concentreren op duurzame nieuwbouw die een bijdrage levert aan het totale woningaanbod in Nederland. Een andere richting kan gekozen worden door actief vastgoed aan te schaffen wat verduurzaamd wordt (zogenaamde 'brown-to-green'-strategie). Daarnaast zijn er ook veel mogelijkheden om binnen de andere illiquide beleggingen op duurzame doelstelling in te zetten.
- 3) **Inrichten van een beleggingsportefeuille die een aantal speerpunten heeft:** bijvoorbeeld een combinatie van mensenrechten, bijdrage aan innovatie, focus op Nederlandse topsectoren. Dit is een aanpak die kiest voor meer vrijheidsgraden in de uitvoering. Het voordeel is dat de aanpak genoemd onder punten 1 en 2 leiden tot veel restricties, waardoor uitvoerbaarheid van mandaten onder druk komt te staan. Door een meer flexibele aanpak te hanteren kan dit worden voorkomen.

Een bijkomend voordeel van dit type beleggingen is dat het voor de eindbelegger vaak eenvoudiger uitlegbaar is aan deelnemers welk gedeelte van het vermogen is aangewend om deze doelen te bereiken.

LIQUIDITEIT ALS BEGRENZINGSMAATREGEEL

De voornaamste begrenzing van de allocatie naar illiquide beleggingen is logischerwijs de benodigde liquiditeit in een beleggingsportefeuille van een pensioenfonds. Die liquiditeit kan worden uitgesplitst in twee onderdelen: het benodigde onderpand voor de derivatenportefeuille en de gewenste stuurbaarheid van de portefeuille. Wij gaan daarmee voorbij aan de eventuele (korte termijn) liquiditeitsbehoefte voor het uitbetalen van pensioenen. Die behoefte is voor het gemiddelde pensioenfonds meestal zeer beperkt en kan met de ontvangen premie worden voldaan. Dit vormt zodoende ook geen beperking voor de mate van illiquide beleggingen.

Voor wat betreft het benodigde onderpand kijken wij naar de liquide middelen en geschikte staatsobligaties die nodig zijn om in het onderpand voor de derivatenportefeuille te voorzien. Het deel van de beleggingsportefeuille dat beschikbaar moet zijn als onderpand is de afgelopen jaren toegenomen en zal de komende jaren nog verder toenemen. Onder meer de overstap naar central clearing voor derivaten, maar ook toegenomen voorzichtigheid na de liquiditeitscrisis voor pensioenfondsen in het Verenigd Koninkrijk in 2022, maken dat pensioenfondsen meer liquide middelen en veilige staatsobligaties moeten/willen aanhouden. Hoewel dit een aanzienlijk deel van de beleggingsportefeuille kan zijn (circa 25%), beperkt het de allocatie naar

illiquide beleggingen nauwelijks. Ten opzichte van bestaande beleggingsportefeuilles gaat een hogere allocatie naar illiquide beleggingen immers meestal ten koste van de liquide rendementscategorieën en dan vooral de allocatie naar het vaak dominante aandelenrisico in de portefeuille. Bij een dergelijke uitruil is het dan ook vooral de stuurbaarheid van de portefeuille die een begrenzing vormt voor de allocatie naar illiquide beleggingen.

PRIVATE MARKTEN BIEDEN DE MOGELIJKHEID OM OP BEPAALDE THEMA'S MEER IMPACT TE REALISEREN

Voor de stuurbaarheid zijn geen expliciete grenzen van toepassing. Het gaat hierbij vooral om een beleggingsportefeuille die ook in periodes van stress nog voldoende stuurbaar is om te herbalanceren richting een normportefeuille die aansluit bij het beoogde risicoprofiel. Daarbij kunnen illiquide beleggingen uiteraard niet op korte termijn worden bijgestuurd en is het van belang dat er voldoende liquide beleggingen zijn om de afwijkende allocaties van illiquide beleggingen te compenseren. In onze liquiditeitsanalyses hanteren wij daarvoor als grens dat (ook na een stress-scenario) binnen de portefeuille voor het overrendement een allocatie naar liquide beleggingen van minimaal 25% is nodig om nog te kunnen herbalanceren richting de normportefeuille. Daarnaast speelt ook het prudent person beginsel een rol, waarbij in artikel 13 en 13a van het besluit ftk, welke ook van toepassing blijven onder de Wtp, is beschreven dat “de veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van de beleggingsportefeuille als geheel worden gewaarborgd” en “beleggingen op niet-gereguleerde financiële markten worden tot een prudent niveau beperkt”. Daaruit maken wij op dat, ook in een stress-scenario, het aandeel illiquide beleggingen niet de overhand mag krijgen in de portefeuille en het daarom logisch is een grens te hanteren van 50% op totaal portefeuilleniveau. Rekening houdend met deze grenzen komen wij, afhankelijk van het pensioenfonds, op een maximale allocatie naar illiquide beleggingen van circa 30-40%. Gegeven de huidige allocatie van circa 20-30% naar illiquide beleggingen van het gemiddelde Nederlandse pensioenfonds zien wij zeker nog ruimte voor een pensioenfonds om de allocatie naar illiquide beleggingen te verhogen en zich meer als lange termijn belegger te gaan gedragen.

LIQUIDITEIT BINNEN ILLIQUIDE BELEGGINGEN

Afhankelijk van de gekozen beleggingscategorie is er meer of minder liquiditeit beschikbaar. Private debt, core vastgoed en core infrastructuur hebben als kenmerk dat er jaarlijkse uitkeringen (aflossing of dividend) uitgekeerd worden. Daarmee dragen ze, mits goed gepland, over de middellange termijn bij aan de liquiditeitsbehoefte van een pensioenfonds. Vandaar ook dat je bijvoorbeeld bij de gesloten DB fondsen in het Verenigd Koninkrijk een bovenmatige interesse ziet in dergelijke beleggingen. Daar speelt bij de renteafdekking de korte termijn rentegevoeligheid steeds

minder een rol, maar wordt juist het matchen van de kasstroom van de te betalen pensioenen belangrijker (meer cashflow driven investments in plaats van liability driven investments). Private equity, en dan met name venture capital, kent daarentegen een vastleggingsperiode die kan oplopen tot 10 jaar of langer. Over het geheel genomen blijft het bij illiquide beleggingen zo dat de liquiditeit (zeer) beperkt is.

Toch kan het pensioenfonds in deze periode tot de conclusie komen dat tussentijdse liquiditeit nodig is, bijvoorbeeld als de illiquide beleggingen door marktbevingen ver boven hun strategische allocatie staan. Dat kan, maar wel tegen bepaalde voorwaarden. Er is een groeiende markt voor tweedehands posities en steeds meer institutionele beleggers kiezen voor een secondary sale. Het is gebruikelijk om de prijsvorming te bepalen ten opzichte van de laatst gepubliceerde waardering. In het geval van een afslag (of discount) gaat het in de regel om afslagen van 5%-15%. Een enkele keer komt het voor dat er een premie wordt betaald voor een positie, maar dit is uitzonderlijk.

Prijsvorming voor tweedehands posities komt hoofdzakelijk tot stand op basis van de volgende kenmerken:

- 1) **Kwaliteit van de beheerder:** er is een grote voorraad van A-kwaliteit beheerders die regelmatig van hand wisselt tegen een discount die varieert tussen 0%-10%. Hiervoor is ook een grote groep specialistische kopers die deze posities opkopen.
- 2) **Kwaliteit van de beleggingen:** bij een portefeuille die bijna aan het einde van de looptijd is, treedt er ook metaalmoeheid op bij eindbeleggers. De oorspronkelijke looptijd van bijvoorbeeld een private equity fonds voorziet in voldoende tijd om een onderneming tot de gewenste situatie te brengen inclusief een periode voor uitloop als gevolg van tegenvallers. In de praktijk is zichtbaar dat het lang aanhouden van beleggingen leidt tot stagnatie in waarde, waarbij een nieuwe eigenaar wel in staat is de noodzakelijke transformatie tot stand te brengen. Dit is een fenomeen dat bekend is en leidt in de regel tot een lagere prijs.
- 3) **Uitzicht op liquiditeit:** in veel fondsen met een eindige looptijd valt het einde van de looptijd van het beleggingsproduct niet noodzakelijk samen met een liquiditeitsmoment. Vaak is hierin voorzien door een aantal verlengingen toe te staan in de documentatie. Na de laatste verlenging is er vaak behoefte om de resterende beleggingen in een keer van de hand te doen.
- 4) **Combinatie met andere producten:** in een enkel geval bevat de portefeuille nog een aantal posities, waarvan er één met name rooskleurige uitzichten heeft. Zeker binnen private equity zien wij fondsbeheerders die een combinatie aanbieden van een nieuw fonds met aanbod tot liquiditeit van een bestaand fonds. Bijzondere aandacht is dan gevraagd voor mogelijke belangenverstrengeling. Hiervoor zien wij de afgelopen jaren toegenomen aandacht.

CONCLUSIE

Hoewel de invoering van de Wtp de doelstelling van pensioenfondsen en de karakteristieken van illiquide beleggingen niet doet veranderen, kan het toch aanleiding zijn voor fondsen om hun beleggingsbeleid te heroverwegen en zich meer als een lange termijn belegger te gedragen. Met het vervallen van het vereist eigen vermogen vervalt een belangrijke drempel voor een (hogere) allocatie naar illiquide beleggingen. Wel blijven aandachtspunten als kosten en belasting van het governance budget van groot belang en vraagt een (hogere) allocatie naar illiquide beleggingen om een gedegen aanpak en een duidelijk stappenplan. Met de interessante karakteristieken en de kansen die private markten bieden om in te spelen op relevante thema's, zijn wij echter van mening dat pensioenfondsen een toename van illiquiditeit en complexiteit moeten kunnen veroorloven. Daarmee kunnen ze de invoering van de Wtp aangrijpen om een (hogere) allocatie naar illiquide beleggingen te (her-)overwegen.

Literatuur

- MSCI, Real Estate Market Size, 29 juli 2024. Rapport via www.msci.com
- Infrastructure Investor, Meet our expanded Global Investor 75, 4 juni 2023
- Global Listed Infrastructure Investors (GLIO), A matter of time – closing the infrastructure gap, 2022. Rapport via www.glio.org
- Bain & Company Global Private Equity Report, 2025. Rapport via <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>
- Deutsche Bank – Private Credit – a rising asset class explained, 9 oktober 2024
- DNB – Factsheet Eigen Vermogen – Pensioenfondsen, 18 juni 2024
- CEM Benchmarking, A Case for Scale, February 2022