

Private beleggingen onder de Wtp: real assets als robuuste bouwsteen

Sven Herrewijn en Coen van de Laar

INLEIDING

De pensioensector zit midden in de transitie naar de Wtp. Het verdwijnen van de nominale verplichtingen en de introductie van lifecyclebeleggen betekenen een ingrijpende stelselwijziging. Dit dwingt pensioenfondsen om de betekenis van zekerheid en de pensioenambitie te heroverwegen. Waar de focus in het FTK lag op het vermijden van risico's, draait het nu om het genereren van rendement en het beheersen van de beleggingsrisico's.

Private beleggingen en in het bijzonder real assets zijn in dit nieuwe speelveld aantrekkelijke bouwstenen. Ze combineren goede diversificatie-eigenschappen en maatschappelijke impact met inflatiebescherming en een aantrekkelijk rendementspotentieel. Tegelijkertijd zijn het illiquide en complexere beleggingen waar een frequente marktwaardering ontbreekt en de beheerkosten relatief hoog zijn. In dit artikel betogen wij dat de voordelen echter ruimschoots opwegen tegen de nadelen.

Een succesvolle implementatie van private beleggingen in de Wtp vereist wel een goede beheersing van deze aandachtspunten. In dit artikel diepen we dit verder uit. De focus ligt daarbij vooral op de toegevoegde waarde van eigenvermogensbeleggingen in vastgoed, infrastructuur, farm- en timberland, kortom de real assets.

DE WTP DWINGT TOT HERIJKING VAN HET BELEGGINGSBELEID

De Wet toekomst pensioenen (Wtp) brengt een fundamentele verandering teweeg in het Nederlandse pensioenlandschap. Onder de Wtp verandert de pensioenbelofte van een vaste nominale uitkering naar de belofte van een persoonlijk pensioenvermogen, waarvan de uitkering afhangt van beleggingsrendement en levensverwachting. Daarmee gaat ook het beleggingsbeleid op de schop: lifecyclebeleggen komt centraal te staan. In een lifecycle wordt de beleggingsportefeuille opgesplitst in een rendements- en beschermingsportefeuille. De verhouding daartussen wordt per leeftijdscohort afgestemd op de leeftijd en

Sven Herrewijn
Investment Strategist Achmea Investment Management



Coen van de Laar
Senior Investment Strategist Achmea Investment Management



Tabel 1
Van FTK naar Wtp

Thema	FTK (huidig stelsel)	Wtp (nieuw stelsel)	Doelstelling/ effect
Pensioenbelofte	Nominale uitkering (vaste aanspraak)	Premieregeling (opbouw vermogen) zonder vaste uitkering	Een variabel pensioen met meer transparantie
Risicodeling	Collectief: solidariteit via dekkingsgraad en buffers	Individueel: persoonlijke vermogens met beperkte solidariteit	Betere aansluiting rendement en risico bij individuele deelnemer. Potentieel meer volatiliteit in pensioenuitkering
Sturing beleggingsbeleid	Sturing op nominale zekerheid, focus op nominale dekkingsgraad	Sturing op reële ambitie (koopkracht) mogelijk.	Minder focus op nominale rente-hedging. Meer ruimte voor koopkrachtbehoud
Portefeuille-inrichting	Uniform fondsbeleid: één collectieve portefeuille	Lifecyclebeleggen per cohort. Splitsing in rendements- en beschermingsportefeuille	Leeftijdsafhankelijk beleggen met nadruk op risicohouding
Transparantie	Complexe toerekening via dekkingsgraad	Meer inzicht in vermogen en rendement	Communicatie en uitlegbaarheid centraal
Governance	Collectief overzicht, minder individueel inzicht	Individueel met meer nadruk op uitlegbaarheid en efficiency	Behoefte aan transparante waarderingsmodellen
Uitkering	Nominaal met indexatie indien dekkingsgraad hoog genoeg	Variabel, afhankelijk van rendement	Meer flexibiliteit, maar beleggings-volatiliteit wordt direct zichtbaar voor de deelnemer

Bron: Achmea IM

risicohouding van de deelnemer. Tegelijkertijd verdwijnt de nominale dekkingsgraad en daarmee de verplichte focus op nominale zekerheid. Dit biedt pensioenfondsen de mogelijkheid om het beleggingsbeleid meer te richten op de reële ambities. In Tabel 1 vatten we de belangrijkste gevolgen van de overgang naar de Wtp samen.

MEER TRANSPARANTIE EN MINDER SOLIDARITEIT VERGROTEN DE BEHOEFTE AAN ROBUUSTHEID

De Wtp biedt meer beleggingsvrijheid, onder meer doordat het Vereist Eigen Vermogen (VEV) vervalt. Hierdoor verdwijnen de kapitaaleisen voor risicovollere beleggingen. Hier staan meer eisen rondom transparantie en uitlegbaarheid tegenover. Private beleggingen hebben unieke rendementsdrijvers en extra diversificatiepotentieel, maar het illiquide karakter, de hogere kosten en het ontbreken van marktwaardewaardering zijn een uitdaging. De stelselwijziging vraagt dus niet alleen om herijking van het beleggingsbeleid, maar ook om een herwaardering van de rol van private beleggingen. De zogenaamde real assets zijn er daar één van.

Binnen het brede universum aan private beleggingen springen vooral de zogenaamde real assets er positief uit. Dit zijn beleggingen in het eigen vermogen van vastgoed, infrastructuur, farm- en timberland. Deze beleggingscategorieën worden gekenmerkt door hun grondgebonden karakter en een rendement dat sterk gedreven wordt door inflatiegerelateerde kasstromen.

Door het fysieke en grondgebonden karakter onderscheiden de real assets zich van categorieën als private equity of private debt. De real assets zijn goed gepositioneerd voor het nieuwe pensioenstelsel. Hun kenmerken sluiten goed aan bij de langetermijn-doelstellingen van pensioenfondsen. Het toevoegen van deze categorie aan de rendementsportefeuille vergroot de robuustheid onder verschillende macro-economische regimes. Het vervolg van dit artikel verkent de rol van real assets in de Wtp, bespreekt hun kansen en uitdagingen, schetst hoe ze bijdragen aan robuustere beleggingsportefeuille en laat zien hoe ze maatschappelijke impact mogelijk maken.

VERANDERINGEN ONDER DE WTP, EN GEVOLGEN VOOR DE BELEGGENSPORTEFEUILLE

Het beleggingsbeleid onder het FTK was gericht op het garanderen van de nominale verplichtingen via één collectieve portefeuille met één gezamenlijk sturingsvariabele, de dekkingsgraad. In de Wtp worden de collectieve nominale verplichtingen losgelaten en gaat de sector over op individuele pensioenvermogens. Lifecyclebeleggen wordt in zowel de SPR als FPR de basis van het beleggingsbeleid. Hierdoor verandert ook het beleggingsbeleid. In een traditionele lifecycle nemen jongere leeftijdscohorten namelijk meer beleggingsrisico dan de oudere leeftijdscohorten. Dit vraagt om portefeuilles die passen bij elke levensfase en robuust zijn onder verschillende beleggingsregimes. Private beleggingen spelen hier een waardevolle rol. Vooral real assets zijn goed gepositioneerd: ze leveren stabiele, langjarige inflatiegerelateerde kasstromen en verlagen de geobserveerde volatiliteit in de rendementsportefeuille, zonder het verwachte rendement te drukken.

Tabel 2
Impact Wtp op
beleggingsbeleid en
real assets

Wtp-verandering	Implicatie voor beleggingen	Relevantie real assets
Van collectief naar lifecycle	Meer differentiatie tussen leeftijdscohorten; behoefte aan stabiele bouwstenen binnen rendementsportefeuilles.	Real assets leveren stabiele kasstromen met een beperkte volatiliteit. Een ideale bouwsteen voor de rendementsportefeuille.
Van nominaal naar reëel sturen	Doel: bescherming van koopkracht in plaats van nominale zekerheid.	De inflatiegerelateerde inkomsten van real assets sluiten perfect aan bij een reële ambitie.
Meer individuele transparantie	Deelnemers zien directe beleggingsresultaten. Mogelijk grotere fluctuaties ondermijnen het vertrouwen.	Real assets dempen de volatiliteit door diversificatie en waarderingssmoothing. Dit vereist goede uitleg.
Meer focus op lifecycle-risico's	Beleggingsmix verschilt per fase; noodzaak tot robuuste rendementsbronnen.	Door gericht real assets in te zetten kan de robuustheid onder uiteenlopende macroregimes worden verbeterd.
Kostenbewustzijn en governance	Hogere druk op verantwoording van kosten, liquiditeit en waardering.	De kosten en complexiteit van real assets zijn relatief hoog. Dit vereist goede governance.
Duurzaamheid en impact	Maatschappelijke relevantie van pensioenfondsen waarschijnlijk explicieter onder de Wtp.	Real assets zijn zeer geschikt voor impactbeleggen (bijvoorbeeld klimaat en biodiversiteit).

Bron: Achmea IM

VAN NOMINALE ZEKERHEID NAAR REËLE AMBITIE

Deze verschuiving in beleggingsfilosofie heeft directe gevolgen voor de inrichting van de portefeuille. In het nieuwe stelsel verdwijnen de nominale verplichtingen. De doelstelling verschuift van het met een grote mate van zekerheid garanderen van een vast bedrag naar het behouden van de koopkracht van het pensioen. Bij de inrichting van het beleggingsbeleid wordt het voornaamste doel om een rendement te behalen dat passend is bij de pensioenambitie. Om grote uitslagen in de pensioentoezeggingen te voorkomen is robuustheid van het rendement belangrijk. Idealiter rendeert een portefeuille onder meerdere economische regimes. Beleggingen die inflatiebescherming bieden en over goede diversificatie-eigenschappen beschikken worden daardoor aantrekkelijker. Real assets bieden precies die eigenschappen: inflatiegerelateerde kasstromen en een uniek risico-rendementsprofiel waardoor ze diversifiëren ten opzichte van aandelen.

ROBUUSTHEID VAN HET RENDEMENT WORDT DE NIEUWE GRAADMETER

Van de intergenerationele solidariteit die via de collectieve dekkingsgraad rendementsschommelingen opving is onder de Wtp maar beperkt sprake. Het persoonlijke pensioenvermogen van deelnemers beweegt mee met de behaalde rendementen. De solidariteitsreserve (SPR) en risicodelingsreserve (FPR) kunnen verliezen dempen. Waarschijnlijk zijn deze buffers echter kleiner dan onder het FTK. Dat beperkt de mogelijkheden waardoor de behoefte aan stabielere beleggingsrendementen stijgt. Te grote schommelingen in het pensioenvermogen ondermijnen het collectieve vertrouwen. Real assets dempen extreme uitslagen. Niet alleen door de goede diversificatie-eigenschappen, maar ook door het ontbreken van marktwaardewaardering. Dit vraagt wel om een transparante communicatie over waardering, liquiditeit en risico's.

De Wtp benadrukt eenvoud, uitlegbaarheid en maatschappelijke relevantie. Beleggingskeuzes moeten naast financieel aantrekkelijk, ook uitlegbaar zijn aan de deelnemer en passend bij diens voorkeuren. De maatschappelijke context en de maatschappe-

lijke impact van beleggingen wordt daardoor belangrijker. Hier bieden real assets een unieke kans: ze zijn tastbaar en uitlegbaar, en tegelijkertijd goed te verbinden met duurzaamheidsdoelen en maken maatschappelijke impact meetbaar. Van sociale huisvesting tot de energietransitie en biodiversiteit, via deze investeringen wordt de pensioenambitie versterkt  n bijgedragen aan een duurzamere samenleving.

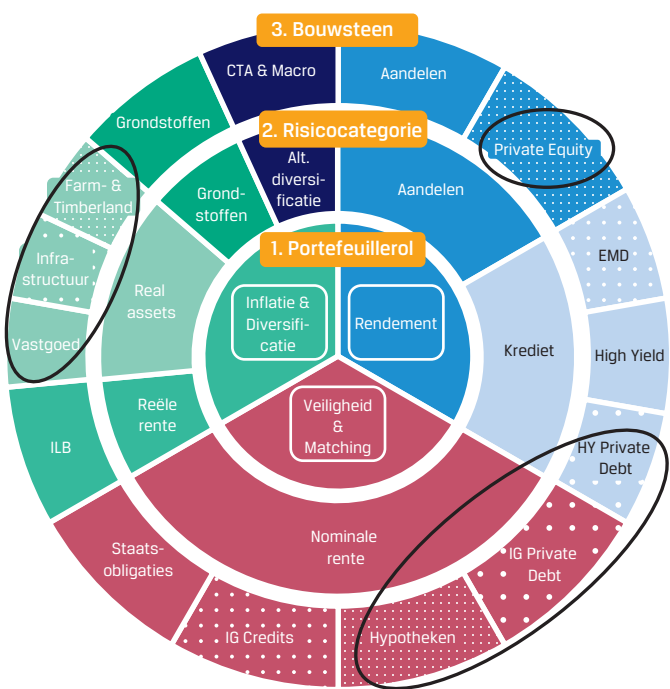
REAL ASSETS: NATUURLIJKE BOUWSTENEN VOOR DE WTP

De Wtp markeert de verschuiving van verplichtingen naar vermogensopbouw en van zekerheid naar veerkracht. In Tabel 2 leggen we de link tussen de veranderingen in de Wtp en wat dit betekent voor de beleggingsportefeuille. Real assets zijn wat ons betreft een essentiële bouwsteen van de rendementsportefeuille. Ze bieden precies wat de Wtp van een pensioenbelegging vraagt: stabiele rendementen, reële waardegroei en maatschappelijke impact.

DIVERSIFICATIE OVER VERSCHILLENDE RENDEMENTSBRONNEN BLIJFT CRUCIAAL ONDER DE WTP

In ons beleggingsuniversum (Figuur 1) krijgen de verschillende private beleggingen een plek die is afgestemd op de beoogde portefeuillerol. Voor het verhogen van het rendement liggen rendementsdrijvers als private equity of high yield private debt voor de hand. Hypotheken zijn zeer geschikt voor de matching-portefeuille. Real assets dragen vooral bij aan diversificatie en het verhogen van de inflatiegevoeligheid binnen een rendementsportefeuille. Daarnaast bieden private beleggingen ruime mogelijkheden op het gebied van duurzaamheid en impactbeleggen dankzij de hoge mate van zeggenschap en de directe relatie met een aantal impactthema's.

Figuur 1
Indeling van het beleggingsuniversum



Bron: Achmea IM

Binnen de private beleggingen onderscheiden de real assets zich met een aantrekkelijke en unieke combinatie van kenmerken.

- Aantrekkelijk rendementspotentieel. Ze hebben een aantrekkelijk historisch en verwacht rendement.
- Beperkt risicoprofiel. Core-beleggingen in ontwikkelde markten hebben een gematigd risicoprofiel. Bij core real assets zijn de kasstromen de voornaamste rendementsdrijver. Waardecreatie speelt een ondergeschikte rol.
- Goede diversificatie-eigenschappen. Real assets hebben andere rendementsdrijvers dan aandelen. Bovendien is de blootstelling naar de dynamiek op de financiële markten beperkt. Dit maakt real assets uitermate geschikt als diversifiëren opzichte van aandelen en (krediet)obligaties.

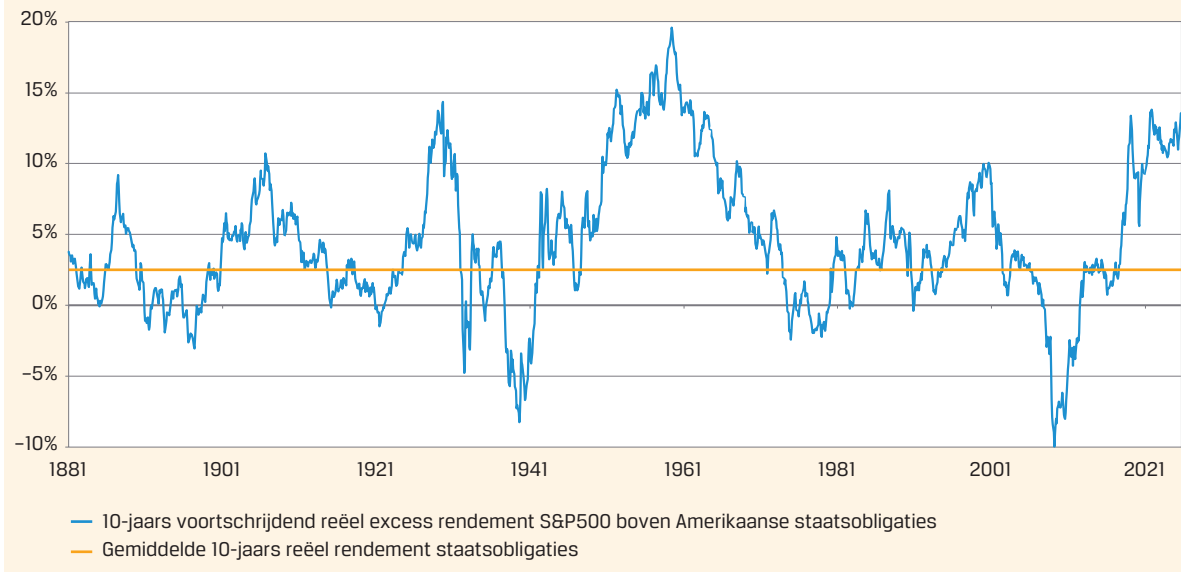
- Positieve inflatiegevoeligheid. De kasstromen van core real assets zijn stabiel en groeien vaak mee met de inflatie. Dit maakt de real assets geen inflatiehedge, maar ze bieden wel gedeeltelijke inflatiebescherming.
- Maatschappelijk relevant. Het impactpotentieel van real assets is over de linie genomen hoog, door de reële link met economie en directe betrokkenheid bij de besluitvorming.
- Lange looptijd. De lange beleggingshorizon van pensioenfondsen sluit aan bij het langjarige en illiquide karakter van real assets.

De belangrijkste kanttekeningen en aandachtspunten zijn de beperkte liquiditeit, de hogere beheerkosten en het ontbreken van een frequente marktwaardering. Met name de illiquiditeit en het ontbreken van marktwaardering zijn aandachtspunten in de Wtp. Hoe hier binnen de Wtp mee om te gaan, lichten we later in dit artikel toe. De gunstige eigenschappen wegen ook ruimschoots op tegen de aandachtspunten. Het toevoegen van real assets aan de rendementsportefeuille verbetert het risico-rendementsprofiel en vergroot de robuustheid.

DIVERSIFICATIE BLIJFT DE ENIGE 'FREE LUNCH'

In een lifecycle ligt voor de jongere leeftijdscohorten de focus op rendement en vermogensopbouw. De lange beleggingshorizon stelt jongeren in staat om meer beleggingsrisico te nemen. De link met beleggingscategorieën met een hoog (verwacht) langetermijnrendement zoals aandelen en private equity is dan snel gelegd. Niet verwonderlijk, de aandelenmarkten laten een hoog gemiddeld historisch rendement zien. Toch is het belangrijk om zich niet blind te staren op gemiddelde risicopremies en recente rendementen. Zoals Figuur 2 laat zien fluctueert de aandelenrisicopremie sterk door de tijd. Er zijn regelmatig periodes, zoals de jaren '30, '70 en '00, waarin het rendement op aandelen langere tijd teneerploeg. In het nieuwe stelsel kan dat desastreus uitpakken voor bepaalde generaties. Daarom is het noodzakelijk om niet alleen naar het verwachte langetermijnrendement te kijken. Om de robuustheid te verbeteren zijn naast aandelen andere beleggingscategorieën in de rendementsportefeuille essentieel. Dat verkleint de kans op geluk- en pechgeneraties.

Figuur 2
Reëel excess rendement van aandelen en het gemiddelde rendement op staatsobligaties



Bron: Shiller Database, Achmea IM

Met de overgang naar de Wtp blijft een goed gespreide portefeuille dus noodzakelijk. Grote fluctuaties in vermogens en (verwachte) uitkeringen ondermijnen het draagvlak van het pensioenfonds. Ook daarom blijft diversificatie cruciaal. Het verbetert het verwachte risico-rendementsprofiel en vergroot de robuustheid van de portefeuille. Bovendien vergroot een goed gediversifieerde rendementsportefeuille de flexibiliteit in het vormgeven van de lifecycle. Het maakt het opheffen van de leenrestrictie en het langer en meer beleggen in de rendementsportefeuille mogelijk. Hierdoor verbeteren de verwachte pensioenuitkomsten.

REAL ASSETS BIEDEN NAAST RENDEMENT
OOK INFLATIEBESCHERMING, DIVERSIFICATIE
ÉN MAATSCHAPPELIJKE IMPACT

Diversificatie bestaat in allerlei vormen en maten en is langs verschillende assen te benaderen. De grootste winst ligt op het strategische niveau van de portefeuilleconstructie. De toegevoegde waarde van een beleggingscategorie wordt niet alleen bepaald door het risico en het rendement, maar ook door de correlatie. De traditionele lifecycle vertrouwt op een lage correlatie tussen aandelen (rendement) en obligaties (matching), maar zoals Figuur 3 laat zien, is de correlatie historisch gezien verre van stabiel geweest. Enkel vertrouwen op de correlatie tussen aandelen en obligaties maakt een lifecycle kwetsbaar, vooral voor periodes met langdurig hoge inflatie. Juist in deze periodes vervullen real assets hun rol als stabiele rendementsdrijver en portefeuille-diversifier bij uitstek. Figuur 3 laat zien dat ook de historische correlatie tussen aandelen en vastgoed niet stabiel is, maar gemiddeld genomen een ander verloop laat zien dan de correlatie tussen aandelen- en obligaties.

Per saldo maakt het toevoegen van real assets de portefeuille robuuster, zonder dat dit ten koste gaat van het rendement. Zo toonde Friedman (1971) al vroeg aan dat vastgoed een goede bron van portefeuillediversificatie is. Dat betekent dat het portefeuillerisico wordt gereduceerd en het risico-rendementsprofiel verbetert. Een goed gespreide portefeuille biedt niet alleen een stabiel rendement in een ‘gemiddelde’ scenario, maar onderscheidt zich vooral door relatief beter te presteren in uiteenlopende macro-economische regimes en stress-scenario’s. Juist in omstandigheden waarin de traditionele portefeuille kwetsbaar is. Dit zijn scenario’s van bijvoorbeeld grote geopolitieke onrust, langdurig hoge inflatie of economische Malaise. Voorbeelden zijn:

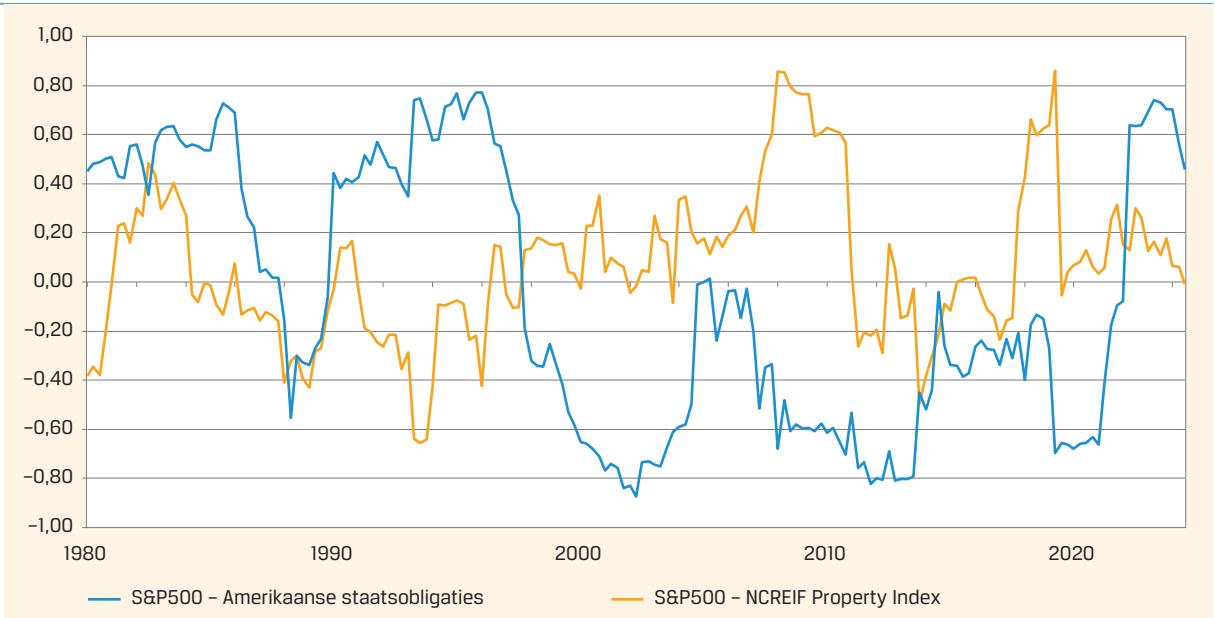
- Financieel crisisscenario (deflatiescenario). Vergelijkbaar met eerdere financiële crises.
- Stagflatiescenario. Met structureel hoge inflatie en de broze economische groei.
- Inflatie- of oververhittingsscenario met hoge inflatie.

VAN THEORIE NAAR PRAKTIJK: LIFECYCLEBELEGGEN
EN PRIVATE ASSETS

Vooraf grotere institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen hebben de schaal en expertise voor private beleggingen. Dit stelt ze in staat om uit een breder universum aan beleggingsoplossingen te putten. Momenteel bestaat een gemiddelde pensioenfondsportefeuille voor ongeveer 20% tot 30% uit private beleggingen (Van den Berg (2025))). In de Wtp blijven private beleggingen zowel in de rendements- als matchingsportefeuille een belangrijke rol spelen. Binnen de private beleggingen zijn dan vooral de real assets een logische keuze voor de rendementsportefeuille. Om de robuustheid en inflatiegevoeligheid te vergroten, kan een pensioenfonds eigenlijk niet om real assets heen.

Het streven naar een robuustere beleggingsportefeuille hangt nauw samen met het ontwerp en de invulling van de lifecycle. Deze twee communicerende vaten vormen samen het totale

Figuur 3
3-jaars voort-
schrijdende
historische correlatie
tussen driemaande-
lijkse rendementen
van de Amerikaanse
aandelen (S&P500),
Amerikaanse
staatsobligaties en
Amerikaans vast-
goed (NCREIF
Property Index,
gecorrigeerd voor
smoothing)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

beleggingsbeleid. Met een robuuste rendementsportefeuille kunnen er op verschillende facetten van het lifecycle-ontwerp mogelijk betere, keuzes worden gemaakt:

- Zowel in de opbouw-, als in de uitkeringsfase kunnen leeftijds-cohorten een hogere allocatie naar de rendementsportefeuille krijgen;
- Het biedt de mogelijkheid om onder speciale gevallen de leen-restrictie op te heffen en meer gebruik te maken van leverage;
- Het afbouwmoment van de lifecycle kan naar een hogere leeftijd worden verschoven.

UITDAGINGEN BIJ IMPLEMENTATIE: WAARDERING, LIQUIDITEIT EN KOSTEN

De overgang naar de Wtp gaat gepaard met nieuwe uitdagingen en accentverschuivingen in het beleggingsbeleid. Zo wordt in de Wtp de transparantie over het beleggingsbeleid en de behaalde rendementen belangrijker. Op het eerste gezicht is dit nadelig voor private beleggingen. Door hun illiquide karakter en het ontbreken van marktwaardering is prijsvorming allesbehalve transparant. In dat opzicht staan private markten op achterstand versus liquide markten. Toch betekent dit niet dat private beleggingen ontoelaatbaar zijn. De private beleggingen waarin pensioenfondsen beleggen zijn immers geen onbekend terrein. Ze zijn goed onderzocht en geanalyseerd om onder meer de drijvers van het rendement en de risico's in kaart te brengen. Pensioenfondsen weten zo waarin ze beleggen en wat de voor- en nadelen zijn van de verschillende private beleggingen. Dit stelt ze in staat om zaken als illiquiditeit en het ontbreken van marktwaardering te managen. Per saldo geeft dit voldoende vertrouwen om private beleggingen in de beleggingsportefeuille op te nemen.

ROBUUSTERE BELEGGINGSPORTEFEUILLE ZORGT VOOR EEN BETERE LIFECYCLE

Het belangrijkste aandachtspunt voor private beleggingen is het ontbreken van een actuele marktwaarde. In het nieuw stelsel zijn betrouwbare en frequente waarderingen een pré. Het is immers essentieel dat de rendementen op een transparante manier worden toegekend aan individuele deelnemers. Bij private beleggingen is pas bij de verkoop de echte marktwaarde bekend. Om tot een periodieke rendementsinschatting te komen wordt geleund op een (externe) taxatie of een modelmatige inschatting. Deze waarderingsmethodes hebben bekende valkuilen zoals *smoothing* (afvlakken van prijsfluctuaties door het gebruik van laag frequente taxaties in plaats van marktwaardering) en *stale pricing* (vertraagde waardering). Dit brengt (inschattings-)risico's met zich mee, omdat het achteraf herzien van rendementen om praktische redenen onuitvoerbaar is. Toch zien we dit op de lange termijn niet als een onoverkomelijk probleem. Over langere periodes vallen (te) hoge en (te) lage waarderingen tegen elkaar weg. Het is daarmee vooral een 'tussentijds' probleem.

Impact en duurzaamheid

Real assets zijn bij uitstek geschikt om duurzaamheid en impactdoelstellingen te realiseren. Beleggingen in vastgoed, infrastructuur en farm- & timberland zijn direct te verbinden met belangrijke maatschappelijke thema's zoals de energietransitie, betaalbare huisvesting, water- en voedselzekerheid, klimaatadaptatie en biodiversiteit. Voor pensioenfondsen vormen ze zo een krachtig instrument om naast financieel rendement ook maatschappelijke impact te genereren.

Elk type real asset heeft zijn eigen voorkeursthema: infrastructuur leent zich goed voor de energietransitie, vastgoed voor klimaat, gezondheid en kansengelijkheid, en farm- en timberland voor biodiversiteit en water- en voedselzekerheid. Pensioenfondsen kunnen zich met real assets dus op meerdere thema's richten zoals klimaatverandering, sociale inclusie, kansengelijkheid en de circulaire economie. Door duidelijke impactdoelstellingen te integreren in het beleggingsproces versterken pensioenfondsen hun maatschappelijke rol. Zo combineren real assets financiële robuustheid met tastbare maatschappelijke waarde, precies wat de Wtp beoogt.

In het nieuwe pensioenstelsel wordt beoogd via een vaste premie-inleg en de periodieke toebedeling van rendementen de opbouw van het vermogen transparanter te maken voor deelnemers. Dit betekent ook dat deelnemers meer inzicht krijgen in de rendementen en de kosten van de beleggingen. Vooral binnen de FPR zal de vergelijkbaarheid tussen fondsen groter worden waardoor het eenvoudiger wordt om rendementen en kosten te vergelijken. We verwachten dat dit ook zal gebeuren. Private beleggingen gaan over het algemeen gepaard met hogere kosten. Vooral in periodes met tegenvallende resultaten kan dat discussie oproepen omdat de rendementen hierdoor verder onder druk komen te staan.

Private beleggingen zijn beperkt verhandelbaar en dus illiquide. Zo is bij real assets het aan- en verkoopproces van de onderliggende vastgoed- of infrastructuurobjecten een relatief langdurig proces dat gepaard gaat met relatief hoge transactiekosten. Bovendien kan er een onbalans zijn tussen het aantal kopers en verkopers in de markt. Hierdoor kan het op- en afbouwen van real asset portefeuilles lang duren. Dit gaat vooral wringen bij forse markt-bewegingen of grote kapitaal in- of uitstroom. Het bepalen van een betrouwbare waarde is dan nog lastiger. Bovendien gaat een verkoop in moeilijke marktomstandigheden vrijwel zeker gepaard met een forse afwaarderingen. Een evenwichtige inrichting van de portefeuille vraagt daarom om een goede balans tussen liquide en illiquide beleggingen.

Zoals gezegd valt in de Wtp de portefeuille uiteen in een matching- en rendementsportefeuille. Het uitgangspunt is om de liquiditeits-behoefte binnen de rendements- en matchingportefeuilles te faciliteren. Om de herbalancering van de lifecycle en de in- en uitstroom efficiënt te kunnen regelen, moeten portefeuilles dus

voldoende liquide zijn. Dit betekent dat een portefeuille niet enkel kan bestaan uit illiquide beleggingen. Een portefeuille bestaat uit een liquide basis met een illiquide schil. Dit om het risico op liquiditeitsproblemen te verlagen en daarmee de kans op een gedwongen verkoop van private beleggingen. Om een ordentelijke herbalancering te faciliteren, wordt de maximale allocatie illiquide beleggingen binnen de portefeuille begrensd. Deze maximale grenzen hangen samen met de voorkeuren en risicohouding van het fonds, en andere portefeuillekenmerken. Op basis van stress-testen en verschillende analyses hanteren wij als vuistregel een maximale allocatie naar illiquide beleggingen binnen de rendementsportefeuille van 30% tot 40%.

CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN

Private beleggingen behouden hun strategische waarde onder de Wtp, ondanks de veranderende context van het nieuwe pensioenstelsel. Daarbinnen zijn de real assets bij uitstek geschikt om de portefeuille robuuster te maken en bij te dragen aan een betere inflatiebescherming. Ze bieden stabiele, inflatiegerelateerde inkomsten, lage correlatie met traditionele beleggingscategorieën en presteren goed in uiteenlopende macro-economisch regimes. Bovendien lenen ze zich uitstekend voor het genereren van maatschappelijke impact, bijvoorbeeld op het gebied van sociale huisvesting, biodiversiteit en de energietransitie. Het fysieke karakter maakt ze tot een krachtige bouwsteen voor pensioenfondsen die een koopkrachtig pensioen nastreven.

Om de volledige potentie van real assets binnen de Wtp te benutten is zorgvuldige implementatie essentieel. Dit vraagt om strakke governance van zowel pensioenfondsen als van vermogensbeheerders, transparante kostenstructuren en actief liquiditeitsbeheer. Ga voor de rendementsportefeuille uit van een liquide kern die groot genoeg is om aan de liquiditeitsbehoefte in stress-scenario's te voldoen. Vul dit aan met een schil van illiquide private beleggingen. De real assets zijn daarbinnen een belangrijk onderdeel. Vanwege hun aantrekkelijke kenmerken verdienen ze een structurele plek in de strategische portefeuille, met een duidelijke rol in zowel de opbouw- als uitkeringsfase. Real assets dragen actief bij aan de robuustheid van de portefeuille, en helpen pensioenfondsen om hun reële ambities waar te maken.

Literatuur

- Achmea Investment Management, 2025a, Private vastgoedbeleggingen in de Wtp, Achmea IM Investment Letter.
- Van den Ende, J., Loermans, T., Herrewijn, S. en Van Tuyll, R., 2025, Een reëel perspectief op de Wtp, VBA Journaal, Nummer 160, 59-65.
- Achmea Investment Management, 2025b, 5 vragen over... Illiquide beleggingen onder de Wtp, Achmea IM Investment Update.
- Dalio, R., 2021, Principles for Dealing with the Changing World Order.
- Achmea Investment Management, 2025c, De grote transitie – Scenariostudie 2025.
- Friedman, H.C. (1971). Real Estate Investment and Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 6(2), 861-874.
- Van den Berg, C.H. en Van de Sande, E., 2025, Illiquide beleggen en de Wtp, VBA Journaal 160, 7-14