

Pensioenfondsen in

We schrijven 4 september 2014 te Frankfurt am Main, Duitsland. President van de Europese Centrale Bank (ECB) Mario Draghi geeft een persconferentie na afloop van de vergadering van de Raad van Bestuur van de ECB. Tijdens die persconferentie wordt duidelijk dat de ECB niet alleen de belangrijkste rentetarieven verlaagt naar nieuwe, historisch lage niveaus, maar ook start met het opkopen van asset-backed securities onder het ABS-opkoopprogramma. Hiermee geeft de ECB het startschot voor een, wat later blijkt, veel breder opkoopprogramma met onder andere euro-staatsobligaties en investment grade bedrijfsobligaties.

Met het opkoopprogramma en dan vooral het opkopen van bedrijfsobligaties drukt de ECB een belangrijke stempel op de financiële markten in de eurozone. Zo staan sinds de introductie van het opkoopprogramma, en in combinatie met de zeer lage rentes, de liquiditeit en het verwachte rendement van liquide obligaties fors onder druk. Tegelijkertijd veroorzaakte Europese regelgeving voor banken en verzekeraars dat de traditionele geldverstrekkers genoodzaakt waren om zich op delen van de financieringsmarkt terug te trekken. Hierdoor ontstond een gat in de financieringsbehoefte van zowel consumenten, bedrijven als ook lagere overheden. Door dit gebrek aan aanbod nam de vergoeding en daarmee het verwacht rendement op illiquide obligaties juist toe. Deze ontwikkelingen waren voor veel institutionele beleggers het teken om de zoektocht naar aantrekkelijke rendementen uit te breiden naar de onbekende en illiquide hoeken van de financiële markten.

Nederlandse pensioenfondsen

Ook bij veel Nederlandse pensioenfondsen is de allocatie naar illiquide beleggingen door deze ontwikkelingen de afgelopen jaren veelvuldig op de beleggingsagenda verschenen. Niet dat pensioenfondsen volledig onbekend waren met het beleggen in illiquide markten. Zo kende menig pensioenfonds reeds een allocatie naar bijvoorbeeld niet-beursgenoteerd vastgoed. De zoektocht begon zich echter de afgelopen jaren langzaam ook uit te

**Illiquide
beleggingen
op beleggings-
agenda**



Cees Harm van den Berg

illiquide markten

CEES HARM VAN DEN BERG, SENIOR INVESTMENT CONSULTANT BIJ WILLIS TOWERS WATSON

breiden naar andere beleggingscategorieën. Een bekend Nederlands voorbeeld hiervan is de interesse van pensioenfondsen in hypotheekleningen. Sinds een aantal jaar is sprake van aanzienlijke wachtrijen om toe te kunnen treden bij de grote aanbieders van hypotheekfondsen en is het aandeel van Nederlandse pensioenfondsen in deze markt fors gegroeid. Hierbij worden vooral de premie bovenop Nederlandse staatsobligaties en het beperkte kredietrisico als aantrekkelijke kenmerken genoemd. Liquiditeitsrisico wordt geaccepteerd, maar vooralsnog niet gevreesd. Is dit terecht?

Illiquiditeitspremie

Om deze vraag goed te kunnen beantwoorden, moeten we allereerst duidelijk hebben wat we met liquiditeit, en daarmee ook het tegenovergestelde, illiquiditeit, bedoelen. De definitie voor een liquide belegging komt neer op de aanwezigheid van de volgende drie factoren:

1. De mogelijkheid om voldoende volume te kunnen verhandelen,
2. Zonder dat dit een negatieve invloed heeft op de prijs,
3. Met een bepaalde mate van zekerheid.

Het ontbreken van één van deze factoren maakt dat een belegging, tot zekere hoogte, gedefinieerd kan worden als minder liquide of illiquide. Daarmee is de handelbaarheid van een belegging minder en kan de belegging voor het einde van de looptijd niet, of alleen tegen aanzienlijke korting, worden verkocht. Illiquide beleggingen zijn daarmee alleen geschikt voor beleggers die in staat zijn om hun kapitaal voor enige tijd vast te zetten. Daar staat tegenover dat beleggers een premie verwachten voor het vastzetten van het kapitaal, de zogenaamde illiquiditeitspremie. Kort door de bocht kan deze premie gezien worden als het verschil in verwacht rendement tussen een beursgenoteerde obligatie en een vergelijkbare niet-beursgenoteerde obligatie. Aangezien de premie tot stand komt op basis van vraag en aanbod is de toegang tot de markt van groot belang. Hoe moeilijker toegankelijk voor beleggers, hoe hoger de premie. In het

spectrum van drijfveren voor rendement speelt de illiquiditeitspremie een belangrijke rol, zeker in de huidige markt waar men niet of slecht wordt beloond voor het nemen van meer traditionele risico's.

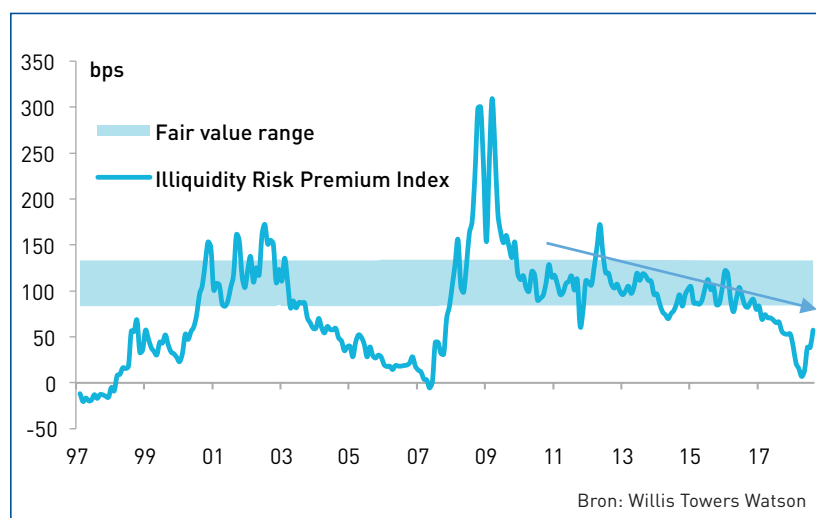
Een belangrijk competitief voordeel voor pensioenfondsen ten opzichte van andere beleggers op de financiële markten is ook dat de meesten bij uitstek een langetermijnhorizon hebben. Daardoor kunnen ze het vermogen voor lange tijd vastzetten en profiteren van de illiquiditeitspremie. Hoewel pensioenfondsen om diverse redenen worden gedwongen tot een kortetermijnvisie, kan de Nederlandse pensioensector daarmee een belangrijke speler zijn in de markt van illiquide beleggingen.

Timing en toegang

Hoewel illiquiditeitspremie dus in essentie interessant is voor Nederlandse pensioenfondsen, toont de praktijk dat door kwantitatieve verruiming van centrale banken en toegenomen competitie op de voornamelijk makkelijk toegankelijke delen van de illiquide markt ook deze premie fors is gedaald. Onze illiquiditeitspremie-index (zie figuur 1) laat zien dat de premie sinds de kredietcrisis een dalende lijn kent en momenteel onder onze 'fair value' indicatie ligt. Daarmee wordt een pensioenfonds dus ook voor dit risico onvoldoende beloond.

Verschillen
tussen
illiquide
beleggingen
groot

Figuur 1:
Monetaire stimulans drukt
ook de illiquiditeitspremie





Illiquide beleggingen zijn voor lange termijn

Het lijkt nu dus wellicht niet opportuun om gebruik te maken van de illiquiditeitspremie. Aan de ene kant is dat waar, zo heeft de private debt markt de afgelopen jaren te maken gehad met een grote instroom en daardoor een daling van de premie en een verslechtering van de voorwaarden. Dit zien we vooral bij de makkelijk toegankelijke categorieën zoals de Amerikaanse markt voor onderhandse leningen en zeker ook bij de Nederlandse markt voor hypotheekleningen. Hoewel het rendement voor de eerste beleggers in deze markten aantrekkelijk was, is dat door de gedaalde illiquiditeitspremie nu steeds minder het geval.

Aan de andere kant is het universum met beleggingen met vergelijkbare karakteristieken veel breder dan enkel Amerikaanse bedrijven of Nederlandse woningen. De verschillen tussen illiquide beleggingen zijn aanzienlijk en bieden kansen voor beleggers die in staat zijn om flexibel om te gaan met hun allocatie. In delen van de markt waar minder makkelijk toegang is, of nog sprake is van een slecht imago, kan dan ook aantrekkelijk rendement gevonden worden. De markt voor Amerikaanse woninghypotheekleningen heeft bijvoorbeeld nog altijd te kampen met een slechte naam vanwege de kredietcrisis en de overheid heeft de regels flink aangescherpt. Door deze aanscherping voldoet een deel van de markt niet aan de regels, voor bijvoorbeeld zelfstandigen. Hier liggen kansen voor beleggers: hypotheekleningen aan zelfstandigen kennen een aantrekkelijk rendement tegen een beperkt risico.

Benodigde governance

Timing van illiquiditeitspremie, toegang tot de interessante delen van de illiquide markt en de mindere mate van transparantie zijn belangrijke aandachtspunten voor een effectieve allocatie naar illiquide beleggingen. Deze hogere mate van complexiteit vraagt om additionele governance bij pensioenfondsen. Het bestuur van een pensioenfonds moet in control blijven, voldoende kennis van de onderliggende beleggingen hebben en countervailing power kunnen bieden ten opzichte van adviseurs en vermogensbeheerders. Hoewel dit in eerste instantie als een drempel

kan worden ervaren, hoeft minder liquide beleggen niet per definitie als te complex te worden beschouwd. Zo is een allocatie naar een goed gespreide private debt portefeuille niets anders dan het uitlenen van geld aan een breder spectrum van partijen, waaronder bijvoorbeeld kleinere bedrijven, consumenten en overheden. Daarnaast kan een pensioenfonds met de juiste uitbestedingspartner de benodigde kennis, ervaring en toegang voor deze categorieën in huis halen.

Kosten

Naast een hogere mate van complexiteit brengt een allocatie naar de illiquide delen van de financiële markt ook hogere kosten met zich mee. Hoewel de bekende '2 & 20-regel' voor private equity (2% beheervergoeding en 20% performance vergoeding) vaak al niet meer opgaat, blijven kosten voor beleggingen in de illiquide markt aanzienlijk hoger dan de liquide equivalent. In veel gevallen is dit ook prima te rechtvaardigen, aangezien de hoger renderende, moeilijk toegankelijke delen van de markt simpelweg meer kennis en kunde vereisen, en daar betaal je voor.

Met dat hoger verwachte rendement blijft er echter, ondanks de hogere kosten, als het goed is onder aan de streep wel meer over voor de deelnemers. Met de juiste ondersteuning kan een pensioenfonds een goede inschatting maken over welke oplossingen interessant zijn en de vergoeding die daar tegenover hoort te staan. Ook kunnen zij over lagere vergoedingen onderhandelen voor de gewenste illiquide belegging.

Kortom, wij zijn van mening dat illiquide beleggingen een belangrijke plek kennen in de portefeuille van Nederlandse pensioenfondsen, zeker als de ECB actief in de liquide markt is. Ook kennen Nederlandse pensioenfondsen, gezien hun langetermijnhorizon, een belangrijke plek in de illiquide markt, en kunnen ze het gat opvullen dat banken achterlaten. Hoewel de illiquiditeitspremie fluctueert en complexiteit, transparantie en kosten vragen om additionele governance, is zeker in deze markt nog waarde te vinden, mits gedegen en prudent aangepakt. ←