

# Het nieuwe projectierendement



Hanneke Veringa

**De uitwerking van het pensioenakkoord ligt klaar. Er is nu definitief de weg ingeslagen naar een nieuw pensioenstelsel in Nederland. Het begrip rekenrente zal naar de achtergrond verdwijnen en plaatsmaken voor een nieuwe term: projectierendement. Het projectierendement is minder knellend. Maar als de opbrengsten achterblijven, dreigen er opnieuw pensioenkortingen. Hoe kunnen pensioenfondsen hun beleggingsportefeuille zo inrichten om dat te voorkomen?**

HANNEKE VERINGA, COUNTRY MANAGER THE NETHERLANDS AXA-IM

Voor pensioenfondsen is niets vervelender dan korten op pensioenen. Logisch dat pensioenbestuurders hun beleggingsbeleid zo proberen in te richten dat de kans hierop minimaal is. Zij zullen daarom hun governance en beleggingsbeleid tegen het nieuwe licht houden. Met een pensioenvermogen van in totaal € 1,5 biljoen heeft Nederland de grootste pensioenpot van de Europese Unie. Een structurele wijziging in het beleggingsbeleid kan daarom grote gevolgen hebben voor de beleggingsmarkten, in Europa en daarbuiten.

## **Uitwerking pensioenakkoord**

De belangrijkste wijziging in het akkoord is de overgang van een zogenaamde defined benefit regeling naar een defined contribution regeling. Van pensioen dat min of meer gegarandeerd is naar pensioen dat afhankelijk is van het behaalde beleggingsresultaat. De sociale partners bereikten hierover begin juni overeenstemming. De regels moeten per 2026 ingaan. Pensioenfondsen hebben nog dik 5 jaar om hun beleid hierop aan te passen. Onder het nieuwe pensioencontract krijgt elke deelnemer zijn eigen beleggingspotje. Dit potje wordt nog steeds collectief belegd, ofwel voor deelnemers in dezelfde leeftijdscategorie op dezelfde manier. Het risico wordt afgebouwd en het

reterisico steeds verder afgedekt naarmate de deelnemers ouder worden en dichterbij hun pensionering komen. Het pensioenfonds is feitelijk gesplitst in twee portefeuilles: een rendements- en een hedgeportefeuille. Een jongere deelnemer heeft een hoge weging in de eerste, dus belegt vrijer en voornamelijk in zakelijke waarden. De oudere werknemer meer in de tweede, voornamelijk in vastrentende waarden. Om de kans op een 'pechgeneratie' te verkleinen, wordt onder andere een solidariteitsreserve gevormd.

Het voor de uitkering gereserveerde vermogen in het persoonlijke beleggingspotje kan met een projectiemethode worden omgezet in een toekomstige verwachte pensioenuitkering. Voor de berekening hiervan wordt gebruik gemaakt van het projectierendement, dit is niet meer of minder dan een inschatting van het toekomstige rendement. Na pensionering wordt het gereserveerde vermogen in de tijd omgezet in een uitkering, ondertussen wordt met het resterende potje doorbelegd.

Omdat de kans groot is dat het projectierendement en het gerealiseerde rendement uiteindelijk van elkaar zullen verschillen,



is automatisch de hoogte van de pensioenuitkering onzeker. Het projectierendement gaat dus een hele belangrijke rol spelen voor de hoogte en zekerheid van de uiteindelijke pensioenuitkering.

**Projectierendement in de praktijk**

De nieuwe projectiemethode verschilt fundamenteel van de oude methodiek, waar verdisconteren van toekomstige verplichtingen tegen een zekere rentevoet centraal staat. Fluctuaties in de rentestand of het vastpinnen van de rekenrente op een bepaald niveau leidt in het oude stelsel tot waardeoverdrachten tussen generaties. Wordt de rekenrente hooggehouden dan winnen ouderen, terwijl een behoudende stellingname jongeren bevoordeelt.

Hopelijk kunnen we dergelijke discussies in de toekomst eindelijk achter ons laten. Het poolen van beleggingen per generatie en de solidariteitsreserve is wat dit betreft een duidelijke stap in de goede richting. Maar tegelijkertijd moet het projectierendement geen nieuwe splijtzwam worden. Daarom stelt het pensioenakkoord dat projecties van rendementen van de verschillende beleggingscategorieën moeten bijdragen aan een zo realistisch mogelijke verwachting van de rendementen. Dit gaat volgens een uniforme, objectieve rekenmethodiek en objectieve parameters.

Voor het maken van de rendementsverwachtingen is de Commissie Parameters in het leven geroepen. Het projectierendement wordt bepaald door deze rendementsverwachtingen, de risicovrije rente (ultimate forward rate) of een combinatie hiervan.

Laten wij als voorbeeld uitgaan van een 68-jarige bij een gemiddelde levensverwachting van 80 jaar. Deze persoon heeft naar verwachting nog 12 jaar pensioen voor de boeg. Het persoonlijke beleggingspotje zal voor het grootste deel belegd zijn in vastrentende waarden en de rest in zakelijke waarden, stel in een verhouding 70:30. Er kunnen zich verschillende situaties voordoen. Laten wij aannemen dat er gestreefd wordt naar een constant pensioen. Als het projectierendement gelijk is aan het rendement van de mix van 70% vastrentende en 30% zakelijke waarden, dan is dit relatief eenvoudig. Als bijvoorbeeld het rendement op zakelijke waarden hoger ligt, zal de uitkering meestijgen. Maar als het rendement tegenzit, zal gekort moeten worden.

**Nieuwe beleggingsbeginselen**

Het akkoord onderschrijft de verschillende functies van het projectierendement en daarmee de samenhangende zekerheid in scenariotests. Er zijn verschillen in toepassing en dus ook in de beleggingsbeslissingen, ondanks dezelfde uitgangspunten. Dit maakt

Funda-  
menteel  
verschil

**Voorbeeld mogelijke pensioenuitkering**

Pensioenuitkering bij gerealiseerde rendementen lager (1%) of hoger (3%) dan projectierendement (2%)

Projectie	Vastrentend (70%)	Zakelijk (30%)	Korten (-) of verhogen (+)
2%	1%	1%	--
2%	1%	3%	-
2%	2%	2%	=
2%	2%	3%	+
2%	3%	2%	++

Bron: AXA IM. Puur ter illustratie van de methodiek. Het hier voorgestelde projectierendement is niet een doorrekening van AXA IM's huidige marktverwachtingen.

het nog urgenter om aandacht te besteden aan hoe de beleggingsportefeuille is opgebouwd, met het oog op de zekerheid waarmee het projectierendement gerealiseerd kan worden. Naast de verwachte rendementen, doet de Commissie Parameters ook uitspraak over standaarddeviaties en scenario's.

Dit zal een belangrijke rol gaan spelen in de besluitvorming. Het vaststellen van de verwachte rendementen en het beoordelen van de langetermijnrendementen en de rendementen die door de Commissie Parameters aangenomen zijn. Dit is op zich een heel solide proces, maar alles valt of staat met de kwaliteit van de input en de mate van comfort die je hebt bij het aannemen van deze rendementen. De langetermijnrendementsverwachtingen van AXA Investment Managers wijken bijvoorbeeld beduidend af van die van de commissie.

De nadruk op renteafdekking joeg pensioenfondsen in de oude situatie voor het vastrentende deel massaal in niet-renderende swaps en staatsobligaties. Aan de andere kant werd de ruimte voor zakelijke waarden grotendeels opgevuld met aandelen. Het gevolg was een zogenaamde 'barbell', ofwel een verdeling als een hefgewicht met twee zwaartepunten op beide uiteinden van de risicocurve. Aan een kant de 'risicoarme' staatsobligaties en aan de andere aandelen, met weinig ertussenin. In het nieuwe pensioenakkoord zal daarentegen een veel grotere rol zijn weggelegd voor categorieën als bedrijfsobligaties en hypotheke.

### Focus op stabiele cashflows

De uitdaging voor pensioenbeleggers zal zijn om zo veel mogelijk zekerheid in te bouwen. Om zo minder gevoelig te worden voor afwijkingen van het projectierendement en zo zekerder pensioenen te bieden. De prudente belegger zal kortom aansturen op een beleggingsbeleid dat in de eerste plaats cashflows genereert die met een zo hoog mogelijke zekerheid matchen met de uitstroom aan pensioenuitkeringen. Hier gaat het spectrum aan instrumenten een doorslaggevende rol spelen. Instrumenten waarvan je weet wat het risico is, wat de coupon is en wanneer wordt uitbetaald.

De argumenten om in staatsobligaties te beleggen nemen verder af. Alleen een cashflow aan het eind van de looptijd, die nog eens kleiner of vergelijkbaar is met wat voor de obligatie betaald is zonder compensatie voor inflatie, is een karig perspectief. Deze kunnen worden ingewisseld voor hypotheke en bedrijfsobligaties, die een vergelijkbare rating hebben. Zo kan het rendement op de vastrentende waardenportefeuille worden beschermd en tegelijkertijd het renterisico gemanaged.

De portefeuille met zakelijke waarden gaat ook op de schop. De focus wordt niet langer maximaal op aandelen gelegd. Er worden ook vastrentende waarden gebruikt vanwege hun kerneigenschappen: coupon- en aflossingsbetalingen. Een groter gedeelte van de zakelijke waarden wordt belegd met een 'Total Return Fixed Income'. Hierbij moet er rendement komen uit Emerging Market Debt, High Yield Credit en eventueel gestructureerde leningen. Dan kan dit gedeelte van de portefeuille meer ingezet worden als een cash rendement generator. Hiermee wordt een grote mate van zekerheid ingebouwd rondom het projectierendement. De heilige graal voor de toekomstbestendige pensioenbelegger is het samenstellen van een portefeuille met stabiele cashflows. Het gerealiseerde rendement moet zo goed mogelijk matchen met het projectierendement. Dan is de kans op korten zo laag mogelijk.

### Conclusie

De deelnemersbestanden vergrijzen en er komen meer en meer fondsen in de uitkeringsfase. Een moment waarop ze meer pensioen moeten uitkeren dan ze aan premie ontvangen. Alles wijst één richting uit: bouw een zekere soliditeit en voorspelbaarheid in door steeds meer met instrumenten te werken die een solide cashflow genereren. Het is belangrijk dat je weet dat die op de lange termijn uiteindelijk doen wat ze moeten doen. Namelijk dat er cash uitkomt in een van te voren bepaalde omvang en waarbij je goed zicht hebt op het risico dat je loopt. Zo vergroot je de zekerheid die je als pensioenfonds wilt hebben. Dat je dat projectierendement gaat halen en de deelnemers niet onaangenaam hoeft te verrassen. ←

Projectie-  
rendement  
halen