



## Het projectierendement en (alsnog!) de risicovrije rente

Artikel uit [Pensioen Bestuur & Management, 4/2021](#)

**Voor velen is een belangrijk, zo niet het belangrijkste positieve punt van de overgang naar het nieuwe stelsel dat daarmee een einde komt aan de risicovrije rente als waarderingsmaatstaf. En ook een einde aan de discussies over de zin en onzin daarvan. In plaats daarvan komt in het nieuwe stelsel het projectierendement. Maar zijn we daarmee inderdaad verlost van de risicovrije rente? Zal het gesprek over de juiste rekenrente of rendementsveronderstelling inderdaad verstommen?**

Het antwoord op de tweede vraag is ongetwijfeld nee – en op de eerste vraag hopelijk ook. De risicovrije rente blijft van belang en juist omdat het fundament ervoor in het toezichtskader grotendeels wegvalt is het des te belangrijker de aandacht erop te blijven vestigen.

### Uniforme scenarioset

Aan het projectierendement worden in de consultatiestukken van december vijf functies toegeschreven:

1. Bepaling van de fiscale begrenzing van de premie.
2. Communicatie op basis van de uniforme rekenmethodieken.
3. Vaststelling en toetsing van de risicohouding.
4. Toetsing van de balans tussen premie en ambitie.
5. Vaststelling van het uitkeringsniveau.

Bij de eerste vier is, zoals ook vastgesteld in de consultatiereactie van het Actuarieel Genootschap, eigenlijk geen sprake van een projectierendement maar van een scenarioset waarbij de onzekerheid over toekomstige uitkomsten een belangrijke rol speelt. Beter is het om in die vier functies niet te spreken van een projectierendement maar van de uniforme scenarioset. In de vijfde functie, die bij de vaststelling van de disconteringsvoet voor de uitkeringsfase, gaat het wel daadwerkelijk om een verondersteld toekomstig rendement.

De hoogte van het projectierendement is direct bepalend voor de hoogte van het initiële uitkeringsniveau. Hoe hoger het projectierendement, hoe hoger de uitkering. Een hoger projectierendement betekent immers dat er meer toekomstig rendement wordt verwacht en dat maakt het mogelijk initieel meer uit te keren. Ter indicatie: een projectierendement van 1% hoger betekent een startuitkering van circa 13% hoger. Daar staat natuurlijk tegenover dat een hogere startuitkering betekent dat de kans op toekomstige verhogingen kleiner wordt, en die op verlagingen groter.

### Projectierendement en vaste daling

Die afweging – het verhogen van de initiële uitkering enerzijds versus het streven naar verhogingen van de uitkeringen en beperking van de kans op verlagingen anderzijds – geldt op soortgelijke wijze in zowel het nieuwe pensioencontract (NPC) als de Wet verbeterde premieregeling (Wvp). Toch is de vormgeving verschillend. In het NPC wordt gewerkt met een projectierendement, maar in de Wvp met een ingerekende aanpassing van het uitkeringsniveau. Contantmaking van toekomstige uitkeringen is in de Wvp verplicht op basis van een risicovrije rente. Verhoging van de startuitkering kan worden gerealiseerd door in het uitkeringspatroon uit te gaan van een vaste daling.

Bijvoorbeeld: bij een kapitaal op de pensioenleeftijd van 100.000 euro kan op de pensioenleeftijd een gelijkblijvende uitkering worden aangekocht van circa 4.000 euro per jaar. Met een vaste daling van 1% kan een uitkering worden ingekocht die begint op circa 4.500 euro. Die uitkering wordt jaarlijks met een procent verlaagd (de ingerekende vaste daling), maar ook verhoogd met het overrendement (het verschil tussen het rendement en de risicovrije rente) dat in het jaar wordt gerealiseerd. Als het verwachte overrendement (na eventuele spreiding ervan) gelijk is aan de ingerekende vaste daling dan blijft de uitkering naar verwachting stabiel.

Daarmee hebben het projectierendement in het NPC en de vaste daling in de Wvp een vergelijkbare werking, maar toch zijn er (ook buiten de rekentechniek) verschillen. Die zijn het gevolg van de verschillende definities van het overrendement in de uitkeringsfase van Wvp en NPC. Te onderscheiden van het overrendement uit de collectieve beleggingsportefeuille, dat tezamen met het beschermingsrendement de toevoeging aan de kapitalen per cohort bepaalt. In het NPC wordt het overrendement bepaald ten opzichte van het projectierendement en in de Wvp ten opzichte van de risicovrije rente. In de Wvp is dus eerder sprake van een positief overrendement, en in het NPC is juist vaker sprake van een negatief overrendement. Als in de uitkeringsperiode gebruik wordt gemaakt van spreiding (momenteel volgens gegevens van de AFM<sup>1</sup> gemiddeld drie jaar, maar uiteenlopend van 1 jaar tot het wettelijke maximum van 10 jaar) dan zijn het de overrendementen die worden gespreid. Is dus, in het eerdere voorbeeld, het overrendement ten opzichte van de risicovrije rente 0,8% en de spreidingsperiode is vier jaar, dan wordt in de Wvp de vaste daling van 1% gecombineerd met een verhoging van 0,2%. In het NPC is dan sprake van een negatief overrendement van 0,2% (immers niet ten opzichte van de risicovrije rente, maar ten opzichte van het projectierendement dat daar 1% boven ligt), eveneens te spreiden over vier jaar, zodat de gelijkblijvende uitkering verlaagd wordt met 0,05%.

Het gevolg van de spreidingsperiode in Wvp is dat, hoewel de vaste daling gelijk is aan het verwachte overrendement, de uitkering in eerste instantie naar verwachting daalt. DNB heeft in 2016 een handreiking<sup>2</sup> gepubliceerd waarin aangegeven wordt hoe die verwachte daling te voorkomen is door de vaste daling looptijdafhankelijk te maken.

In het uitkeringspatroon kan uitgegaan worden van een vaste (eventueel looptijdsafhankelijke) daling, maar ook kan er – als dat aansluit bij de preferenties van de deelnemers – rekening worden gehouden met een streven naar koopkrachtbestendigheid. Dat kan door niet het volledig verwachte rendement – dat overigens sowieso begrensd wordt op basis van de maximale parameters in het Besluit FTK – om te zetten in een vaste daling, of door zelfs een vaste verhoging in aanmerking te nemen in het uitkeringspatroon.

### Eenvormigheid

Het is de vraag of het genoemde verschil in benadering tussen NPC en Wvp, dat in elk geval de vergelijkbaarheid niet ten goede komt, nodig is. Wat ons betreft is dat niet het geval. Ten tijde van de wetgeving rondom de Wvp heeft de kamer besloten dat discontering in de collectieve en de individuele uitkeringsvariant consistent zou moeten zijn. En dat ter voorkoming van herverdelingseffecten in de collectieve variant<sup>3</sup> daarom de risicovrije rente de voorkeur verdiende. Evenzeer lijkt het ons wenselijk dat diezelfde consistentie ook wordt betracht in de uitkeringsfase van het NPC.

Ook in het NPC verdient het om die reden de voorkeur uit te gaan van de risicovrije rente. Daarmee wordt ook de kans dat tekorten te ver naar de toekomst worden geschoven beperkt. Bovendien verruimt dat tegelijkertijd de mogelijkheden om ook in NPC de mogelijkheid van een collectieve uitkeringsfase aan te bieden. Het NPC heet zich van de Wvp te onderscheiden doordat het meer recht doet aan de beginselen van collectiviteit en solidariteit, en een collectieve uitkeringsfase (zoals juist wel toegestaan én in de praktijk toegepast in de Wvp) hoort daar onderdeel van uit te kunnen maken.

Voor meer informatie kunt u contact opnemen met [Wichert Hoekert](#).

<sup>1</sup>[Onderzoeksrapport variabele uitkeringen, AFM, 13 april 2021.](#)

<sup>2</sup>[Factsheet: Het toepassen van een periodieke vaste daling bij een variabele uitkering, DNB, 6 oktober 2016.](#)

<sup>3</sup>[Projectierentes in verbeterde premieregeling, Netspar, mei 2016.](#)