

Rendementstoedeling is een bestuurlijke belangenafweging

Juli 2026

Waarom beschermingsrendement, overrendement en rentegevoeligheid onder de WTP niet alleen technische verdeelregels zijn, maar kernvragen van governance

Robert Picaulx

Externe Docent Finance, Universiteit van Amsterdam

Voormalig Director Strategy Development, NN Investment Partners

Gespecialiseerd in pensioen governance en lange-termijn kapitaal investeringen

Onder de Wet toekomst pensioenen wordt rendementstoedeling de plek waar beleggingsbeleid, risicohouding, rentegevoeligheid en evenwichtige belangenafweging samenkomen. Juist daarom moet een pensioenfondsbestuur niet alleen begrijpen hoe beschermingsrendement en overrendement technisch worden toegedeeld, maar ook kunnen uitleggen waarom die toedeling voor verschillende cohorten verdedigbaar is.

Inleiding

In de eerdere artikelen van deze serie stond centraal dat goed pensioenbestuur onder de Wet toekomst pensioenen vraagt om expliciete besluitvorming onder onzekerheid.

Robuuste besluitvorming ontstaat niet doordat onzekerheid verdwijnt, maar doordat aannames, scenario's, belangen en risico's zichtbaar worden gemaakt. Uitvoerbaarheid is daarbij geen operationeel sluitstuk, maar onderdeel van governance zelf. Monitoring vormt vervolgens de voortzetting van besluitvorming, omdat aannames en uitkomsten onder veranderende omstandigheden voortdurend opnieuw moeten worden getoetst. Scenario-denken vormt het kader waarbinnen onzekerheid bestuurlijk bespreekbaar wordt. Daarna is de vermogensbeheerketen neergezet als een bestuursvraagstuk, omdat fiduciair beheer, administratie, bewaarneming, monitoring en rapportage samen bepalen of het bestuur werkelijk regie houdt over risico, rendement, kosten en deelnemersuitkomsten. Vervolgens is uitgewerkt dat uitlegbaarheid na de WTP geen communicatief sluitstuk is, maar een kernonderdeel van governance.

De logische vervolgvraag is nu: waar wordt deze governance het meest tastbaar?

Een belangrijk antwoord ligt in de rendementstoedeling.

Onder het nieuwe pensioencontract worden uitkomsten persoonlijker, dynamischer en cohortgevoeliger. Rendementen, renteontwikkelingen en risico's werken directer door in persoonlijke pensioenvermogens en verwachte pensioenuitkomsten. Daarmee wordt de verdeling van rendement en risico over deelnemersgroepen niet alleen een technisch vraagstuk voor actuarissen, risicomangers of fiduciair beheerders. Het wordt een bestuurlijke kernvraag.

Beschermingsrendement en overrendement zijn daarbij geen neutrale woorden. Zij verwijzen naar keuzes over bescherming, risico, leeftijdscohorten, rentegevoeligheid, beleggingsbeleid en solidariteit. De manier waarop

deze rendementen worden toegedeeld, bepaalt mede welke groepen beschermd worden, welke groepen meer risico dragen en hoe marktomstandigheden doorwerken in pensioenuitkomsten.

Daarmee verschuift de governancevraag.

Niet alleen:

kloppen de toedelingsregels technisch?

Maar vooral:

kan het bestuur uitleggen waarom deze toedeling past bij de risicohouding, de fondsdoelstelling en de belangen van verschillende deelnemersgroepen?

Onder de WTP wordt rendementstoedeling daarmee geen technische restpost.

Rendementstoedeling wordt een bestuurlijke belangenafweging.

Bestuurlijke kern

De bestuurlijke kern van rendementstoedeling ligt in het zichtbaar maken van de keuzes achter de verdeling van risico en rendement.

In het nieuwe stelsel wordt pensioenopbouw sterker verbonden met persoonlijke pensioenvermogens. Tegelijk blijft er binnen de solidaire premieregeling sprake van collectieve elementen, risicodeling en toedelingsregels. Het fonds moet bepalen hoe financiële resultaten worden verdeeld over deelnemersgroepen, hoe renterisico wordt verwerkt en hoe het resterende beleggingsrendement wordt toegedeeld.

Daarbij speelt het onderscheid tussen beschermingsrendement en overrendement een centrale rol.

Beschermingsrendement heeft betrekking op de mate waarin deelnemers worden beschermd tegen bepaalde financiële risico's, met name renterisico. Overrendement heeft betrekking op het rendement dat resteert nadat beschermingsrendement is toegedeeld. Dat resterende rendement wordt vervolgens verdeeld over deelnemersgroepen volgens vooraf vastgestelde toedelingsregels.

Technisch kan dit worden beschreven in modellen, formules en beleidsdocumenten. Maar bestuurlijk gaat het om meer.

De keuze voor toedelingsregels impliceert een oordeel over:

- welke cohorten welke risico's kunnen dragen;
- welke mate van rentegevoeligheid acceptabel is;
- hoe beleggingsrisico over leeftijden wordt verdeeld;
- welke bescherming gepensioneerden of oudere deelnemers nodig hebben;
- hoeveel risico jongere deelnemers dragen in ruil voor verwacht rendement;
- hoe slapers worden geraakt;
- en wanneer verschillen tussen groepen nog evenwichtig zijn.

Juist daarom mag rendementstoedeling niet verdwijnen in technische bijlagen.

Een pensioenfondsbestuur hoeft niet ieder detail van de berekening zelf uit te voeren. Maar het moet wel kunnen begrijpen en uitleggen welke bestuurlijke keuzes in de toedelingssystematiek besloten liggen. Anders ontstaat het risico dat een technisch correcte toedeling bestuurlijk onvoldoende uitlegbaar is.

De centrale governancevraag wordt daarom:

kan het bestuur de verbinding uitleggen tussen risicohouding, beleggingsbeleid, rentegevoeligheid, toedelingsregels en deelnemersuitkomsten?

Als die verbinding ontbreekt, ontstaat kwetsbaarheid. Dan kan het fonds wel laten zien hoe rendement is toegedeeld, maar niet overtuigend uitleggen waarom deze verdeling redelijk is voor verschillende groepen deelnemers.

Onder de WTP is dat onvoldoende.

Positie van slapers

Voor slapers is rendementstoedeling bijzonder relevant.

Slapers bouwen niet langer actief pensioen op bij het fonds, maar blijven wel volledig afhankelijk van de manier waarop hun opgebouwde pensioenvermogen wordt beheerd en toegedeeld. Zij dragen de uitkomsten van het fonds, terwijl zij vaak minder zichtbaar zijn in de bestuurlijke en arbeidsvoorwaardelijke dynamiek.

Juist bij rendementstoedeling kan die minder zichtbare positie materieel worden.

Slapers worden geraakt door:

- de gekozen lifecycle-inrichting;
- de mate van rentegevoeligheid binnen hun leeftijdscohort;
- de verdeling van beschermingsrendement;
- de toedeling van overrendement;
- de kostenstructuur;
- de solidariteitsreserve;
- en de wijze waarop koopkracht wordt gemonitord.

Voor een slaper is het niet voldoende om te weten dat rendement volgens de regels is toegedeeld. De relevante vraag is of de uitkomst past bij zijn positie: iemand die niet langer premie inlegt, geen directe arbeidsvoorwaardelijke stem heeft, maar wel afhankelijk blijft van het fonds voor de ontwikkeling van zijn toekomstige pensioen.

Daarmee wordt rendementstoedeling voor slapers een vraagstuk van vertegenwoordiging.

Het bestuur moet kunnen uitleggen hoe slapers in de toedelingssystematiek zijn meegenomen. Niet alleen formeel, maar ook inhoudelijk. Hoe werkt renteontwikkeling door in hun pensioenverwachting? Welke risico's dragen zij nog? Welke bescherming ontvangen zij? Hoe ontwikkelt hun koopkracht onder verschillende scenario's? En waarom zijn eventuele verschillen met actieve deelnemers of gepensioneerden evenwichtig?

Onder het oude stelsel konden slapers relatief makkelijk verdwijnen achter collectieve maatstaven zoals de dekkingsgraad, het indexatiebeleid of het algemene herstelpad. Onder de WTP wordt dat moeilijker. Persoonlijkere uitkomsten maken zichtbaar hoe verschillende groepen geraakt worden.

Dat is bestuurlijk goed, maar ook kwetsbaar.

Want zichtbaarheid zonder uitleg kan leiden tot wantrouwen. Wanneer slapers zien dat hun pensioenverwachting verandert, maar niet begrijpen waarom hun cohort anders wordt geraakt dan andere groepen, ontstaat het risico dat een technisch correcte uitkomst als bestuurlijk onrechtvaardig wordt ervaren.

Daarom moet de positie van slapers expliciet worden meegenomen in de governance van rendementstoedeling.

Rol van werkgevers

Ook werkgevers hebben belang bij de manier waarop rendement en risico worden toegedeeld.

Pensioen is onderdeel van het arbeidsvoorwaardenpakket. Werkgevers hebben belang bij een regeling die betaalbaar, uitvoerbaar, stabiel en uitlegbaar blijft. Onder de WTP wordt de relatie tussen premie, rendement, risico en pensioenuitkomst zichtbaarder. Dat betekent dat de toedeling van rendement en risico niet alleen een fondsinterne technische kwestie is, maar ook raakt aan de geloofwaardigheid van pensioen als arbeidsvoorwaarde.

Werkgevers worden op meerdere manieren geraakt.

Ten eerste via de uitlegbaarheid richting werknemers. Wanneer werknemers zien dat hun pensioenverwachting beweegt door rente, markten of toedelingsregels, ontstaat behoefte aan duiding. Werkgevers hoeven de techniek niet over te nemen, maar zij hebben er wel belang bij dat de regeling als geheel begrijpelijk en verdedigbaar blijft.

Ten tweede via het arbeidsvoorwaardelijke kader. Premiehoogte, compensatie, contractkeuze en risicohouding hangen samen met de vraag welke pensioenuitkomsten redelijkerwijs verwacht mogen worden. Wanneer rendementstoedeling tot onverwachte verschillen tussen groepen leidt, kan dat de arbeidsvoorwaardelijke acceptatie van de regeling onder druk zetten.

Ten derde via vertrouwen. Pensioen is een langetermijnbelofte binnen de arbeidsrelatie. Wanneer deelnemers het gevoel krijgen dat risico's of rendementen niet navolgbaar worden verdeeld, raakt dat niet alleen het pensioenfonds, maar ook de bredere waardering van pensioen als arbeidsvoorwaarde.

Daarmee hebben werkgevers belang bij een pensioenfonds dat niet alleen technisch juiste toedelingsregels hanteert, maar ook een bestuurlijk uitlegbare verdeling van rendement en risico kan presenteren.

De governancevraag voor werkgevers is daarom:

biedt de gekozen toedeling voldoende balans tussen rendementsperspectief, risicobeheersing, kosten, uitvoerbaarheid en uitlegbaarheid richting werknemers?

Ook hier bestaat geen eenvoudige voorkeursoplossing. Meer bescherming kan stabiliteit bieden, maar ook rendementsperspectief beperken. Meer risicodragend overrendement kan op lange termijn aantrekkelijk zijn, maar leidt tot meer beweeglijkheid. Meer maatwerk per cohort kan beter aansluiten op risicohouding, maar vergroot complexiteit en communicatieopgave.

Juist daarom moet de keuze bestuurlijk expliciet zijn.

Implicatie voor beleggingsbeleid

Rendementstoedeling kan niet los worden gezien van beleggingsbeleid.

Strategische asset allocatie bepaalt welke rendementen en risico's überhaupt ontstaan. Renteafdekking bepaalt hoe gevoelig het fonds is voor renteontwikkelingen. Lifecycle-inrichting bepaalt hoe risico's over leeftijden worden afgebouwd of toegedeeld. Illiquide beleggingen beïnvloeden rendementsperspectief, waardering, kosten en liquiditeit. De solidariteitsreserve kan schokken dempen of risico's herverdelen.

Onder de WTP komen deze elementen samen in de vraag hoe beleggingsresultaten doorwerken naar deelnemersuitkomsten.

Daarom is asset allocatie geen technisch optimalisatievraagstuk meer dat losstaat van governance. Zij vormt de praktische basis voor de toedeling van rendement, risico en koopkracht over cohorten.

Voor bestuur en BAC betekent dit dat het beleggingsgesprek breder moet worden gevoerd.

Niet alleen:

- welk verwacht rendement hoort bij de portefeuille?
- hoe presteren managers ten opzichte van benchmarks?
- welke kosten zijn zichtbaar?
- welke mate van renteafdekking is efficiënt?
- welke illiquiditeitspremie wordt verwacht?

Maar ook:

- welke cohorten profiteren van het verwachte overrendement?
- welke cohorten worden beschermd tegen rentegevoeligheid?
- hoe werken renteschokken door in persoonlijke pensioenvermogens?
- hoe robuust is de toedeling onder verschillende inflatie- en marktscenario's?
- welke groepen ervaren neerwaarts risico?
- hoe wordt koopkracht per cohort gemonitord?
- en wanneer wordt een afwijking bestuurlijk relevant?

Dit vraagt om een andere rol van de BAC.

De BAC moet niet alleen kijken naar performance, kosten en risico in beleggingskundige zin. Zij moet ook helpen toetsen of het beleggingsbeleid uitlegbaar blijft in termen van deelnemersuitkomsten. Zeker wanneer beschermingsrendement, overrendement en rentegevoeligheid verschillend doorwerken per cohort, moet de BAC in staat zijn de verbinding te leggen tussen portefeuillebeleid en evenwichtige belangenafweging.

Dat is geen communicatievraag achteraf. Het is een governancevraag aan de voorkant.

Een beleggingskeuze die niet uitlegbaar kan worden verbonden aan risicohouding en deelnemersuitkomsten, wordt onder de WTP kwetsbaar. Niet omdat zij per definitie onjuist is, maar omdat zij bestuurlijk onvoldoende navolgbaar kan worden.

Daarom moet de governance van rendementstoedeling ingebed zijn in het reguliere beleggingsproces.

Naar expliciete toedelingsgovernance

Het nieuwe pensioenstelsel vraagt om expliciete toedelingsgovernance.

Dat betekent dat pensioenfondsbesturen vooraf duidelijk maken welke bestuurlijke logica achter de toedeling van rendement en risico ligt. Niet alleen in technische documenten, maar ook in de manier waarop bestuur, BAC, risicomanagement, uitvoerder en communicatie samenwerken.

Toedelingsgovernance vraagt om een aantal expliciete vragen.

Ten eerste: sluit de toedeling aan bij de risicohouding per cohort?

De risicohouding mag geen abstract beleidsdocument zijn. Zij moet zichtbaar terugkomen in de feitelijke verdeling van beschermingsrendement en overrendement. Als jongere cohorten meer risico dragen, moet duidelijk zijn waarom dat past bij hun horizon en risicodraagvlak. Als oudere cohorten meer bescherming ontvangen, moet duidelijk zijn welke stabiliteit daarmee wordt beoogd.

Ten tweede: is de rentegevoeligheid uitlegbaar?

Renteontwikkeling kan grote invloed hebben op pensioenuitkomsten. De manier waarop renterisico wordt beschermd of juist gedragen, moet daarom bestuurlijk begrijpelijk zijn. Deelnemers hoeven de volledige rentetermijnstructuur niet te kunnen doorrekenen, maar het bestuur moet wel kunnen uitleggen waarom renteveranderingen op een bepaalde manier doorwerken in hun pensioen.

Ten derde: wordt koopkracht expliciet gevolgd?

Pensioen gaat voor deelnemers uiteindelijk niet alleen over nominaal vermogen, maar over de vraag wat hun pensioen later waard is. Als rendementstoedeling alleen wordt besproken in termen van financieel rendement, blijft de verbinding met deelnemersbelang te smal. Koopkracht moet daarom onderdeel zijn van monitoring en bestuurlijke evaluatie.

Ten vierde: zijn verschillen tussen cohorten zichtbaar?

Onder de WTP is het onvermijdelijk dat cohorten verschillend geraakt worden. Dat is niet per definitie problematisch. Problematisch wordt het wanneer verschillen onvoldoende zichtbaar, onvoldoende onderbouwd of onvoldoende uitlegbaar zijn. Een bestuur moet daarom niet alleen gemiddelde uitkomsten volgen, maar ook cohortspecifieke effecten.

Ten vijfde: is duidelijk wanneer bijsturing aan de orde is?

Monitoring van rendementstoedeling moet niet alleen constateren wat er is gebeurd. Zij moet ook aangeven wanneer ontwikkelingen bestuurlijk relevant worden. Wanneer wijken uitkomsten af van de oorspronkelijke verwachtingen? Wanneer komt koopkracht onder druk? Wanneer verandert de plausibiliteit van scenario's? Wanneer moet beleid opnieuw worden besproken?

Daarmee verschuift governance van technische compliance naar doorlopende oordeelsvorming.

Een fonds kan de toedelingsregels juridisch en technisch correct hebben ingericht, maar alsnog kwetsbaar zijn wanneer niet duidelijk is hoe bestuur en BAC de uitkomsten blijven beoordelen.

Toedelingsgovernance betekent daarom dat rendementstoedeling onderdeel wordt van een cyclus:

beleid, toedeling, monitoring, duiding, herbeoordeling en verantwoording.

Conclusie

Onder de Wet toekomst pensioenen is rendementstoedeling geen technische restpost.

Beschermingsrendement, overrendement en rentegevoeligheid vormen de plek waar beleggingsbeleid, risicohouding, solidariteit en deelnemersuitkomsten samenkomen. Juist daarom moet de toedeling van rendement en risico bestuurlijk expliciet worden gemaakt.

De kwaliteit van pensioenbestuur wordt steeds sterker bepaald door de mate waarin fondsen:

- toedelingsregels verbinden met risicohouding per cohort;

- rentegevoeligheid uitlegbaar maken;
- overrendement koppelen aan beleggingsbeleid en risicodraagvlak;
- slapers zichtbaar meenemen in de beoordeling;
- werkgevers ondersteunen in de uitlegbaarheid van pensioen als arbeidsvoorwaarde;
- koopkracht per groep monitoren;
- en verschillen tussen cohorten bestuurlijk kunnen verantwoorden.

Goed pensioenbestuur betekent niet dat alle deelnemers dezelfde uitkomst krijgen. Dat is onder een persoonlijker en risicodragender pensioencontract niet de kern. Goed pensioenbestuur betekent dat verschillen tussen deelnemersgroepen expliciet worden gemaakt, onderbouwd worden vanuit risicohouding en fondsbeleid, en uitlegbaar blijven wanneer markten, rente en inflatie veranderen.

Een model kan berekenen hoe rendement wordt toegedeeld.

Maar alleen het bestuur kan uitleggen waarom die toedeling evenwichtig is.

Onder de WTP wordt rendementstoedeling daarom een bestuursvraagstuk.

Robert Picauly

Pensioen governance en lange-termijn kapitaal investeringen

www.pensioengovernancepro.nl

Bronnen en denkkader

- DNB – toedelingsregels in de solidaire premieregeling
- DNB – WTP, inwaarmeldingen en evenwichtige transitie
- AFM – deelnemerscommunicatie en correcte, duidelijke en evenwichtige informatie
- Werken aan ons pensioen – verdeling van beleggingsresultaten en risico's
- CPB – analyses Wet toekomst pensioenen en deelnemersuitkomsten
- Netspar – lifecycle beleggen, risicodeling en pensioencommunicatie
- OECD – pension fund governance and risk management principles
- Eerdere artikelen Pensioen Governance Pro over monitoring, uitlegbaarheid en beleggingsbeleid