



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

# Participatiehypotheken als impuls voor mobiliseren woningkapitaal:

een interessante optie voor  
pensioenfondsen

*Casper van Ewijk, Arjen Gielen, Marike Knoef,  
Mauro Mastrogiacomo en Alfred Slager*

DESIGN PAPER 220

NETSPAR INDUSTRY SERIES

**DESIGN PAPERS** zijn onderdeel van de **refereed Industry Paper Series**, dat wil zeggen beoordeeld en geacordeerd door de Netspar Editorial Board. Ze bediscussieren het ontwerp van (een component van) een pensioensysteem of -product, analyseren de doelstelling en bieden mogelijkheden voor het verbeteren van de doeltreffendheid ervan. Dit type paper is toegankelijk geschreven voor specialisten uit de sector, verantwoordelijk voor het ontwerpen van de besproken component. Design Papers bevatten een sectie waarin de auteurs naar aanleiding van de analyse hun eigen mening geven. Design Papers worden ter bespreking gepresenteerd bij Netspar evenementen, waarbij de panelleden bestaan uit vertegenwoordigers van academici en partners uit de sector, samen met internationale wetenschappers. Netspar Design Papers worden voor publicatie beoordeeld door de Netspar Editorial Board.

### **Colofon**

Netspar Design Paper 220, februari 2023

### **Editorial Board**

Mark-Jan Boes – VU Amsterdam  
Andries de Grip (voorzitter) – Maastricht University  
Arjen Hussem – PGGM  
Agnes Joseph – Achmea  
Bert Kramer – Rijksuniversiteit Groningen & Ortec Finance  
Serge Mans – AEGON  
Raymond Montizaan – Universiteit Maastricht  
Alwin Oerlemans – APG  
Maarten van Rooij – De Nederlandsche Bank  
Mariëtte Sanderse – PMT  
Peter Schotman – Universiteit Maastricht  
Erik Schouten Ministerie van Financiën | Belastingdienst  
Peter Wijn – APG  
Frank Smudde (APG)  
Jeroen Wirschell – PGGM  
Sjoerd Witjes – Nationale Nederlanden  
Marianne Zweers – a.s.r.

### **Ontwerp**

B-more Design

### **Vormgeving**

Bladvulling, Tilburg

### **Redactie**

Jolanda van den Braak, Nijmegen  
Netspar

Design Papers is een uitgave van Netspar. Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

# INHOUD

<i>Samenvatting</i>	5
<i>Summary</i>	6
1. <i>Inleiding</i>	7
2. <i>Omvang en benutting van overwaarde in Nederland</i>	11
3. <i>Participatiehypotheek: nieuw alternatief</i>	23
4. <i>Maatschappelijke meerwaarde van participatiehypotheken</i>	31
5. <i>Nieuwe mogelijkheid voor mobiliseren van woningkapitaal: kans voor pensioenfondsen?</i>	36
6. <i>Tot slot: vervolgstappen voor succesvolle innovatie</i>	39
<i>Literatuur</i>	40

## **Dankwoord**

Met dank aan Dirk Brounen voor zijn belangrijke input in eerdere fasen van het onderzoek en deelnemers aan de ronde tafel in Tilburg, 6 juli 2022 voor hun waardevolle suggesties.

## **Affiliaties**

Casper van Ewijk – emeritus hoogleraar Macro-economie, Universiteit van Amsterdam en onderzoeker Netspar\*

Arjen Gielen – bestuursvoorzitter SVn (Stimuleringsfonds Volkshuisvesting Nederlandse gemeenten)

Marike Knoef – hoogleraar Empirische micro-economie, Universiteit Leiden en Tilburg en directeur Netspar

Mauro Mastrogiacomo\*\* – associate professor, Vrije Universiteit Amsterdam en onderzoeker DNB

Alfred Slager – hoogleraar Pension Fund Management, Tilburg University & TIAS School for Business and Society

\* Momenteel ook als wetenschappelijk adviseur betrokken bij financiële dienstverlener Someday.

\*\* Geschreven op persoonlijke titel.

- De markt voor het mobiliseren van overwaarde in de eigen woning komt in Nederland moeizaam van de grond.
- Dit remt investeringen in de verduurzaming van de woningvoorraad en beperkt de financiële weerbaarheid van huishoudens.
- Innovatie is nodig om de markt in beweging te brengen. Participatiehypotheken kunnen daaraan bijdragen.
- Pensioenfondsen kunnen het voortouw nemen bij deze innovatie en zo ook zorgen voor een betere verdeling van woningmarktrisico's en daarmee het probleem van de lange balansen verminderen.

## **Samenvatting**

Nederlandse huishoudens beschikken over een overwaarde in hun eigen woningen van circa 1.200 miljard euro. Deze overwaarde wordt maar beperkt benut, waardoor onder andere de verduurzaming van woningen wordt geremd. In dit paper onderzoeken wij i) of de introductie van participatiehypotheken een nieuwe impuls kan geven aan de benutting van de overwaarde in de woningen in Nederland en ii) de rol die pensioenfondsen hierbij kunnen spelen. Participatiehypotheken zijn een – voor Nederland – nieuwe hypotheekvorm waarbij het bedrag dat bij aflossing wordt terugbetaald, gekoppeld is aan de marktaande van de woning. Bij dalende huizenprijzen hoeft minder te worden terugbetaald dan wanneer huizenprijzen stijgen. Hierdoor neemt de blootstelling van eigenwoningbezitters aan het prijsrisico op de woningmarkt af en wordt de kans dat de woning ‘onder water’ komt te staan kleiner. Net als bij omkeerhypotheken worden de jaarlijkse lasten (rente en aflossing) doorgeschoven naar het einde van de looptijd (voor of na overlijden); hierdoor krijgen woningeigenaren extra liquiditeit in vergelijking met gewone hypotheken. Via dit nieuwe type hypotheken zouden pensioenfondsen kunnen bijdragen aan de financiële weerbaarheid van huishoudens en het probleem van de lange balansen verzachten door een deel van het woningmarktrisico van huishoudens (en banken) over te nemen.

## Summary

Dutch households have a home equity of approximately 1,200 billion euros. Yet the mobilisation of this surplus value is slow to materialize, which, among other things, inhibits improving the sustainability of homes. In this paper, we investigate whether the introduction of shared equity mortgages may give new impetus to the mobilisation of home equity in the Netherlands and the role that pension funds could play in this regard. Shared equity mortgages are a – for the Netherlands – new form of mortgage in which the value of the loan (upon repayment) moves with the market value of the home. This reduces the housing price risk for homeowners. As with reverse mortgages, the annual charges are rolled over to the end of the term (before or after death) which provides extra liquidity to households thus strengthening their financial resilience. Through these mortgages, pension funds can take on some of the housing market risk from households (and banks) and thus contribute to greater financial stability.

## 1. Inleiding

Veel Nederlanders beschikken over solide vermogens. Naast het aanzienlijke pensioenvermogen van in totaal circa 1.500 miljard euro zit er ook meer dan 1.200 miljard euro<sup>1</sup> aan overwaarde in eigen woningen. Dit biedt een groot potentieel om in te zetten voor bijvoorbeeld belangrijke maatschappelijke opgaven, zoals de verduurzaming en het leeftijdsbestendig maken van woningen. Een belangrijk obstakel hierbij echter is het illiquide karakter van deze twee vermogensvormen; beide vermogens zijn op korte termijn moeilijk aan te spreken. Nederland is rijk in vermogen maar arm in liquiditeit.

Dit raakt ook de financiële weerbaarheid van huishoudens. Volgens een recente financiële stresstest door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en het Centraal Planbureau (CPB) (2020) zijn veel huishoudens niet in staat om op korte termijn een financiële tegenvaller op te vangen. Meer dan 100.000 werkenden zouden al binnen zes maanden in acute problemen raken als hun inkomen uit werk zou wegvallen; een veel grotere groep zou daar lange tijd nadeel in hun financieel welzijn van ondervinden.<sup>2</sup> Ondanks de robuuste vermogens schieten de financiële buffers van veel Nederlandse huishoudens tekort.

Verschillende studies wijzen op het belang van grotere flexibiliteit in de aanwending van het vermogen dat nu vast zit in woningen en pensioenen (Brounen e.a., 2019, Ciurilă e.a. 2022, Been e.a. 2022). Ook het recente beleidsonderzoek van de overheid signaleert het gebrekkige financiële weerstandsvermogen van huishoudens (IBO, 2022). Dit raakt niet alleen de consument, maar werkt ook door in de economie als geheel, die ook kwetsbaarder is naarmate huishoudens over minder liquiditeit beschikken (CPB, 2015).

### **Innovatie voor betere benutting van overwaarde**

Innovatie is nodig om de liquiditeit van huishoudens te verbeteren. Juist nu er een dringende maatschappelijk opgave ligt tot verduurzaming van de woningen. In het kader van de pensioenhervorming is al overeengekomen dat bij pensionering een eenmalig bedrag (lumpsum) mag worden opgenomen ter grootte van 10 procent van het opgebouwde pensioenvermogen. Dit biedt enige ruimte, maar wordt gelijktijdig beperkt door de eis dat het niet mag worden gecombineerd een hoog-laagpensioen,

1 Berekend op basis van CBS Statline, 2022.

2 De geringe liquiditeit in Nederland hangt ook samen met het feit dat belangrijke risico's collectief verzekerd zijn, zoals werkloosheid en arbeidsongeschiktheid.

dat effectief ook de pensioenuitkering naar voren haalt.<sup>3</sup> Van verdere versoepeling van de pensioenregelgeving mag in de nabije toekomst niet teveel worden verwacht. In dit paper richten we ons daarom op de andere grote vermogenscomponent: het mobiliseren van het woningkapitaal.

Op dit moment zijn ook de mogelijkheden om het woningkapitaal in te zetten nog beperkt. Overwaarde in de woning kan worden aangesproken door de woning te verkopen of door extra schuld aan te gaan, bijvoorbeeld door verhoging van de bestaande hypotheek of via een omkeerhypotheek.<sup>4</sup> Hoewel er potentieel ruime interesse bestaat voor het benutten van overwaarde blijft het volume van deze verzilveringsmarkt klein (Dillingh e.a. 2015).

Het benutten van overwaarde is niet alleen mogelijk interessant voor ouderen rond de pensioenleeftijd; ook jongere groepen beschikken vaak al over substantiële overwaarde in hun woning die nu onbenut blijft. Daarnaast is er toenemende aandacht voor de problematiek van starters op de woningmarkt en voor zelfstandigen die voor hun vermogensopbouw vaak zijn aangewezen op de eigen woning. Door de gestegen woningprijzen in de afgelopen jaren is het voor zelfstandigen en starters steeds moeilijker geworden om een woning aan te schaffen en op deze manier vermogen op te bouwen. Ook voor deze groepen kan een flexibelere benadering van het woningkapitaal van betekenis zijn.

### **Optie voor pensioenfondsen: 'derde weg' van flexibel woningbezit**

Innovatie is dus nodig om de markt in beweging te brengen. In dit paper verkennen wij of pensioenfondsen hierbij een stimulerende rol kunnen spelen, en zo ja welke. In de nieuwe Wet toekomst pensioenen (Wtp) is voorzien dat pensioenfondsen een taak krijgen in het begeleiden van hun deelnemers bij hun financiële keuzen. Het tandem 'pensioen-eigen woning' zal daarbij een belangrijke plaats innemen. Pensioenfondsen hebben daarbij als voordeel dat zij als 'vertrouwd partner' voor hun deelnemers kunnen optreden.

Een belangrijke vraag is of pensioenfondsen – naast informeren en begeleiden – ook een stap verder kunnen gaan door de mogelijkheden om het woningkapitaal te mobiliseren actief te bevorderen. Door een aandeel te nemen in het particuliere

3 In omvang komt de lumpsum praktisch overeen met het hoog-laagpensioen. Bovendien valt de lumpsumuitkering onder de (progressieve) inkomstenbelasting, wat deze eenmalige uitkering ook minder aantrekkelijk maakt. Andere plannen voor versoepeling, zoals (onderzoek naar) integratie van pensioen en eigen woning zijn voorlopig in de ijskast gezet.

4 De term 'omkeerhypotheek' gebruiken wij in ruime zin en omvat verschillende varianten van opeet-, overwaarde- en verzilverhypotheek. Kenmerkend voor deze hypotheek is dat rente en aflossing worden doorgeschoven naar het einde van de looptijd.



eigenwoningbezit zou aan consumenten een middenweg of 'derde weg' geboden kunnen worden, namelijk die tussen de huidige binaire keuze van i) het volledig bezitten of ii) het huren van een woning. Dit 'flexibel woningbezit' kan worden vormgegeven via een zogenaamde 'participatiehypotheek' of 'risicodelingshypotheek' (in het Engels: *partnership mortgage*, *shared equity mortgage* of *risk sharing mortgage*). Een dergelijke hypotheek is internationaal meer gebruikelijk, maar ontbreekt in Nederland.

Anders dan bij een gewone hypotheek of een omkeershypotheek – waarbij schuld wordt aangegaan – neemt bij een participatiehypotheek de kredietverstrekker een aandeel in de waarde van de woning. Dit aandeel wordt ingelost bij verkoop van de woning, voor of na overlijden. Hoeveel bij aflossing moet worden terugbetaald, hangt dan af van de waardeontwikkeling van de woning. De kredietverstrekker deelt in de waardestijging en ook in een eventuele waardedaling van de woning en neemt zo een deel van het prijsrisico van de woning over.

Voor pensioenfondsen biedt deze 'derde weg' een mogelijkheid om een direct aandeel te nemen in het eigen vermogen in woningen in de rol van geldverstrekker in de hypotheekmarkt. De Europese Commissie dringt al geruime tijd aan op een grotere rol van institutionele beleggers bij het verschaffen van risicodragend kapitaal (Europese Commissie, 2015, 2022). Door het langetermijnkarakter van hun verplichtingen zijn pensioenfondsen daarvoor beter toegerust dan banken, die nu een groot deel van de hypotheekverstrekking voor hun rekening nemen. Participatiehypotheeken bieden pensioenfondsen ook de mogelijkheid om hun deelnemers te helpen bij het mobiliseren van de overwaarde en kunnen zo ook indirect bijdragen aan de grote maatschappelijke opgaven, zoals het verduurzamen van de woningvoorraad en versterking van het financiële weerstandsvermogen van huishoudens (en de financiële sector).

### **Probleemstelling en opzet van het paper**

De centrale vraag in dit paper luidt:

Kan met de introductie van participatiehypotheeken een nieuwe impuls worden gegeven aan het mobiliseren van woningkapitaal in Nederland en welke rol kunnen pensioenfondsen daarbij spelen?

Participatiehypotheeken zijn in het buitenland meestal gericht op het verzilveren van overwaarde en worden vaak aangeboden als tweede hypotheek naast een bestaande lening. In het Verenigd Koninkrijk kan bijvoorbeeld een (*shared*) *equity loan* worden opgenomen tot een maximum van 20 procent van de waarde van de woning. Ook

onze analyse richt zich primair op het benutten van overwaarde. Het kan echter ook interessant zijn te onderzoeken of een flexibeler woningbezit met participatiehypotheken uitgebreid kan worden naar bijvoorbeeld starters en zelfstandigen. Ook hieraan besteden wij kort aandacht.

Het paper start in paragraaf 2 met een verkenning van de bestaande markt voor het mobiliseren van overwaarde in Nederland aan de hand van nieuwe data van DNB en bespreekt enkele achtergronden van de trage ontwikkeling van deze markt. Paragraaf 3 introduceert het concept van participatiehypotheken en bespreekt de voors en tegens in vergelijking met bestaande financieringsmogelijkheden vanuit het perspectief van de consument. Vervolgens gaan we in paragraaf 4 in op de maatschappelijke betekenis van het mobiliseren van het woningkapitaal en in paragraaf 5 op de rol die pensioenfondsen daarbij via participatiehypotheken kunnen vervullen. Paragraaf 6 sluit af met de stappen die gezet moeten worden voor succesvolle introductie van participatiehypotheken als innovatie gericht op een betere (maatschappelijke) benutting van overwaarde in de eigen woning in Nederland.

## 2. Omvang en benutting van overwaarde in Nederland

Mede door de gestegen huizenprijzen is de overwaarde in eigen woningen in Nederland sterk toegenomen. Op dit moment kan het totaal aan overwaarde worden geschat op 1.200 miljard euro. Vooral gepensioneerden beschikken gemiddeld over veel overwaarde in hun woning; zij hebben vaak hun hypotheek – grotendeels – afgelost. Maar ook onder jongere leeftijdsgroepen is de overwaarde aanzienlijk. Zo hebben eigenwoningbezitters tussen 50 en 60 jaar al gemiddeld een overwaarde opgebouwd van meer dan 300.000 euro. Figuur 1 geeft de overwaarde per woning eigenaar in euro's (staven) en als percentage van de woningwaarde (blokjes) in 2012 en 2022.<sup>5</sup>

In vergelijking met 2012 is het bezit aan overwaarde voor alle leeftijdsgroepen aanzienlijk gegroeid. Zo is de overwaarde voor de leeftijdsgroep 60-69 jaar toegenomen van 210.000 euro in 2012 tot ruim 350.000 euro in 2022. Aan deze ontwikkeling liggen twee factoren ten grondslag. In de eerste plaats hebben huishoudens gemiddeld aanzienlijk profijt gehad van de ontwikkeling van de woningmarkt, met een gemiddelde prijsstijging van 58 procent voor bestaande woningen tussen 2012 en 2021. Daarnaast zijn de eisen voor het verkrijgen van een lening voor met name starters verder aangescherpt. Dit zien we terug in Figuur 2 die de verdeling van de LTV-ratio's (*loan to value*) bij aankoop voor starters in 2012 en 2022 toont. Waar in 2012 circa 65 procent van de starters een LTV had van meer dan 100 procent, is dit in 2022 gedaald tot minder dan 20 procent van de starters. Daar staat een flinke stijging in het aandeel van de starters met een LTV onder 65 procent tegenover.

### 2.1 De verzilveringsmarkt

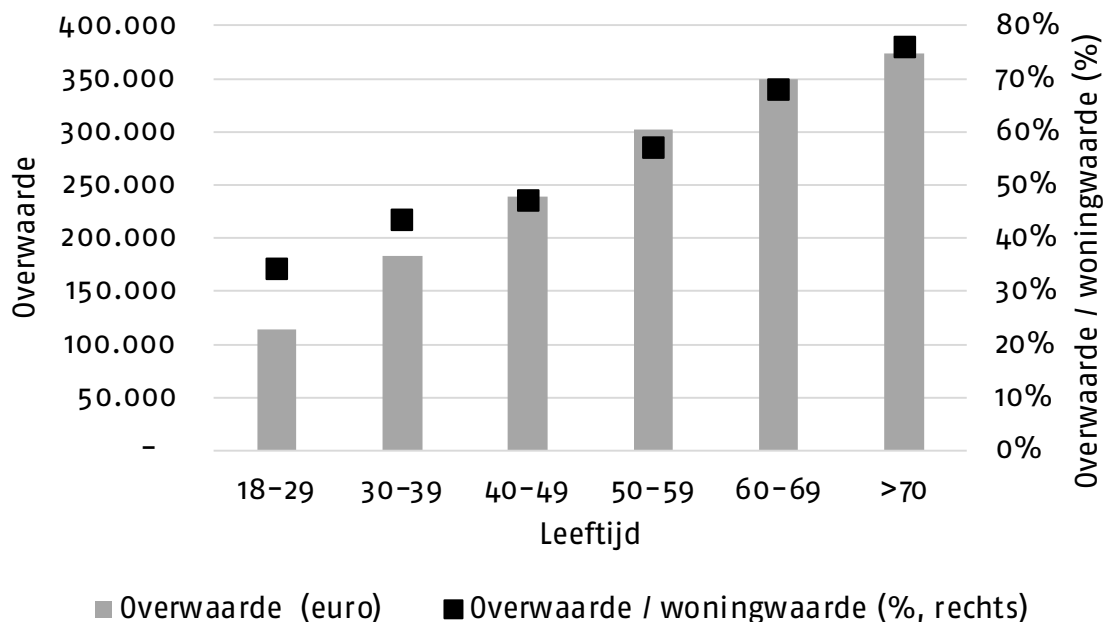
In Nederland zijn er op dit moment – naast verkoop van de woning – drie manieren om overwaarde in de woning aan te spreken:

1. ophogen van de hypotheek of verlaging van de aflossing
2. afsluiten van een omkeerhypotheek, ook wel verzilver- of opeethypotheek genoemd
3. sale-and-lease-back-constructie

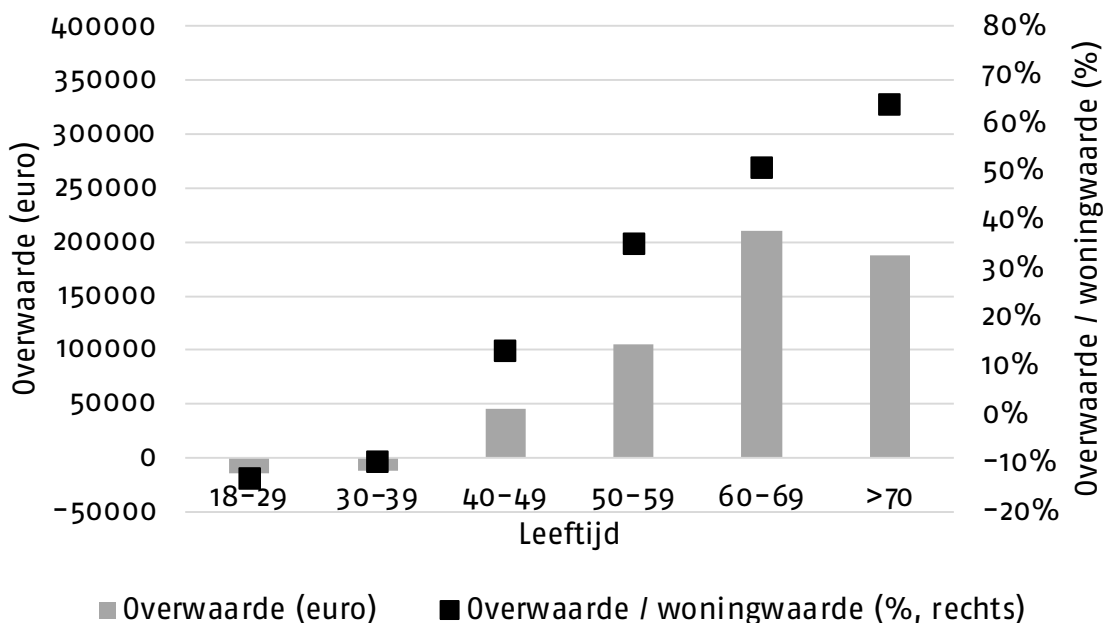
De meest gebruikelijke manier om overwaarde aan te spreken, is door verhoging van de bestaande hypotheek, door minder af te lossen of door het afsluiten van een

5 Hierbij is om datatechnische redenen geen rekening gehouden met eigenwoningbezitters zonder hypotheekschuld; de cijfers geven dus de ondergrens van de overwaarde aan.

**Figuur 1** Overwaarde van woningeigenaren met een hypotheek naar leeftijd, 2022 (fig. 1a) en 2012 (fig.1b); in euro's (staven, linker-as) en als percentage van de woningwaarde (blokjes, rechter-as)



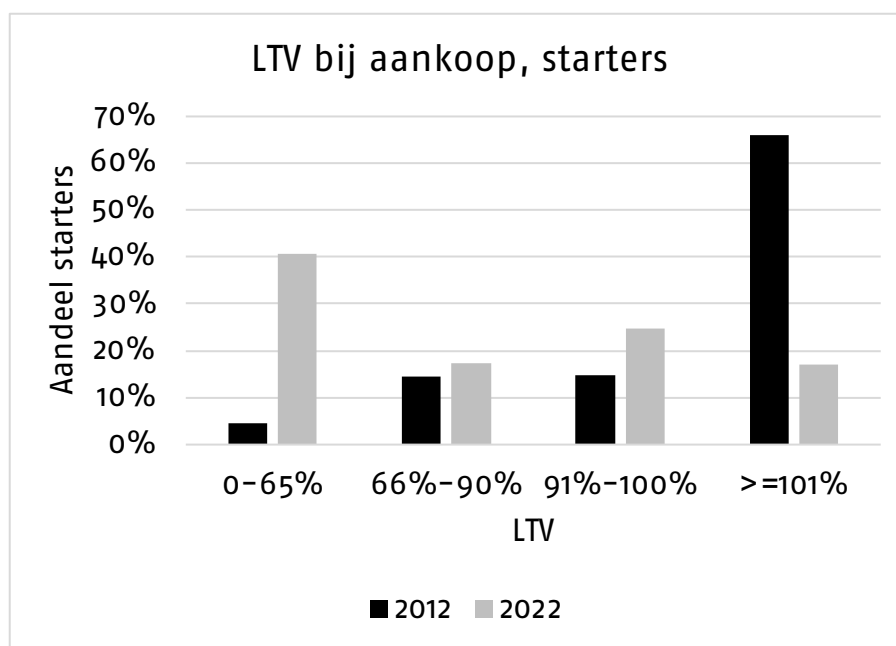
Figuur 1a Cijfers 2022



Figuur 1b Cijfers 2012

Bron: DNB (RRE data 2012K4 en 2022K1), eigen berekeningen.

**Figuur 2** *Loan to value (LTV) bij aankoop voor starters, 2012, 2022, verdeling naar LTV-klassen*



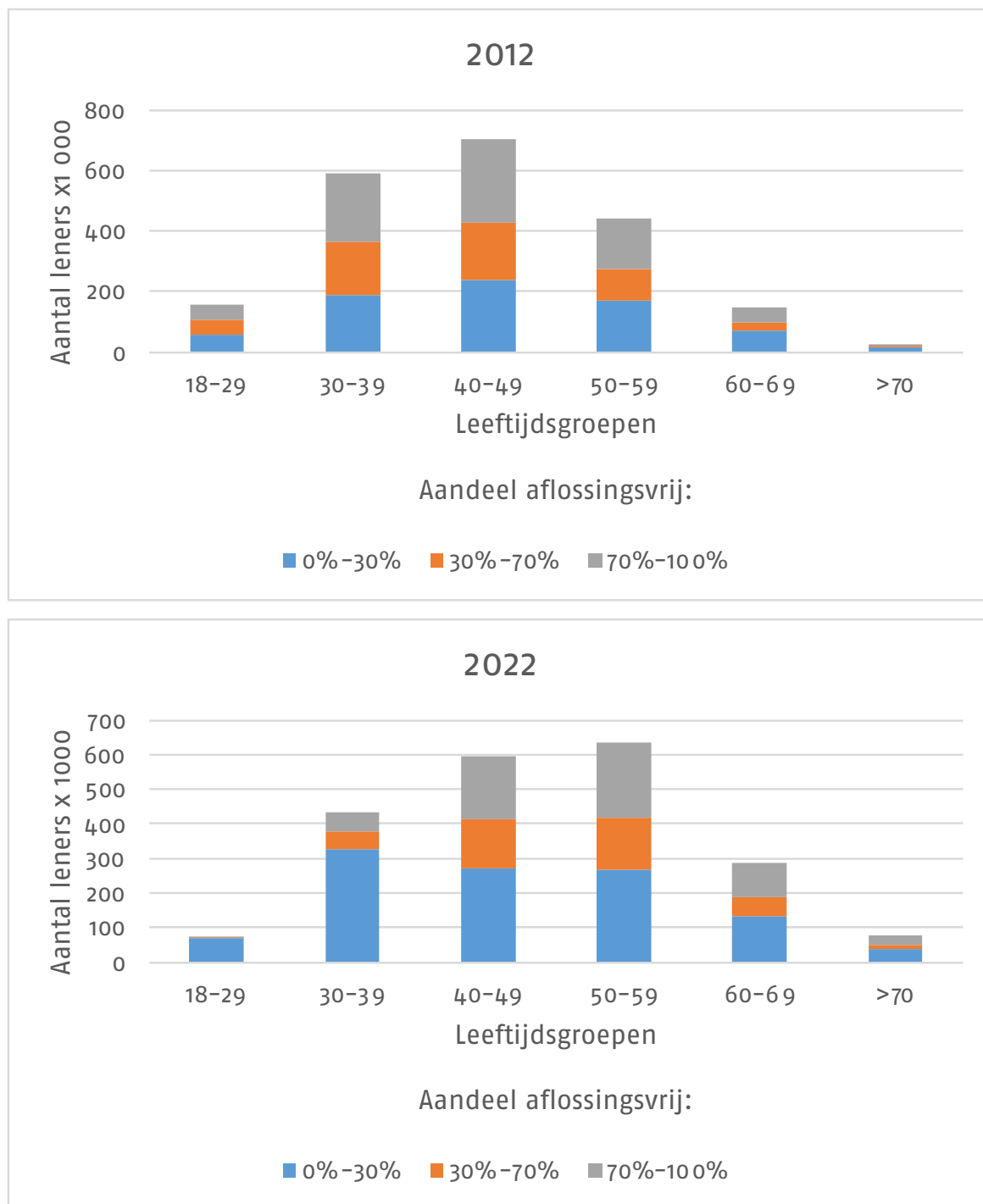
Bron: DNB (RRE data 2012K4 en 2022K1), eigen berekeningen.

nieuwe lening, meestal in de vorm van een aflossingsvrije hypotheek. Een gerichtere oplossing voor het liquide maken van overwaarde is de omkeerhypotheek. Hierbij worden de rente en aflossing doorgeschoven naar het einde van de looptijd, in de regel bij overlijden of verhuizing. Door het ontbreken van jaarlasten biedt deze lening gedurende de looptijd meer financiële ruimte dan een gewone hypotheek. De markt voor omkeerhypotheek is in de praktijk echter beperkt.

Ten slotte zijn er sale-and-lease-back-constructies. Hierbij wordt de woning verkocht aan een vastgoedorganisatie, waarna de bewoner het huis terug huurt. Het eigendom van de woning gaat dus geheel over naar de kredietverschaffer. Deze producten zijn relatief schaars in Nederland; aanbieders staan in de regel niet onder AFM-toezicht en de producten worden door de consumentenbond als relatief duur aangemerkt (Consumentenbond, 2022).

### **Overwaarde beperkt benut**

Cijfers over de omvang van de verzilveringsmarkt in Nederland zijn schaars. Algemeen wordt ervan uitgegaan dat slechts een klein deel van de potentiële ruimte om overwaarde in te zetten, werkelijk wordt gebruikt (Taskforce Verzilveren, 2013, Dillingh e.a., 2015). In de laatste jaren lijkt er wel enige beweging in de markt te zijn, vooral in de vorm van aflossingsvrije hypotheek.

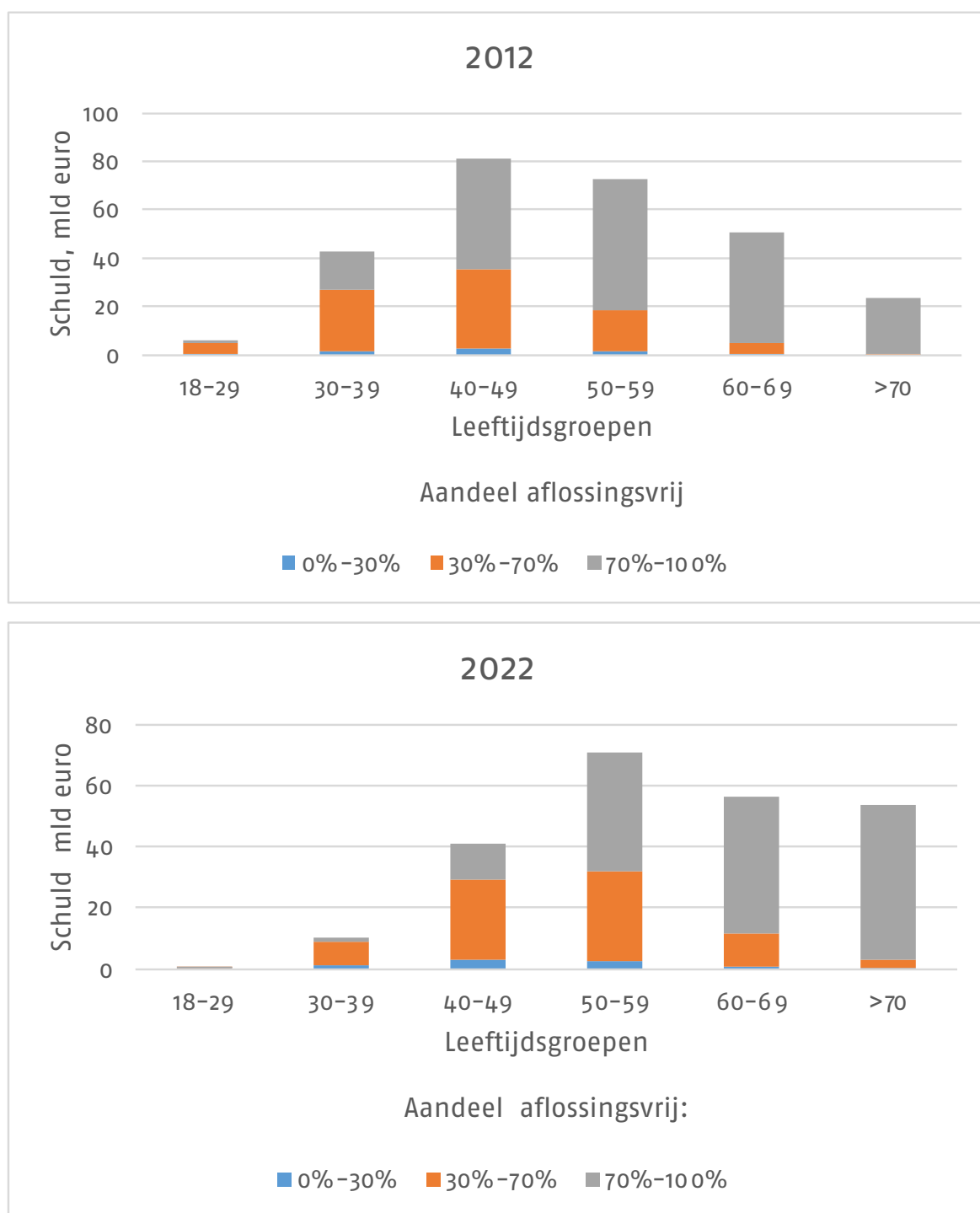
**Figuur 3** Aantal leners naar leeftijd en hypotheektype, 2012, 2022

Bron: DNB (RRE data 2012K4 en 2022K1), eigen berekeningen.

Figuur 3 geeft het aandeel aflossingsvrije hypotheekleningen weer binnen de totale leningen per leeftijdsgroep in jaren 2012 en 2022.<sup>6</sup> De figuur biedt een overzicht van

<sup>6</sup> Sale-and-lease-back-producten vormen maar een klein onderdeel van de markt en blijven

**Figuur 4** Omvang hypothecaire schuld naar leeftijd en hypotheektype (bedragen in euro's), 2012, 2022



Bron: DNB (RRE data 2012K4 en 2022K1), eigen berekeningen.

*Toelichting:* de data voor 2012 hebben betrekking op alle leningen van securitiserende banken en twee grote verzekeraars. In 2022 omvatten de gegevens alleen de banken, inclusief de securitiserende banken. Dit betekent dat we 3 miljoen van de ongeveer 3,6 miljoen kredietnemers in Nederland observeren. We corrigeren voor dit verschil in de analyse.

het aantal leners met een bepaald percentage aflossingsvrije hypotheek binnen hun totale hypothecaire schuld voor drie grootteklassen: 0-30 procent, 30-70 procent en 70-100 procent. Figuur 4 doet hetzelfde, maar nu naar omvang van de totale schuld (in miljarden euro's) in plaats van aantal leners.

Aflossingsvrije hypotheek komen in 2022 relatief het meest voor in de leeftijdsgroepen van 50 jaar en ouder. Het aandeel van dit type hypotheek binnen de totale schuld per huishouden stijgt met de leeftijd; voor gepensioneerden vormen aflossingsvrije hypotheek het merendeel van de hypotheekportefeuille. Opvallend is de toename van het aantal mensen met aflossingsvrije hypotheek tussen 2012 en 2022 onder 60-plussers. Ook in waarde zijn de aflossingsvrije hypotheek voor deze leeftijdsgroepen toegenomen (figuur 4). Dit betekent niet automatisch dat mensen vaker nieuwe hypotheek hebben genomen om hun overwaarde aan te spreken; het kan ook zijn dat ze in het verleden hypotheek hebben genomen en deze niet of minder hebben afgelost. Ook is deze groep door de vergrijzing in omvang toegenomen.

Niettemin duidt deze ontwikkeling op een toenemende benutting van overwaarde door de leeftijdsgroepen boven 60 jaar. Dat is anders voor leeftijdsgroep tot 50 jaar. Hierbinnen is zowel het aantal aflossingsvrije hypotheek als de waarde ervan gedaald ten opzichte van 2022. Dit weerspiegelt de strengere (fiscale) regelgeving, waarbij onder andere de fiscale aftrek is beperkt tot hypotheek met ten minste annuïtaire aflossing in dertig jaar. Ook worden hogere inkomenseisen (LTI) gesteld voor het verkrijgen van een hypotheek (Mastrogioacomo en Biesenbeek, 2022).

## 2.2 Omkeershypotheek

Het is ook mogelijk om specifiek te kijken naar de omkeershypotheek. Kenmerkend voor deze hypotheek is dat er geen jaarlijkse lasten zijn; deze worden doorgeschoven naar het eind van de lening bij verkoop, voor of na overlijden. Cijfers voor deze hypotheek kunnen een indicatie geven voor leningen bedoeld om op korte termijn extra financiële armslag te creëren of om het pensioen aan te vullen.

Tabel 1 geeft een overzicht van de kenmerken van de geïdentificeerde omkeershypotheek in vergelijking met gewone aflossingsvrije hypotheek, opnieuw voor de leeftijdsgroep van 60-plus. Van het totaal aantal lopende aflossingsvrije hypotheek heeft slechts 1,7 procent het karakter van een omkeershypotheek, een aantal van 25.396 omkeershypotheek tegenover 1.438.911 gewone aflossingsvrije hypotheek. Verder laat de tabel zien dat omkeershypotheek vooral voorkomen bij ouderen. Ook kennen ze gemiddeld iets hogere LTV-ratio's, bij een gemiddeld kleinere omvang van

hier – mede door een gebrek aan data – buiten beschouwing.



**Tabel 1** Enkele kenmerken van omkeerhypotheeken in vergelijking met aflossingsvrije hypotheeken, binnen de 60-plus populatie, 2022

	Omkeer- hypotheek	N	Gemiddelde	St. dev.	t-statistic
Leeftijd	Nee	1499014	71,12	7,85	-124,4
	Ja	25746	77,24	6,23	
Huidige LTV (%)	Nee	1478207	30%	0,20	-32,3
	Ja	25666	34%	0,16	
Huidige uitstaande schuld (€)	Nee	1499014	72332	87373	21,6
	Ja	25746	60486	69046	
NHG	Nee	1499014	7,6%	0,26	39,0
	Ja	25746	1,1%	0,11	
Rente op lening (%)	Nee	1499007	2,17%	0,01	6,8
	Ja	25746	2,13%	0,01	
Startdatum	Nee	1495271	2003	9,83	-92,9
	Ja	25668	2008	11,63	

Bron: DNB (RRE data 2022K1), eigen berekeningen.

Toelichting: de tabel toont de gemiddelden en de standaarddeviatie per kenmerk van de twee hypotheektypen. De kenmerken zijn afgezet tegen die van de aflossingsvrije hypotheeken; alle verschillen zijn significant.

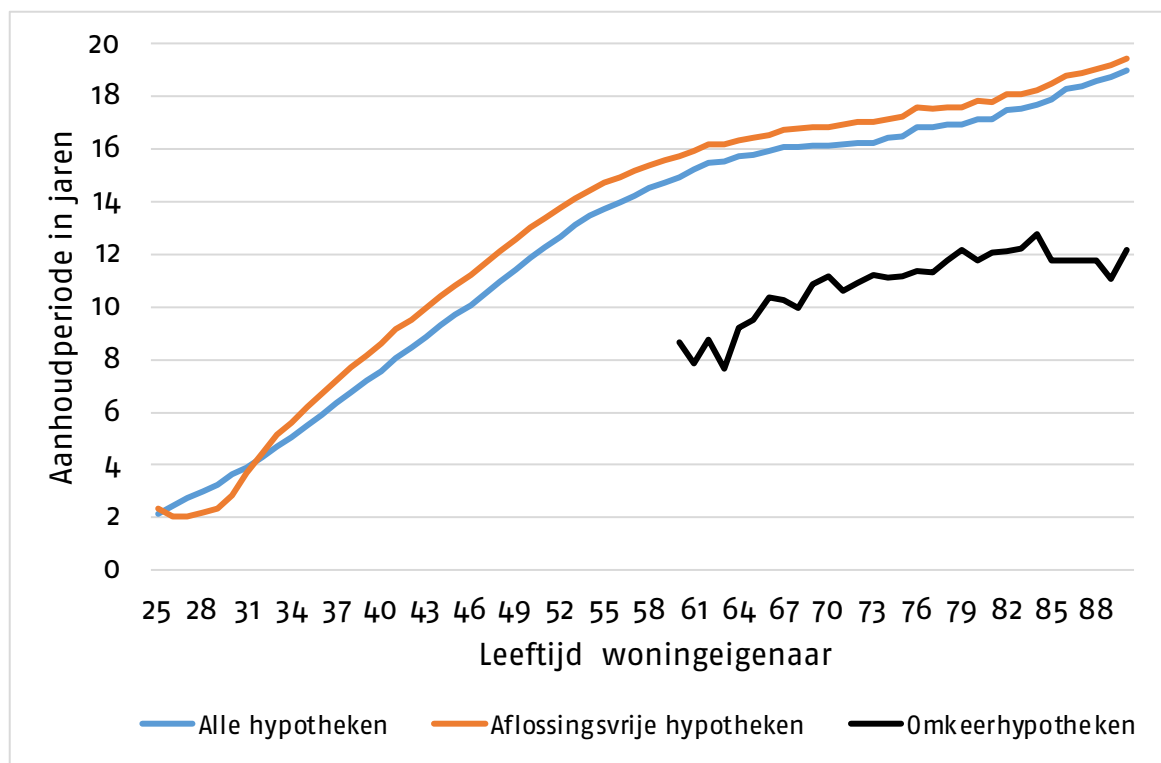
de schuld. Meestal ontbreekt een verzekering voor het kredietrisico (NHG). De rente op omkeerhypotheeken is een fractie lager dan die voor de aflossingsvrije hypotheeken; dit komt doordat omkeerhypotheeken gemiddeld recenter zijn afgesloten, toen de rente verder gedaald was.

Dat de omkeerhypotheeken gemiddeld van recenter datum zijn dan de aflossingsvrije hypotheeken (laatste kenmerk in tabel 1) is ook terug te zien in figuur 5. Die toont voor de beide hypotheekvormen het aantal jaren dat verstreken is sinds de lening is aangegaan: de zogeheten 'aanhoudperiode' (*holding period*), afgezet tegen de leeftijd van de woningeigenaar binnen de 60-plusgroep. Voor de omkeerhypotheeken ligt de aanhoudperiode rond de tien jaar, terwijl deze voor het totaal aan aflossingsvrije en omkeerhypotheeken rond de zestien jaar ligt. Verder valt op dat de aanhoudperiode ook voor de gewone aflossingsvrije hypotheeken aanzienlijk korter is dan dertig jaar, wat de gebruikelijke looptijd voor deze hypotheek is. Dit alles suggereert dat ouderen bewust ook nieuwe leningen zijn aangegaan om een deel van hun overwaarde te benutten.

Dit wordt bevestigd in figuur 6 die de leningen indeelt naar startjaar van de lening. Voor aflossingsvrije hypotheeken ligt het zwaartepunt duidelijk eerder, namelijk rond 2005, terwijl dat voor omkeerhypotheeken rond 2020 ligt.

Al met al constateren we dat een deel van de ouderen bewust een hypotheek heeft genomen om overwaarde te benutten. Dit gebeurt vooral in de vorm van

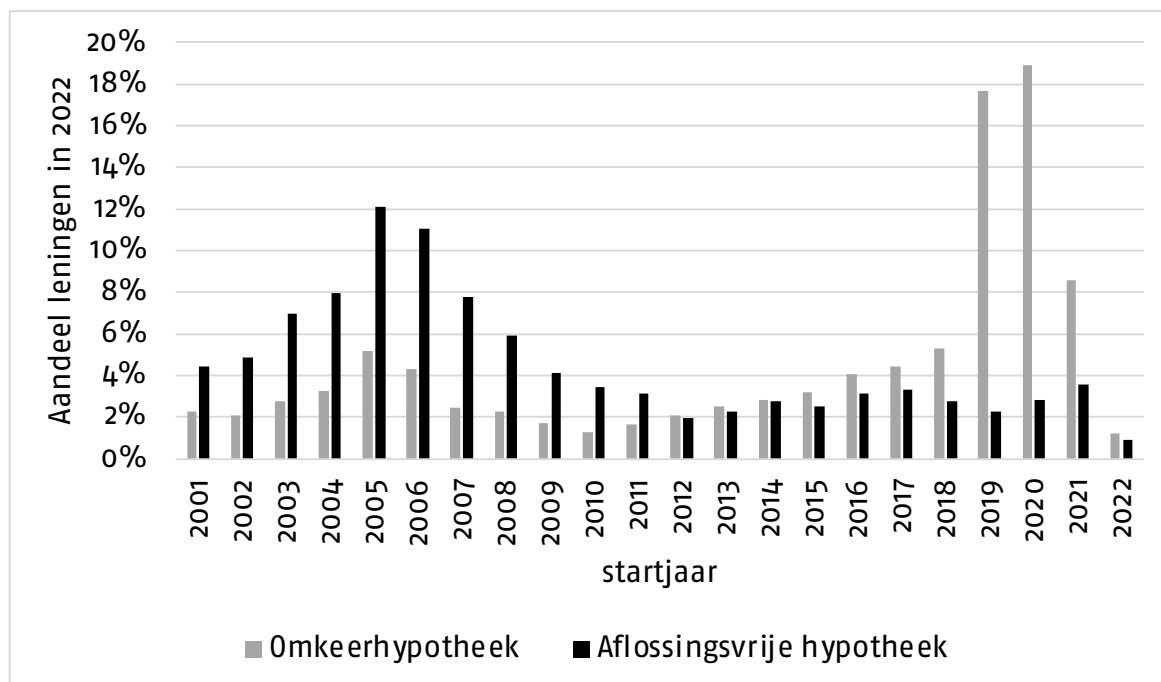
**Figuur 5** Aanhoudperiode van de lening naar hypotheektype per leeftijd van woningeigenaar, leeftijdsgroep 60-plus, 2022.



Bron: DNB (RRE data 2022K1), eigen berekeningen.

Toelichting: de aanhoudperiode is de verstreken termijn sinds het afsluiten van de lening.

**Figuur 6** Relatieve verdeling naar startjaar van omkeershypotheeken en aflossingsvrije leningen, aantallen, leeftijdsgroep 60-plus, 2001-2022.



Bron: DNB (RRE data 2022K1), eigen berekeningen.

Toelichting: de percentages betreffen het aandeel van het aantal hypotheeken dat per jaar is afgesloten. Deze percentage tellen op tot 100 procent over de hele periode.

aflossingsvrije hypotheeken; het aandeel omkeershypotheeken is beperkt. Omkeershypotheeken worden gemiddeld ook pas later in het leven aangegaan. Dit is logisch gezien de minimumleeftijd van circa 60 jaar die de aanbieders van omkeershypotheeken in Nederland hanteren. Omkeershypotheeken maken in aantal slechts 0,5 procent uit van de totale leningportefeuille van banken en in waarde zelfs maar 0,3 procent. Vergelijken we de waarde van de omkeershypotheeken met het totaal aan aflossingsvrije hypotheeken voor de leeftijdsgroep van 60-plus, dan gaat het om een iets hoger aandeel, namelijk 1, procent.<sup>7</sup>

Hoewel de markt beperkt is, lijkt er niettemin enige beweging te zitten in de benutting van overwaarde, vooral in de vorm van een toename van aflossingsvrije hypotheeken. Ook zijn er recent nieuwe signalen van een zekere opleving in het aanbod van specifieke verzilveringsproducten (omkeershypotheeken en sale-and-lease-back-constructies); er hebben zich enkele nieuwe aanbieders gemeld en de belangstelling onder het publiek en in het beleid voor het inzetten van overwaarde lijkt te groeien.<sup>8</sup> Hierbij spelen de achterblijvende pensioeninkomens en de hoge energieprijzen en oplevende inflatie mogelijk een rol, in combinatie met de opgave om woningen te verduurzamen en leeftijdsbestendig te maken. Deze ontwikkelingen kunnen duiden op een toenemende behoefte aan het mobiliseren van overwaarde en een grotere potentiële markt.

### **2.3 Achtergronden van de trage ontwikkeling in de benutting van overwaarde**

De situatie in Nederland is niet uniek; ook in andere landen wordt meestal maar een klein deel van het potentieel gewenste gebruik van overwaarde gerealiseerd. Lange tijd golden de Verenigde Staten als voorloper, mede dankzij de door de overheid gesteunde regeling voor omkeershypotheeken (Home Equity Conversion Mortgage, HECM). Toch is ook in de VS de markt voor verzilveringsproducten, zoals omkeershypotheeken en participatiehypotheeken, relatief beperkt. Bovendien is deze na de piek in 2008 enigszins gekrompen – dit als gevolg van problemen met overmatig lenen in de periode rond de kredietcrisis en de strengere regelgeving die daarop volgde, met onder andere verlaging van de LTV-normen. Ook hebben in die periode enkele grote aanbieders, waaronder Wells Fargo en Bank of America, zich uit de markt

7 Dit is een redelijke benadering van het totale gebruik van omkeershypotheeken in Nederland gezien de typische leeftijdsrestricties op deze producten.

8 Zie bijvoorbeeld Wijzer in Geldzaken, Financiële veerkracht op de oude dag, 2021. <https://www.wijzeringeldzaken.nl/pensioen3daagse/voor-professionals/gedragsonderzoek/financiële-veerkracht-op-de-oude-dag-v-2021-def.pdf>

teruggetrokken. Van de woningbezitters van 65 jaar en ouder in de VS heeft minder dan 2 procent een omkeerhypotheek (Mayer en Moulton, 2022).<sup>9</sup>

Tegenover de krimpende markt in de VS staat een groeiende markt in andere landen, waar juist een versnelling lijkt plaats te vinden. Een verkenning onder marktpartijen door EY (2020) verwacht zelfs een verdrievoudiging van de internationale markt tot 2031. Met name Canada en het VK laten een sterke groei zien, met een verdubbeling van de markt voor omkeerhypotheeken tussen 2013 en 2019. In het VK maken verzilveringsproducten meer dan 36 procent uit van het totaal aan hypotheeken voor de 55-plus leeftijdsgroep, mede dankzij ondersteuning door de overheid (Mayer en Moulton, 2022). Maar in het algemeen is ook internationaal de verzilveringsmarkt relatief beperkt.

Bij de trage ontwikkeling op de verzilveringsmarkt spelen een aantal factoren een rol, zowel aan de aanbod- als aan de vraagkant. Aan de aanbodkant kan er sprake zijn van marktfalen door de gebrekkige mogelijkheden voor het herverzekeren van langlevensrisico en kredietrisico. Om niettemin het gecombineerde krediet- en langlevensrisico te beperken, wordt daarom voor omkeerhypotheeken doorgaans een minimumleeftijdsgrens gehanteerd – in Nederland variërend tussen 55 jaar en de AOW-leeftijd. Daardoor zijn deze producten niet toegankelijk voor jongere leeftijdsgroepen die hun overwaarde willen benutten.

Naast de leeftijdsgrens zijn omkeerhypotheeken – mede door onbekendheid bij de consument – ook betrekkelijk duur door het gebrek aan schaal en de noodzakelijke kosten die moeten worden gemaakt voor voorlichting en marketing. Gewone hypotheeken, annuïtair of aflossingsvrij, zijn over het algemeen wel ruim verkrijgbaar, maar missen het voordeel van lage jaarlasten en stellen daarom ook eisen aan het inkomen van de consument (*loan to income*, LTI). Vanwege het kredietrisico is het bovendien in de regel ook niet mogelijk een extra, achtergestelde hypotheek te nemen naast de bestaande hypotheek.

Minstens even belangrijk zijn de belemmeringen aan de vraagkant van de markt. Gebrek aan financiële kennis en onbekendheid van verzilveringsproducten kunnen de consumenten huiverig maken om een dergelijke lening af te sluiten. Dillingh e.a. (2015) vinden dat na goede uitleg over omkeerhypotheeken een kwart van de mensen interesse heeft en nog eens 36 procent er neutraal tegenover staat. Van deze potentiële belangstelling wordt maar een fractie gerealiseerd. Naast onbekendheid van de producten kan er ook sprake zijn van leenaversie onder ouderen (Fornero,

9 Vergelijkbare cijfers worden gevonden voor andere landen (Caplin e.a. 2003). Fornero e.a (2016) vinden voor Italië dat slechts 1 procent van de huishoudens met overwaarde daarvan gebruikmaakt.

2016). In Nederland is het in dit verband ook opvallend dat veel mensen – afwijkend van de levenscyclusgedachte – na hun pensioen doorsparen. Voor een deel gebeurt dit bewust om geld aan de kinderen na te laten, maar ook verdwijnt een substantieel deel van het opgebouwde vermogen in 'onbedoelde' erfenissen (Van Ooijen en Alessie, 2015). Daarnaast is een veelgenoemde reden dat de eigen woning wordt beschouwd als een reservepotje dat kan worden aangesproken in nood, bijvoorbeeld bij hoge kosten voor langdurige zorg (Mayer en Moulton, 2022). Dit is begrijpelijk voor de VS, maar minder voor Nederland, aangezien ziektekosten en langdurige zorg hier grotendeels verzekerd zijn.

Omkeerhypotheeken zijn ook voor de consument betrekkelijk complexe producten waarvan de kosten moeilijk te doorgronden zijn. Schandalen in de VS en het VK met *mis-selling*<sup>10</sup> en de gedwongen huizenverkopen rond de bankencrisis van 2008 hebben de reputatie van omkeerhypotheeken geen goed gedaan. Mis-selling betreft misleiding van de consumenten, waardoor ze een product kopen dat niet voor hen geschikt is. Bij de keuze om financiële ruimte te maken staan omkeerhypotheeken hierdoor meestal niet vooraan in de rij; mensen benutten liever eerst andere mogelijkheden, zoals het interen op spaartegoeden en beleggingen of het verhogen van een lopende, gewone hypotheek.

#### 2.4 Innovatie nodig

Het valt niet te verwachten dat de kloof tussen aanbod en de potentiële behoefte vanzelf verdwijnt. Er is meer nodig om de markt in beweging te brengen. Internationale ervaringen duiden op een belangrijke potentiële rol voor de overheid. Zo is de gunstige ontwikkeling in het VK in belangrijke mate te danken aan het in 2013 geïntroduceerde overheidsprogramma *Help-to-Buy: Equity Loan* dat tegen gunstige voorwaarden participatiehypotheeken aanbiedt (Benetton e.a. 2019). Ook zijn in het VK de consumentenbescherming en -voorlichting aangescherpt; zo moet bij het verstrekken van een hypotheek niet alleen gelet worden op het actuele inkomen maar ook expliciet worden beoordeeld of men in staat is om ook in de toekomst de lasten te dragen uit het – lagere – pensioeninkomen. Mede hierdoor zijn omkeer- en participatiehypotheeken nadrukkelijk in beeld gekomen en hebben ze een vaste plaats

10 Eind jaren '90 werden bijvoorbeeld door Bank of Scotland 'Shared appreciation mortgages' met een multiplier van 3x de originele loan-to-value uitgegeven. De uitstaande schuld werd dat geval driemaal meer waarde dan de waarde van het onderliggende vastgoed, wat geresulteerd heeft meerdere rechtszaken. Dit is aanleiding geweest voor verbetering van de consumentenbescherming rond verzilveringsopties in het Verenigd Koninkrijk, zie *Beware giving lenders a stake in your home, Court case over 1990s' shared appreciation mortgages has lessons for today'*, Financial Times, 13 Oktober 2021.

ingenomen in de financiële advisering (Mayer en Moulton, 2022 ). Voor Nederland is het interessant om te verkennen of pensioenfondsen een rol kunnen spelen bij het in beweging brengen van deze markt. Zeker nu pensioenfondsen een rol gaan krijgen in de begeleiding van de financiële levensplanning van hun deelnemers. Ook de strenger wordende solvabiliteitseisen voor hypotheekverstrekking door banken maken een rol voor pensioenfondsen des te belangrijker.

### 3. Participatiehypothek: nieuw alternatief

Een interessante en relatief nieuwe oplossing voor het benutten van overwaarde zijn participatiehypotheken (*risk sharing mortgages* of (*shared*) *equity loans*). Net als bij een omkeerhypothek worden de jaarlasten pas afgerekend na afloop van de lening, in de regel bij verkoop van de woning (voor of na overlijden). Dit biedt een maximale bestedingsruimte gedurende de periode dat de lening loopt. Het bijzondere van de participatiehypothek is dat de hoofdsom gekoppeld is aan de marktwaarde van de woning.<sup>11</sup> Hoeveel moet worden terugbetaald bij aflossing hangt daarmee af van de prijsontwikkeling op de woningmarkt; bij een gestegen waarde van de woning wordt meer terugbetaald en bij een gedaalde waarde minder. De kredietverstrekker krijgt als het ware een aandeel in de woning. Deze hypotheekvorm biedt daarmee in zekere zin eigen vermogen in plaats van vreemd vermogen. De kredietverstrekker neemt op deze wijze een deel van het marktrisico van de consument over en biedt zo bescherming tegen onvoorziene prijsfluctuaties op de woningmarkt. Anders dan bij een sale-and-lease-back wordt het eigendom van de woning bij een participatiehypothek niet overgedragen; de bewoner blijft volledig eigenaar van de woning.<sup>12,13</sup> In de rente op de participatiehypothek zit in evenwicht een vergoeding (risicopremie) voor het huizenprijrisico verwerkt; daarnaast hangt de vereiste rentevergoeding vanzelfsprekend samen met de voorziene prijsontwikkeling op de woningmarkt. Bij een hoge verwachte prijsstijging zal de kredietverstrekker genoegen nemen met een lagere rente dan wanneer een geringe prijsstijging of een prijsdaling wordt verwacht.

Vaak wordt een participatiehypothek afgesloten als aanvulling op een nominale hypothek; op die manier kan een balans worden gevonden tussen de mate van bescherming en de risicopremie die daarvoor moet worden betaald. Een voorbeeld zou een 80-20-combinatie kunnen zijn, met 80 procent nominale schuld en 20 procent aanvulling via een participatiehypothek.

#### Risicodeling

Belangrijk bij de vormgeving van de risicodeling is dat de kredietverstrekker een aandeel krijgt in de 'toegerekende' waarde van de woning – en niet in de werkelijke

11 Dit betreft de hoofdsom van de lening. Ook de jaarlijkse lasten (rente) variëren in beginsel met de waarde van de lening, maar kunnen ook voor langere tijd worden vastgezet om de consument tegen onzekerheid hierover te beschermen.

12 Voor een uitvoerigere beschrijving zie bijv. Benetton e.a., 2019.

13 Ook bestaan er huurkoopconstructies met gedeeld eigenaarschap, bijvoorbeeld aangeboden door woningcorporaties; een nadeel van deze constructies is dat het beheer van de woning over twee partijen verdeeld is en dus in onderlinge afstemming moet plaatsvinden.

**Figuur 7** Illustratie van een participatiehypotheek

	Bij afsluiten	stijgende markt huizenprijs +25% Aflossing na 10 jaar	dalende markt huizenprijs -25% Aflossing na 10 jaar
Marktwaaarde van de woning (toegerekend)	400.000	500.000	300.000
Eerste hypotheek (nominaal, aflossingsvrij)	150.000	150.000	150.000
Tweede hypotheek (participatie) (aandeel ¼ woningwaarde)	100.000	125.000	75.000
Werkelijke verkoopprijs		<u>510.000</u>	<u>310.000</u>
Netto na aflossing		235.000	85.000
Gecumuleerde rente (-)		35.000	<u>35.000</u>
Netto-opbrengst bij verkoop voor de eigenaar		200.000	50.000

verkoopopbrengst. De kredietverstrekker neemt daardoor alleen het algemene prijsrisico op de woningmarkt (inclusief regiospecifieke risico's) van de consument over. De meerwaarde door tussentijdse eigen investeringen en onderhoud van de woning (of gebrek daaraan) dient voor rekening van de eigenaar te blijven. Zo wordt het 'moreel gevaar' (*moral hazard*), ofwel de verleiding om het onderhoud aan de woning te verwaarlozen en de investeringen te minimaliseren en af te wentelen op de kredietverstrekker, zoveel mogelijk beperkt. Het huishouden houdt dezelfde zeggenschap over de woning als reguliere woningeigenaren. Dit betekent ook dat de incidentele risico's voor de werkelijke verkoopprijs voor rekening van de bewoner-eigenaar blijven.

Figuur 7 illustreert de wijze waarop het risico wordt gedeeld. Dit voorbeeld gaat uit van een woning met een waarde van 400.000 euro met een bestaande aflossingsvrije hypotheek van 150.000 euro – en dus een overwaarde van 250.000 euro. Vervolgens wordt een additionele participatiehypotheek afgesloten ter waarde van 100.000 euro, ofwel een kwart van de woningwaarde. Na tien jaar wordt de woning verkocht en worden beide leningen afgelost. De nominale hypotheek bedraagt 150.000 euro, onafhankelijk van de waardeontwikkeling van de woning. De participatiehypotheek beweegt daarentegen mee met de marktwaaarde, evenredig met het aandeel van een kwart in de woning. Bij een positieve ontwikkeling op de woningmarkt met een prijsstijging van 25 procent in tien jaar wordt op deze lening 125.000 euro terugbetaald, namelijk 25 procent van de hogere waarde van 500.000 euro. Bij een tegenvallende ontwikkeling waarbij de prijzen met 25 procent dalen hoeft daarentegen maar 75.000 euro te worden terugbetaald. Op deze manier zorgt de participatiehypotheek voor de consument voor demping van het prijsrisico op de woningmarkt.

In dit voorbeeld ligt door toevallige omstandigheden de werkelijke verkoopprijs boven de marktwaaarde, namelijk 510.000 euro in het hoge scenario en 310.000 euro



in het lage scenario, terwijl de marktwaarde respectievelijk 500.000 euro en 300.000 euro bedraagt. Deze incidentele meevaller (wat ook een tegenvaller had kunnen zijn) wordt gerekend tot het idiosyncratisch risico. Voor de eigenaar (of de erfgenamen) resteert dus een nettoresultaat uit de verkoop van respectievelijk 235.000 euro en 85.000 euro.

Naast aflossing van de hoofdsom wordt ook de gecumuleerde rente van de participatiehypothek bij de verkoop in rekening gebracht. Bij een vaste rente van bijvoorbeeld 3 procent gaat het om een bedrag van circa 35.000 euro (rente op rente), waardoor de netto-opbrengst voor de eigenaar, afhankelijk van het scenario, in totaal op respectievelijk 200.000 euro en 50.000 euro uitkomt. Wanneer in plaats van een participatiehypothek een extra gewone, aflossingsvrije hypothek was genomen, dan zou in het slechte scenario de volledige nominale waarde van 100.000 euro moeten worden terugbetaald, waardoor er voor de eigenaar – bij eenzelfde rente – slechts 25.000 euro overblijft in plaats van 50.000 euro bij de participatiehypothek.

### **Meer vormen van participatiehypotheken**

Er bestaan internationaal verschillende vormen van participatiehypotheken. In een eenvoudige vorm delen ze evenredig mee in het prijsrisico (zoals in bovenstaand voorbeeld) met een vast aandeel in de woningwaarde gelijk aan het aandeel van de lening bij afsluiten. Maar er komen ook complexere vormen voor met bijvoorbeeld sterke hefboomwerking of met asymmetrische risicodeling, waarbij bijvoorbeeld de kredietverstrekker meer deelt in waardeinstijgingen dan in waardedalingen.<sup>14</sup> Bij hefboomwerking wordt extra risico genomen om daarmee meer te profiteren van prijsstijging van huizen; daar staat echter ook een groter verlies tegenover bij een tegenvallende prijsontwikkeling. Ook bestaan er diverse producten waarbij geen rente in rekening wordt gebracht, maar de kredietverstrekker een extra groot aandeel neemt in de verkoopopbrengst.<sup>15</sup> Vaak wordt daarnaast ook gewerkt met een garantie tegen negatief eigen vermogen (*No Negative Equity Guarantee*) waarmee de consument wordt beschermd voor het geval de woning dreigt 'onder water' te komen staan.

Ten slotte kan ook een kredietfaciliteit aan de lening worden gekoppeld waarbij op ieder moment geld kan worden opgenomen of ingelegd. Op deze manier kan de

14 Zie bijvoorbeeld Point in de VS waarbij de kredietverstrekker 14% van de verkoopwaarde neemt bij een daling van de waarde en 20% bij een stijging in de waarde (<https://point.com/hei>).

15 Bijvoorbeeld het Franse product Virgil neemt 15% bij verkoop van de woning bij een lening ter grootte van 10% van de woningwaarde. Deze ratio van 1,5 is vast, dus bij een lening van 20% neemt Virgil 30% van de woningwaarde bij verkoop. Voor een vergelijkbaar product in de VS, zie <https://www.unlock.com/how-it-works>.

consument de lening aanpassen aan de wisselende behoefte en ontstaat een werkelijk flexibel woningbezit.<sup>16</sup> Dit kan bijvoorbeeld interessant zijn voor zelfstandigen die te maken hebben met sterk wisselende inkomens en voor alle huishoudens bij *life events*, zoals scheiding of partnerverlies, om te voorkomen dat men onnodig gedwongen wordt de woning te verkopen.

Bij de complexere vormen van risicodeling is het belangrijk om de eventuele meerwaarde daarvan goed af te wegen tegen de additionele complexiteit. De praktijk leert dat consumenten de producten moeilijker kunnen doorgronden bij bijzondere toevoegingen, waardoor een groter gevaar ontstaat voor verborgen kosten en misleiding van consumenten.

### **Flexibel woningbezit voor starters**

In eerste instantie ligt het voor de hand om participatiehypotheken in te zetten voor het mobiliseren van overwaarde. In dat geval kan worden volstaan met het toetsen van de LTV-ratio's. Het is in beginsel ook denkbaar om de toepassing uit te breiden naar starters en anderen die (nog) niet voldoende overwaarde hebben opgebouwd. Onderzoek door Ciurilă e.a. (2022) laat zien dat huishoudens gemiddeld vooral aan het begin van de levenscyclus baat zouden hebben bij extra liquiditeit. Ook voor deze groep zouden participatiehypotheken interessant kunnen zijn door gedurende een bepaalde periode extra liquiditeit te bieden. Bovendien bieden ze bescherming tegen de onzekerheid in de ontwikkeling van de huizenprijzen. Door geleidelijk af te lossen op deze hypotheek kunnen huishoudens dan hun aandeel in de woning opbouwen. Deze uitbreiding naar starters en anderen zonder voldoende overwaarde vergt wel meer van de uitvoering, aangezien in dit geval ook eisen worden gesteld aan de toetsing en monitoring van het inkomen in verhouding tot de lasten (*loan to income-ratio*, LTI).<sup>17</sup>

### **3.1 Risico's en overwegingen bij participatiehypotheken voor de consument**

Participatiehypotheken bieden een aantal unieke voordelen die deze producten een interessante toevoeging op de bestaande mogelijkheden voor het mobiliseren van woningkapitaal kunnen maken. Maar consumenten en adviseurs moeten zich ook van

16 Voor een participatiehypotheek ligt dit meer voor de hand dan voor een gewone (aflossingsvrije) hypotheek vanwege het lagere kredietrisico en het ontbreken van een inkomenstoets.

17 Voor starters bestaan ook diverse andere programma's, vaak aangeboden via woningcorporaties. Een voorbeeld is de koopgarantregeling, waarbij een korting wordt gegeven op de aanschaf van de woning in ruil voor een aandeel voor de corporatie bij terugverkoop aan de corporatie die als enig toegestane koper geldt. Het idee is om zo de 'betaalbare' woningvoorraad op peil te houden.

een aantal specifieke aandachtspunten en overwegingen bewust zijn. Hieronder zetten we de belangrijkste punten op een rij die voor de consument van belang zijn bij de afweging tussen verschillende alternatieven om de overwaarde in hun eigen huis te verzilveren.

### **Extra financiële ruimte door ontbreken van jaarlasten**

Een belangrijk voordeel van participatiehypotheken voor de consument is dat de jaarlasten worden doorgeschoven naar het einde van de looptijd, vaak na overlijden van de bewoner-eigenaar. Hierdoor biedt deze hypotheek extra financiële ruimte in vergelijking met gewone hypotheken. Het ontbreken van jaarlasten is vergelijkbaar met omkeerhypotheken die ook de rente en aflossing pas afrekenen wanneer de lening afloopt.

### **Bescherming tegen woningmarktrisico**

Een tweede belangrijk voordeel van participatiehypotheken is dat een deel van het woningmarktrisico wordt overgenomen door de kredietverstrekker. Hierdoor wordt de consument beschermd tegen onvoorziene prijsfluctuaties op de woningmarkt. Dit kan een aanzienlijke welvaartsverbetering opleveren (Shiller en Weiss, 1999, Mian en Sufi, 2015).<sup>18</sup>

Door de risicodeling wordt ook het kredietrisico – met de kosten die daaraan verbonden zijn – beperkt; de kans dat de woning onder water komt te staan, is immers kleiner. Hierdoor is het voor kredietverstrekkers mogelijk om deze hypotheekvorm aan te bieden – tegen relatief gunstige voorwaarden – aan een bredere doelgroep dan alleen ouderen. Een relatief eenvoudige toets op de overwaarde volstaat bij het verstrekken en monitoren van de lening.

### **Niet al het prijsrisico van de woning wordt weggenomen**

Het delen van prijsrisico's op de woningmarkt levert de consument meer zekerheid op. Niet al het risico wordt echter weggenomen: niet alleen vertegenwoordigt de lening slechts een deel van de woningwaarde, ook kan de werkelijke verkoopopbrengst van de woning afhangen van allerlei toevallige factoren, het 'idiosyncratisch' risico. Zo is in het cijfervoorbeeld in figuur 7 de verkoopwaarde 10.000 euro hoger dan de toegerekende marktwaarde; dit verschil – dat ook negatief kan zijn – valt geheel toe aan de eigenaar-bewoner.

18 Hierbij moet worden aangetekend dat 100% bescherming niet noodzakelijk optimaal is. Enige blootstelling aan prijsrisico's op de woningmarkt kan aantrekkelijk zijn; het gaat immers om de afweging tussen rendement en risico.

Enerzijds is dit idiosyncratisch risico wenselijk, namelijk voor zover het moreel gevaar (*moral hazard*) van verwaarlozing van onderhoud en onderinvestering tegen gaat. Anderzijds is dit risico onvermijdelijk, omdat er altijd onvoorziene factoren zijn die mede de verkoopprijs van de woning beïnvloeden. Ook kan niet altijd optimaal rekening worden gehouden met lokale ontwikkelingen op de woningmarkt.

Op basis van data voor Californië in de VS schatten Giacoletti en Nieuwerburgh (2021) het idiosyncratisch risico op 45 procent van het totale risico (de variantie) over een periode van vijftien jaar. Voor kortere perioden is het aandeel van het idiosyncratisch risico groter; bij een periode van twee jaar bedraagt dit risico 70 procent van het totaal. In een recent onderzoek voor de Amsterdamse woningmarkt vinden Eicholtz e.a. (2021) vergelijkbare cijfers. Belangrijk is dat het aandeel van het idiosyncratisch risico geleidelijk afneemt met de termijn waarover de woning wordt aangehouden. Hoe langer deze aanhoudperiode, des te beter de voorspellende waarde van de *fundamentals* op de woningmarkt.

Vaak wordt er voor Nederland van uitgegaan dat een woning gemiddeld tien tot vijftien jaar wordt aangehouden. Voor ouderen is deze periode waarschijnlijk langer; zij zijn in het algemeen minder verhuisc geneigd dan jongeren (De Jong e.a., 2022). Bovendien zal de kredietverstrekker bij het afsluiten van een omkeerp hypotheek of participatie hypotheek vooral kijken naar de resterende levensverwachting; de hypotheek wordt immers in de regel afgesloten voor het leven.

De resterende levensverwachting voor een 65-jarige bedraagt op dit moment 18,6 jaar voor mannen en 21,2 voor vrouwen.<sup>19</sup> Voor een dergelijke periode mag worden verwacht dat het prijsrisico in de woning vooral wordt bepaald door het algemene marktrisico. Ondanks het onvermijdelijke idiosyncratisch risico is het verzekeren van het marktrisico waardevol voor de consument. Op basis van data voor de VS schatten Giacoletti en van Nieuwerburgh (2021) de waarde van risicodeling op 1,5 procent van het levensinkomen bij een aanhoudtijd van vijftien jaar. Hoewel Nederland een andere institutionele omgeving kent dan de VS, geeft dit cijfer wel een nuttige indicatie.

### **Gevaar van *lock-in***

Een ander aandachtspunt bij risicodeling is het potentiële gevaar van een toekomstig *lock-in*-effect. Het kopen van een nieuwe woning kan immers moeilijker worden wanneer slechts een deel van de waarde stijging aan de eigenaar toevalt. Eerdere ervaringen met 'deelkoop' van woningen – waarbij eigenaren een deel van de

19 CBS, Statline, 2022.

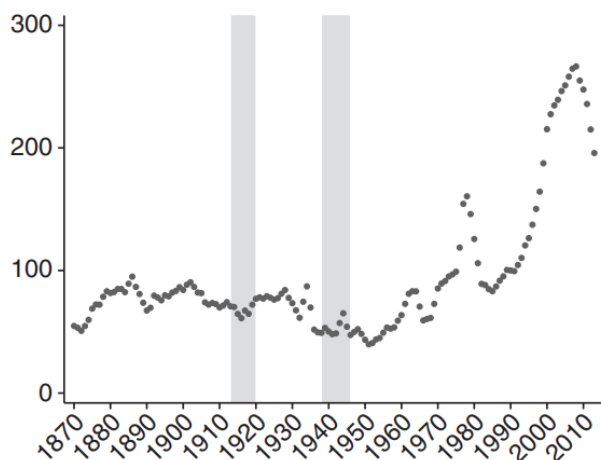
toekomstige waardewinst moesten afstaan – wezen uit dat het doorstromen naar een volgende woning lastiger werd. Een probleem dat uiteraard minder speelt onder oudere bewoners die deze toekomstmogelijkheden graag opgeven in ruil voor liquiditeit.<sup>20</sup> Ook staat hiertegenover dat in een dalende markt juist een nominale hypotheek een lock-in-effect kan hebben, wanneer de woning door de dalende prijzen onder water komt te staan. Bij een participatiehypotheek is dit risico beperkter, omdat de omvang van de lening met de markt meebeweegt.

### **Productcomplexiteit en waardering van risicodeling door consumenten**

Een volgend aandachtspunt is dat de verschillende vormen van participatiehypotheek voor de consument in het algemeen wat complexere producten zijn die zij moeilijk op hun merites kunnen beoordelen. Vooral typen met bijzondere kenmerken, zoals asymmetrische risicodeling of een hefboomwerking, zijn voor de consument moeilijk te doorgronden. Door het ontbreken van een heldere marktprijs voor het risico op de huizenmarkt ontbreekt het bovendien aan een eenvoudig en objectief referentiekader bij de beoordeling van de kosten van dergelijke hypotheek, zowel voor de consument als voor de aanbieder. Dit verhoogt het risico op verborgen kosten en misleidende verkopen, wat het vertrouwen in dergelijke constructies kan aantasten.

Daarnaast hebben de meeste consumenten moeite om het belang van risicodeling op waarde te schatten. Zo laat onderzoek naar de NHG-garantie in Nederland zien dat een deel van de huishoudens afziet van deze garantie, ook als ze daar wel voor in aanmerking komt. Vóór de financiële crisis van 2009 tot 2011 maakte de helft van de mensen die ervoor in aanmerking kwamen gebruik van deze garantie. Dit aandeel nam toe tot 80 procent in 2012, na de kredietcrisis, maar vertoont sindsdien weer een gestage daling naar rond de 50 procent op dit moment (NHG, 2021). Onderzoek door Cox en De Jong (2012) verklaart dit door zelfoverschatting: 'Het zal mij niet overkomen dat ik in problemen kom door mijn hypotheek.'. De daling in de verzekeringsgraad sinds 2012 duidt ook op een kort geheugen; een deel van de mensen lijkt erop te rekenen dat de recente stijging van de huizenprijzen zich ook in de toekomst in een vergelijkbaar tempo zal voortzetten. Dit overoptimisme van woningbezitters over de prijsontwikkeling wordt bevestigd in een onderzoek voor het VK door Benetton e.a. (2019). Dat huizen ononderbroken in waarde stijgen is echter verre van zeker. Uit historische gegevens blijkt dat perioden met stijgende huizenprijzen zich afwisselen

20 Ook wordt wel genoemd dat het eigendom van een woning een bescherming (hedge) biedt tegen de risico's van het huren van een woning. Dit voordeel blijft in tact bij een participatiehypotheek; het eigendom blijft immers volledig bij de bewoner.

**Figuur 8** Gemiddelde reële huizenprijs Nederland, 1870–2012, index 1990=100

Bron: Knoll e.a. (2017)

met perioden met dalende prijzen, zoals figuur 8 voor Nederland voor de periode 1870–2012 illustreert. Sinds 2012 zijn woningprijzen in Nederland tot 2022 aanzienlijk gestegen, maar recent is weer een daling zichtbaar. Hoe de woningprijzen zich in de toekomst ontwikkelen, is op dit moment ongewis.

Daarnaast is het belangrijk op te merken dat het bij het delen van het prijsrisico in woningen gaat om het onvoorziene deel van de prijsontwikkeling, dat wil zeggen: de afwijking van de verwachte prijsstijging. Voor zover een prijsstijging (of daling) is voorzien, is dit in beginsel al verwerkt in de rentevergoeding op de hypotheek.

#### 4. Maatschappelijke meerwaarde van participatiehypotheken

Naast de hierboven genoemde overwegingen en aandachtspunten bij de productkenmerken van participatiehypotheken die van belang zijn voor de individuele consument, staat een aantal belangrijke kenmerken vanuit maatschappelijk perspectief die deze productvorm een interessante toevoeging maken op de bestaande mogelijkheden in Nederland om het woningkapitaal te mobiliseren. We beschrijven deze kenmerken hieronder.

##### **Een impuls voor (groene) investeringen in de eigen woning**

In de eerste plaats kunnen participatiehypotheken een impuls vormen voor investeringen in de eigen woning om deze te verduurzamen of leeftijdsbestendig te maken. Met de introductie van deze hypotheekvorm nemen de mogelijkheden om overwaarde te benutten toe, ook voor groepen waarvoor dat op dit moment nog buiten bereik ligt.

In het Klimaatakkoord is de ambitie vastgelegd om de Nederlandse woningvoorraad in 2050 geheel energieneutraal te maken. Op dit moment heeft 71 procent van de woningvoorraad een energielabel C ('redelijk laag energieverbruik') of lager (DNB, 2022). Om alle woningen in Nederland energieneutraal te maken is naar schatting van het Economisch Instituut voor de Bouw (EIB, 2018, p.8) een bedrag van 235 miljard euro nodig.<sup>21</sup> Voor de eigenwoningbezitter komt dit neer op een investering van gemiddeld 24.000 euro (DNB, 2022). Volgens berekeningen van DNB beschikt de helft van de huiseigenaren over voldoende spaargeld om deze kosten uit het spaargeld te financieren. Van de huishoudens zonder voldoende spaarmiddelen is het voor de helft van hen mogelijk om een extra hypotheek af te sluiten binnen de huidige inkomensnormen (LTI). De andere helft is aangewezen op andere financieringsbronnen. Voor hen zou het mobiliseren van overwaarde uitkomst kunnen bieden. Hoeveel van deze huishoudens over voldoende overwaarde beschikken is niet bekend. Wel hebben we in paragraaf 2 vastgesteld dat eigenwoningbezitters in totaal 1.200 miljard euro aan overwaarde bezitten. Dat is gemiddeld meer dan 100.000 euro per huishouden voor alle onderscheiden leeftijdsgroepen (figuur 1). Voor de leeftijdscohorten vanaf 40 jaar is het meer dan 200.000 euro. Zelfs in 2012, tijdens de Europese schuldencrisis, beschikten huishoudens in de leeftijden vanaf 40 jaar gemiddeld over 50.000 euro of meer aan overwaarde. Ook al biedt dit niet voor ieder individueel huishouden

21 Bij een minder ambitieuze doelstelling waarbij alle woningen ten minste van energielabel A worden voorzien, is een bedrag van 80 miljard euro vereist.

voldoende ruimte binnen de LTI-normen, gemiddeld overtreft de overwaarde de benodigde investeringen voor verduurzaming met ten minste een factor vier in 2022 – namelijk een overwaarde van 100.000 euro of meer tegenover gemiddelde kosten van 24.000 euro per woning.

### **Verbetering financiële weerbaarheid en financiële levensplanning**

Met de extra potentiële financiële ruimte neemt ook de weerbaarheid van huishoudens toe om – tijdelijke – tegenvallers op te vangen of om in te zetten voor bijvoorbeeld studie- of zorgverlof. Een andere mogelijkheid is om het pensioeninkomen aan te vullen of om eerder uit te treden. Onderzoek door Been e.a. (2022) laat zien dat woningbezitters aanzienlijk beter af zouden zijn wanneer zij rond pensionering een deel van hun overwaarde kunnen opnemen; de onderzoekers vinden een potentiële winst gelijk aan een 11 procent hoger inkomen gedurende het hele leven. In een onderzoek voor de VS vinden Nakajima en Telykova (2017) een potentiële welvaarts-winst gelijk aan 5,1 procent van het inkomen. De inzet van overwaarde is vooral interessant voor eigenwoningbezitters met een relatief laag inkomen en een groot woningvermogen.

Als bijzondere toepassing wordt ook wel genoemd dat de overwaarde kan worden benut om de timing van erfenissen te verbeteren (Dillingh, 2015). Met het stijgen van de levensverwachting ontvangen kinderen een erfenis tegenwoordig vaak pas op late leeftijd. Bij een levensverwachting van 83 jaar voor vrouwen komt de erfenis voor de kinderen gemiddeld pas vrij voorbij hun vijftigste levensjaar, op het moment dat hun kinderen meestal al uit huis zijn en zij de zwaarste lasten achter de rug hebben (Ciurilă e.a. 2022).

### **Een oplossing voor huishoudens zonder bestaande opties en voor zelfstandigen**

Belangrijk is ook dat participatiehypotheken uitkomst kunnen bieden aan groepen die wel over overwaarde beschikken, maar voor wie bestaande producten, zoals een ophoging van de eerste hypotheek, niet beschikbaar zijn. Het gaat hier bijvoorbeeld om 55-minners die onvoldoende inkomen hebben (in verhouding) om binnen de LTI-normen een extra (aflossingsvrije) hypotheek af te sluiten. Ook voor een omkeerhypotheek komen zij niet in aanmerking, vanwege de minimale leeftijd van meestal 60 jaar die voor deze hypotheken gangbaar is. Extra belangrijk kan het zijn voor zelfstandigen, die in vergelijking met werknemers relatief meer vermogen opbouwen via de eigen woning en vaak een wisselend inkomen en lagere pensioenopbouw hebben. Zelfstandigen blijken nu bijna vier keer zo kwetsbaar bij het wegvallen van hun inkomen als werknemers (IBO, 2022). Een kanttekening hierbij



is dat zij gemiddeld weliswaar meer investeren in de woning, maar meestal ook een grotere aflossingsvrije schuld hebben. Daardoor is het, zelfs als zij hun overwaarde kunnen mobiliseren, toch nog niet zeker dat zij daarmee volledig uit de brand zijn (Biesenbeek e.a., 2022).

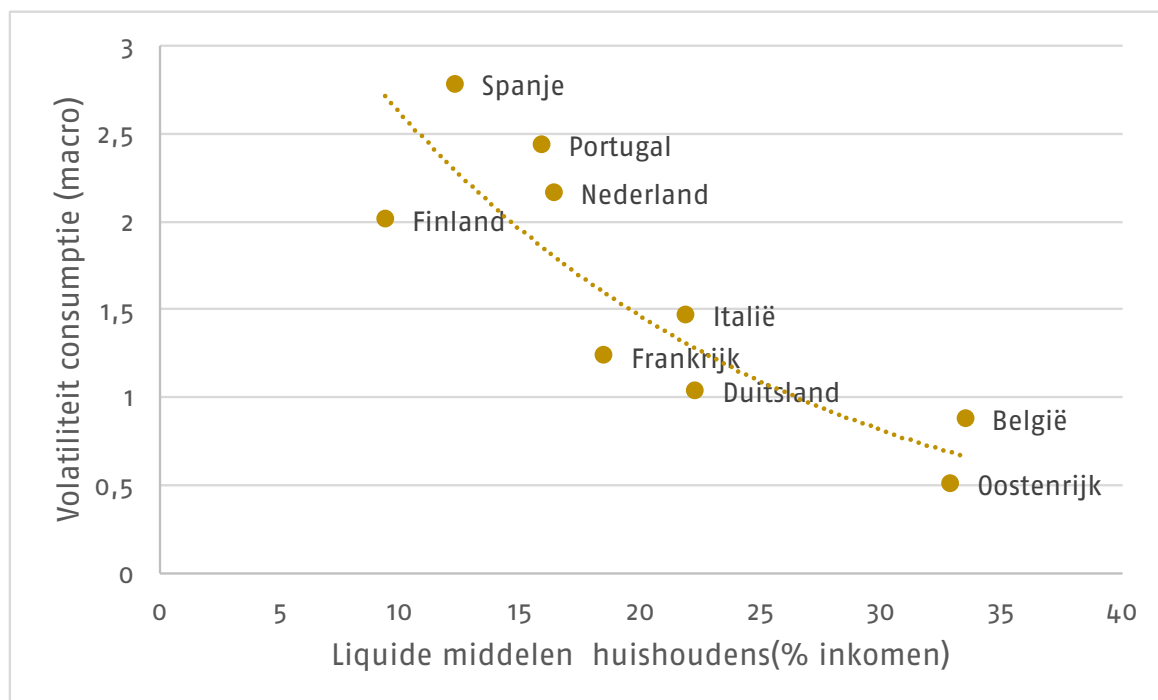
### **Flexibiliteit binnen grenzen houden**

Het opnemen van overwaarde is niet zonder risico. Voorkomen moet worden dat mensen door het mobiliseren van hun woningkapitaal te veel ontsparen en daardoor hun inkomen na pensionering uithollen. De beperkte opneembaarheid van pensioenen en de eigen woning heeft ook een functie, namelijk om tegen te gaan dat mensen te weinig voor hun oude dag sparen. Meer flexibiliteit moet daarom binnen grenzen blijven. Ook moet voorkomen worden dat huishoudens een overmatig risico nemen in de financiering van hun woning en daardoor in betalingsproblemen kunnen komen als hun inkomen wegvalt en/of hun woning door een prijsdaling op de huizenmarkt onder water komt te staan. Voor dit laatste risico biedt de Nationale Hypotheek Garantie (NHG) een verzekering voor het lagere segment op de huizenmarkt met woningen tot een waarde van 405.000 euro (in 2023). Een dergelijke verzekering geldt in Nederland in de regel niet voor gewone hypotheek. Een participatiehypotheek heeft hier het voordeel dat de lening meebeweegt met de waardeontwikkeling van de woning en daardoor minder snel tot een negatief eigen vermogen leidt.

### **Macro-economische stabiliteit: verkleinen probleem van lange balansen**

Meer liquiditeit voor huishoudens kan ook belangrijk zijn voor de economie als geheel. Nederland kent gemiddeld hoge besparingen maar een lage liquiditeit. Dit maakt de economie kwetsbaar voor financiële schokken. Onderzoek door CPB (2015, 2021) laat zien dat de volatiliteit van consumptie groter is naarmate huishoudens over minder liquide middelen beschikken (figuur 9). In vergelijking met andere Europese landen kent Nederland een meer dan gemiddelde volatiliteit van de consumptie mede door de beperkte liquiditeit. Het flexibel maken van woningkapitaal kan een middel zijn om de liquiditeit te verhogen en daarmee de stabiliteit van de economie te vergroten.

Naast de verbetering van de liquiditeit van huishoudens dragen participatiehypotheek bij aan stabiliteit door huishoudens te beschermen tegen woningmarktrisico's (Mian en Sufi, 2015). Door het grote woningvermogen zijn huishoudens vaak extra blootgesteld aan prijsrisico's op de woningmarkt. Dit wordt nog versterkt wanneer tegenover het woningvermogen ook een grote – nominale – schuld staat. Dit leidt

**Figuur 9** Liquiditeit en volatiliteit van consumptie, Europese landen

Bron: CPB (2015)

tot een hefboomwerking bij onvoorziene waardeveranderingen van de woning of in de rente, iets wat vaak wordt aangeduid als het probleem van de lange balansen van huishoudens (zie ook het citaat van Cochraine in de tekstbox).

In Nederland wordt het probleem van de lange balansen nog extra versterkt door de naar verhouding ruime leennormen en de grote volatiliteit in de woningprijzen die het gevolg is van het inelastische aanbod van woningen.

Het probleem van lange balansen zou nog toenemen als meer overwaarde benut zou worden via gewone, nominale hypotheke. Participatiehypotheke kunnen hier

*The average personal investor sits on a nontraded, highly leveraged, illiquid asset chockfull of idiosyncratic risk – the owner-occupied home. That government policy heavily encourages such a disastrous investment, under the fallacy that homes ‘build wealth’ (better than stocks), is obviously partly to blame. [...]*

*Given the policy, however, it is puzzling that intermediaries have not routinely helped people to hedge houseprice risks. Shiller (1993) argues for better financial along with many other market improvements to help insure individual and macro risks. [...] Still, intermediaries and advisers could be doing a lot more than they do with existing markets and with portfolio advice.*

John H. Cochrane, 2022. Portfolios for Long-Term Investors, *Review of Finance* 26, pp 1-42.

evenwel een uitweg bieden, omdat deze het risico verplaatsen van de consument naar de kredietverschaffer, wat huishoudens beschermt tegen het prijsrisico in hun woning. Beperking van het woningmarktrisico is niet alleen van belang voor het individuele huishouden, maar ook voor de economie als geheel. Participatiehypotheken kunnen mede zorgen voor herverdeling van het woningmarktrisico van huishoudens en banken naar pensioenfondsen en andere institutionele beleggers. Door het langetermijnkarakter van hun verplichtingen – en de gerichtheid op reële uitkomsten – zijn deze instellingen daarvoor ook beter toegerust dan banken, die nu een groot deel van de hypotheekverstrekking voor hun rekening nemen en vooral gericht zijn op nominale waarden. Banken in Nederland kennen ook strengere solvabiliteitseisen voor hypotheken, die door de uitspraak van de European Systemic Risk Board (ESRB) in oktober 2022 nog verder zijn aangehaald.<sup>22</sup> Een verschuiving in de verdeling van risico van banken naar pensioenfondsen sluit ook aan bij de aanbevelingen van de Europese Commissie, die al langere tijd pleit voor een grotere rol van institutionele beleggers bij het verschaffen van risicodragend vermogen aan de private sector (Europese Commissie, 2015).<sup>23</sup>

22 Zie voor het besluit van de Europese Commissie: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.opinion220906\\_ECdecision~ab96129e75.en.pdf?672561751752fcb24078d3a5060294c0](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrb.opinion220906_ECdecision~ab96129e75.en.pdf?672561751752fcb24078d3a5060294c0)

23 Zie voor de rol van pensioenfondsen, ook Bovenberg & Van Ewijk, 2011.

## **5. Nieuwe mogelijkheid voor mobiliseren van woningkapitaal: kans voor pensioenfondsen?**

Participatiehypotheken kunnen een middenweg bieden tussen het volledig verkopen van de woning en financiering met vreemd vermogen (nominale hypotheek), waarbij het eigendom en de risico's die daaraan verbonden zijn volledig voor de bewoner-eigenaar blijven. Bij deze hypotheken blijft het eigendom volledig bij de eigenaar, maar worden de risico's gedeeld met de geldschieter. Bij de ontwikkeling van deze participatiehypotheken kunnen pensioenfondsen een voortrekkersrol vervullen.

### **Impuls voor het mobiliseren van woningkapitaal**

Door te innoveren in participatiehypotheken kunnen pensioenfondsen een impuls geven aan het vergroten van de verzilveringsmarkt. Tegelijkertijd kunnen ze op deze manier helpen bij het mobiliseren van overwaarde die ingezet kan worden voor verduurzaming van de woningvoorraad in Nederland. Daarnaast kan een betere toegang tot het woningkapitaal voor huishoudens uitkomst bieden bij financiële tegenvallers en een tijdelijke behoefte aan extra middelen, bijvoorbeeld voor zorgverlof of heroriëntatie van de arbeidscarrière. Pensioenfondsen kunnen bijdragen aan deze doelen – die goed aansluiten bij *de Environmental, Social and Governance* (ESG) doelstellingen – door participatiehypotheken op hun balans op te nemen. Ook zouden ze deze hypotheken direct kunnen aanbieden aan hun deelnemers en zo de band met deelnemers versterken.

Hoewel het huizenprijrisico dat pensioenfondsen op de balans nemen uiteindelijk weer bij de deelnemers terechtkomt, neemt voor de deelnemer met participatiehypotheek het risico toch af, aangezien het pensioenfonds beter kan spreiden – bijvoorbeeld over generaties, maar ook tussen huurders en eigenwoningbezitters. Ook kan een pensioenfonds zijn portefeuille – nationaal en internationaal – aanpassen om de blootstelling aan het prijsrisico op de Nederlandse woningmarkt te beperken.

### **Kans voor pensioenfondsen**

Voor pensioenfondsen bieden participatiehypotheken de aanvullende mogelijkheid om een direct aandeel te nemen in het particuliere woningbezit in Nederland. Pensioenfondsen hebben hierbij het voordeel boven bijvoorbeeld banken dat zij beter in staat zijn om met het prijsrisico op de woningmarkt om te gaan. Participatiehypotheken sluiten immers goed aan bij het langetermijnkarakter van de verplichtingen van pensioenfondsen, zeker wanneer met de overgang naar het

nieuwe pensioencontract het accent verschuift van een nominale naar een meer reële pensioenambitie.

In hoeverre participatiehypotheken bijdragen aan het resultaat van pensioenfondsen hangt vanzelfsprekend af van de efficiëntie waarmee deze producten kunnen worden aangeboden. Ook is van belang hoe deze hypotheken passen binnen de totale portefeuille, die nu meestal al substantiële vastgoedbeleggingen kent, maar dan vooral in zakelijk vastgoed.<sup>24</sup> Vanuit macro-economisch perspectief speelt wel de vraag of het niet tot een grotere *home-bias* in de beleggingen van de pensioensector leidt en daarmee het (systematisch) risico kan vergroten. Dit hangt in belangrijke mate af van de vraag hoe de totale balans van de fondsen er met participatiehypotheken uit gaat zien. Voor zover deze hypotheekvorm in plaats komt van bestaande beleggingen in nominale hypotheken is dit gevaar afwezig; hier biedt risicodeling juist het voordeel van minder kredietrisico.

### **Zorgvuldige vormgeving**

De Angelsaksische ervaringen laten zien dat er ook aandacht moet zijn voor de nadelen, risico's en kosten van dit nieuwe type product. Zo worden participatiehypotheken in het algemeen als wat complexer gezien dan reguliere (omkeer)hypotheken. Transparante communicatie over de exacte werking en kosten is dan ook cruciaal. Consumenten dienen in een oogopslag te worden geïnformeerd over de jaarlijkse vergoeding, de grondslag waartegen de marktwaardeontwikkeling wordt verrekend en de exacte winst-/verliesdeling van het product. Ook dient de consument zich bewust te zijn dat niet al het risico wordt gedeeld en het idiosyncratische risico resteert. Heldere communicatie en verwachtingenmanagement is hierbij een eerste vereiste. Dit alles pleit voor een eenvoudige en transparante vormgeving van het product, dus met eenvoudige lineaire en symmetrische vormgeving van de risicodeling, zonder hefboomwerking en met een helder onderscheid tussen rente, aflossing en andere kosten die aan de lening verbonden zijn.

### **Pensioenfonds als vertrouwd partner**

Goede begeleiding van de financiële keuzen van consumenten moet ook hoog op de agenda staan. Pensioenfondsen hebben als voordeel dat ze als vertrouwde partner (*trusted partner*) voor huishoudens kunnen optreden en daarmee het wantrouwen in verzilveringsproducten kunnen wegnemen. Met de invoering van de Wet toekomst

24. Met name de grotere pensioenfondsen houden residentieel vastgoed aan, maar het aanbod in deze markt is beperkt.

pensioenen krijgen pensioenfondsen nadrukkelijk de taak om hun deelnemers niet alleen te informeren, maar ook te begeleiden in hun financiële keuzen. De zorgplicht strekt zich daarmee in de toekomst in zekere zin dus ook uit naar pensioenfondsen en -uitvoerders.

In de begeleiding van de financiële levensplanning is een integrale benadering van de verschillende bouwstenen van het pensioeninkomen – als een ‘financieel lego’ – cruciaal (Brounen e.a., 2019). Hierbij zal het tandem ‘pensioen-eigen woning’ een belangrijke plaats innemen. Dat biedt de gelegenheid om de mogelijkheden om overwaarde aan te spreken en woningmarktrisico’s te delen onder de aandacht te brengen; niet alleen bij de hoge inkomensgroepen, maar juist ook bij de middengroepen die gemiddeld over minder liquiditeit beschikken en veel baat hebben bij grotere flexibiliteit in hun financiën en mogelijkheden om te investeren in de verduurzaming van hun eigen woning.

Ten slotte kunnen overheid en toezichthouders deze ontwikkeling ondersteunen door te zorgen voor goede informatie, bijvoorbeeld via platformorganisaties als ‘Wijzer in geldzaken’ en ‘Mijn pensioenoverzicht’.

## 6. Tot slot: vervolgstappen voor succesvolle innovatie

Voor een succesvolle introductie van participatiehypotheken in Nederland moet aan een aantal voorwaarden zijn voldaan, waaronder:

- De consument herkent de participatiehypothek als interessante mogelijkheid om overwaarde in de eigen woning te mobiliseren en in de financiële advisering krijgt deze optie een vaste plek.
- Benodigde standaarden, zoals bepaling van prijsontwikkeling op de woningmarkt, verbijzondering hiervan naar de eigen woning, de timing ervan en de financiële positie van consumenten moeten door de aanbieder goed zijn uitgewerkt en worden onderschreven.
- Het product zelf dient zo eenvoudig, transparant en gestandaardiseerd als mogelijk te zijn. De consument zou de waardeverandering van het product zelf moeten kunnen berekenen.
- Het product moet worden aangeboden via overzichtelijke en efficiënte distributiekanaalen (platforms, intermediairs), zodat het door institutionele beleggers als pensioenfondsen ook grootschalig kan worden ingezet.
- Vanaf de introductie is de regelgeving of eventuele zelfregulering goed geregeld, zodat de consument kan bouwen op duidelijke spelregels.
- Zorgvuldige begeleiding en advisering door pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en financieel adviseurs bij financiële levensplanning van huishoudens is essentieel.
- De keuzebegeleiding en advisering moet worden ondersteund door brede informatie en voorlichting via officiële organisaties zoals 'Wijzer in geldzaken', 'Mijn pensioenoverzicht', via Nibud, consumentenorganisaties en financieel adviseurs en waar nodig ondersteund in regelgeving en toezicht.
- Ten slotte moet helderheid bestaan over de verantwoordelijkheidsverdeling en over eventuele aansprakelijkheidsrisico's voor pensioenfondsen.

Het nemen van deze stappen kan in belangrijke mate bijdragen aan het mobiliseren van het woningkapitaal. Succesvolle introductie van participatiehypotheken kan voor consumenten – en ook maatschappelijk – een waardevolle aanvulling bieden op de bestaande mogelijkheden om het woningkapitaal te benutten.

## Literatuur

- AFM, 2020. *Onderzoek naar het productontwikkelings- en reviewproces bij aanbieders van verzilverhypotheeken*, Amsterdam.
- AFM en CPB, *Stresstest huishoudens*, Coronapublicatie, 2020, CPB.
- Been, J., Van Ewijk, C., Knoef, M., Mehlkopf, R., Muns, S., 2022. *Households' heterogeneous welfare effects of using housing equity for life-cycle consumption*, Netspar Discussion Paper DP06/2022-027.
- Benetton, M., Bracke, Ph., Cocco, J., Garbarino, N., 2019. *Housing consumption and investment: evidence from shared equity mortgages*, Staff Working Paper790, Bank of England.
- Biesenbeek, C., Heerma van Voss, B., Mastrogiamomo M., 2022. *Werkenden zonder pensioenopbouw*, Occasional Studies, 20 – 3, DNB.
- Bovenberg, A. L., Van Ewijk, C., 2011. *Private pensions in Europe*, Policy Brief 2011/7, CPB.
- Brounen, D., Kortleve, N., Ponds, E., 2019. *Woning en pensioen als financieel Lego*, Netspar Brief 17, Netspar.
- Caplin., A., Goetzmann, W., Hangen, E., Nalebuff, B., Prentice, E., Rodkin, J., Spiegel, M., Skinner, T., 2003, *Home equity Insurance: a pilot project*, ICF working paper, Yale.
- Ciurilă N., Kok, C., Ter Rele, H., Zwaneveld, P., 2022. Optimizing the life-cycle path of pension premium payments and the pension ambition in the Netherlands, *De Economist* 170, 69–105.
- Consumentenbond, 2022. *Overwaarde huis opnemen: hoe doe je dat?*, Consumentengids november 29.
- Cox, R., de Jong-Tennekes, D. 2012. Hypotheek verzekeren of niet?, *Real Estate Research Quarterly*, 11, 6–13.
- CPB, 2015. *De Nederlandse consumptie: goede tijden, slechte tijden*, Policy Brief 2015/03, CPB.
- CPB 2020. *Beweging op de woningmarkt: prijzen en volumes*, Notitie, maart 2020, CPB.
- CPB 2021. *Sturen naar vermogen*, Policy Brief, mei 2021, CPB.
- Darvas, Z., Schoenmaker, D., 2018. 'Institutional investors and development of Europe's capital markets', in Busch, D., Avgouleas, E., Ferrarini, G. (eds), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press, chapter 18.
- Dillingh, R., Prast, H., Rossi, M., Brancati, C., 2015. *The psychology and economics of reverse mortgage attitudes Evidence from the Netherlands*, Netspar Design Paper 38, Netspar.
- DNB, 2015. *Wealth formation of Dutch households: a policy assessment*, Occasional Studies 13 – 1, DNB.
- EIB, 2018. *Klimaatbeleid en de gebouwde omgeving: Van ambities naar resultaten*, Economisch Instituut voor de Bouw.
- Eichholtz, P., Korevaar, M., Lindenthal, T., Tallec, R., 2021. The total return and risk to residential real estate, *The Review of Financial Studies* 34, 3608–3646.
- Europese Commissie, 2015. *Groenboek langetermijnfinanciering van de Europese economie*, Brussel.
- Europese Commissie, 2020. *A Capital Markets Union for people and businesses–new action plan*, Brussel.
- EY, 2020. *Global equity release roundtable 2020 survey report*, Ernst and Young (EY).
- Fornero, E. & Rossi, M., Brancati, U., Cesira, M., 2016. Explaining why, right or wrong, (Italian) households do not like reverse mortgages, *Journal of Pension Economics and Finance*, 15, 180–202.



- Giacoletti M., Van Nieuwerburgh, S., 2021. Idiosyncratic risk in housing markets: Credit supply and house prices: Evidence from mortgage market segmentation, *Review of Financial Studies*, 34, 3695–3741.
- Hambel, C., Kraft, H., Meyer-Wehmann, A., 2022. *When Should Retirees Tap Their Home Equity?* Working Paper 293, Leibniz Institute for Financial Research SAFE.
- IBO (Interdepartementaal BeleidsOnderzoek), 2022. *Licht uit, spot aan: de vermogensverdeling*, Rijksoverheid.
- Jong, P. de, Rouwendal, J., Brouwer, A., 2022. Staying put out of choice or constraint? The residential choice behaviour of Dutch older adults. *Population Space and Place*, 28(4), 1–16.
- Jordà, Ò., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M. Taylor, A., 2019. The rate of return on everything, 1870–2015, *The Quarterly Journal of Economics*, 134, 1225–1298.
- Mastrogiacomo, M., Biesenbeek, C., 2022. *Geen pensioen en geen huis? Het effect van LTV-limieten op de vermogensopbouw van zelfstandigen*, Design Paper 208, Netspar.
- Mayer, C., Moulton, S., 2022. The market for reverse mortgages among older Americans, in O. Mitchel Ed. (2022), *New Models for Managing Longevity Risk*, Oxford University Press, chapter 13, 258–300.
- Mian, A., Sufi, A., 2015. *House of Debt*, University of Chicago Press.
- Nakajima, M., Telyukova, I., 2017. Reverse mortgage loans: A quantitative analysis, *The Journal of Finance* 72, 911– 949.
- NHG, 2021. *Jaarverslag 2021*.
- Ooijen, R. van, Alessie, R., Kalwij, A., 2015. Saving behavior and portfolio choice after retirement, *De Economist* 163, 353–404
- Shiller, R.J., 1993. *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*. Oxford University Press.
- Shiller, R.J., Weiss, A.N., 1999. Home equity insurance. *The Journal of Real Estate Finance and Economics* 19, 21–47.
- Taskforce Verzilveren, 2013. *Eigen haard is zilver waard*.
- Zijlstra, W., Krijnen, J., Knoef, M., 2021. *Default as advice? A survey experiment on preselecting pension choices and the Endorsement effect*, Discussion paper 06/2012–005, Netspar.

## OVERZICHT UITGAVEN IN DE DESIGN PAPER SERIE

- 1 Naar een nieuw pensioencontract (2011)  
Lans Bovenberg en Casper van Ewijk
- 2 Langlevenrisico in collectieve pensioencontracten (2011)  
Anja De Waegenaere, Alexander Paulis en Job Stigter
- 3 Bouwstenen voor nieuwe pensioencontracten en uitdagingen voor het toezicht daarop (2011)  
Theo Nijman en Lans Bovenberg
- 4 European supervision of pension funds: purpose, scope and design (2011)  
Niels Kortleve, Wilfried Mulder and Antoon Pelsser
- 5 Regulating pensions: Why the European Union matters (2011)  
Ton van den Brink, Hans van Meerten and Sybe de Vries
- 6 The design of European supervision of pension funds (2012)  
Dirk Broeders, Niels Kortleve, Antoon Pelsser and Jan-Willem Wijckmans
- 7 Hoe gevoelig is de uittredeleeftijd voor veranderingen in het pensioenstelsel? (2012)  
Didier Fouarge, Andries de Grip en Raymond Montizaan
- 8 De inkomensverdeling en levensverwachting van ouderen (2012)  
MARIKE KNOEF, ROB ALESSIE en ADRIAAN KALWIJ
- 9 Marktconsistente waardering van zachte pensioenrechten (2012)  
Theo Nijman en Bas Werker
- 10 De RAM in het nieuwe pensioenakkoord (2012)  
Frank de Jong en Peter Schotman
- 11 The longevity risk of the Dutch Actuarial Association's projection model (2012)  
Frederik Peters, Wilma Nusselder and Johan Mackenbach
- 12 Het koppelen van pensioenleeftijd en pensioenaanspraken aan de levensverwachting (2012)  
Anja De Waegenaere, Bertrand Melenberg en Tim Boonen
- 13 Impliciete en expliciete leeftijdsdifferentiatie in pensioencontracten (2013)  
Roel Mehlkopf, Jan Bonenkamp, Casper van Ewijk, Harry ter Rele en Ed Westerhout
- 14 Hoofdlijnen Pensioenakkoord, juridisch begrepen (2013)  
Mark Heemskerk, Bas de Jong en René Maatman
- 15 Different people, different choices: The influence of visual stimuli in communication on pension choice (2013)  
Elisabeth Brügggen, Ingrid Rohde and Mijke van den Broeke
- 16 Herverdeling door pensioenregelingen (2013)  
Jan Bonenkamp, Wilma Nusselder, Johan Mackenbach, Frederik Peters en Harry ter Rele
- 17 Guarantees and habit formation in pension schemes: A critical analysis of the floor-leverage rule (2013)  
Frank de Jong and Yang Zhou
- 18 The holistic balance sheet as a building block in pension fund supervision (2013)  
Erwin Fransen, Niels Kortleve, Hans Schumacher, Hans Staring and Jan-Willem Wijckmans
- 19 Collective pension schemes and individual choice (2013)  
Jules van Binsbergen, Dirk Broeders, Myrthe de Jong and Ralph Kojien
- 20 Building a distribution builder: Design considerations for financial investment and pension decisions (2013)  
Bas Donkers, Carlos Lourenço, Daniel Goldstein and Benedict Dellaert

- 21 Escalerende garantietoezeggingen: een alternatief voor het StAr RAM-contract (2013)  
Seraas van Bilsen, Roger Laeven en Theo Nijman
- 22 A reporting standard for defined contribution pension plans (2013)  
Kees de Vaan, Daniele Fano, Herialt Mens and Giovanna Nicodano
- 23 Op naar actieve pensioenconsumenten: Inhoudelijke kenmerken en randvoorwaarden van effectieve pensioencommunicatie (2013)  
Niels Kortleve, Guido Verbaal en Charlotte Kuiper
- 24 Naar een nieuw deelnemergericht UPO (2013)  
Charlotte Kuiper, Arthur van Soest en Cees Dert
- 25 Measuring retirement savings adequacy; developing a multi-pillar approach in the Netherlands (2013)  
Marika Knoef, Jim Been, Rob Alessie, Koen Caminada, Kees Goudswaard, and Adriaan Kalwij
- 26 Illiquiditeit voor pensioenfondsen en verzekeraars: Rendement versus risico (2014)  
Joost Driessen
- 27 De doorsneesystematiek in aanvullende pensioenregelingen: effecten, alternatieven en transitiepaden (2014)  
Jan Bonenkamp, RYanne Cox en Marcel Lever
- 28 EIOPA: bevoegdheden en rechtsbescherming (2014)  
Ivor Witte
- 29 Een institutionele beleggersblik op de Nederlandse woningmarkt (2013)  
Dirk Brounen en Ronald Mahieu
- 30 Verzekeraar en het reële pensioencontract (2014)  
Jolanda van den Brink, Erik Lutjens en Ivor Witte
- 31 Pensioen, consumptiebehoeften en ouderenzorg (2014)  
Marika Knoef, Arjen Hussem, Arjan Soede en Jochem de Bresser
- 32 Habit formation: implications for pension plans (2014)  
Frank de Jong and Yang Zhou
- 33 Het Algemeen pensioenfonds en de taakafbakening (2014)  
Ivor Witte
- 34 Intergenerational Risk Trading (2014)  
Jijia Cui and Eduard Ponds
- 35 Beëindiging van de doorsneesystematiek: juridisch navigeren naar alternatieven (2015)  
Dick Boeijen, Mark Heemskerk en René Maatman
- 36 Purchasing an annuity: now or later? The role of interest rates (2015)  
Thijs Markwat, Roderick Molenaar and Juan Carlos Rodriguez
- 37 Entrepreneurs without wealth? An overview of their portfolio using different data sources for the Netherlands (2015)  
Mauro Mastrogiacomo, Yue Li and Rik Dillingh
- 38 The psychology and economics of reverse mortgage attitudes. Evidence from the Netherlands (2015)  
Rik Dillingh, Henriëtte Prast, Mariacristina Rossi and Cesira Urzì Brancati
- 39 Keuzevrijheid in de uittreedleeftijd (2015)  
Arthur van Soest
- 40 Afschaffing doorsneesystematiek: verkenning van varianten (2015)  
Jan Bonenkamp en Marcel Lever
- 41 Nederlandse pensioenopbouw in internationaal perspectief (2015)  
Marika Knoef, Kees Goudswaard, Jim Been en Koen Caminada
- 42 Intergenerationele risicodeling in collectieve en individuele pensioencontracten (2015)  
Jan Bonenkamp, Peter Broer en Ed Westerhout
- 43 Inflation Experiences of Retirees (2015)  
Adriaan Kalwij, Rob Alessie, Jonathan Gardner and Ashik Anwar Ali
- 44 Financial fairness and conditional indexation (2015)  
Torsten Kleinow and Hans Schumacher
- 45 Lessons from the Swedish occupational pension system (2015)  
Lans Bovenberg, RYanne Cox and Stefan Lundbergh

- 46 Heldere en harde pensioenrechten onder een PPR (2016)  
Mark Heemskerk, René Maatman en Bas Werker
- 47 Segmentation of pension plan participants: Identifying dimensions of heterogeneity (2016)  
Wiebke Eberhardt, Elisabeth Brüggem, Thomas Post and Chantal Hoet
- 48 How do people spend their time before and after retirement? (2016)  
Johannes Binswanger
- 49 Naar een nieuwe aanpak voor risicoprofiel-meting voor deelnemers in pensioenregelingen (2016)  
Benedict Dellaert, Bas Donkers, Marc Turlings, Tom Steenkamp en Ed Vermeulen
- 50 Individueel defined contribution in de uitkeringsfase (2016)  
Tom Steenkamp
- 51 Wat vinden en verwachten Nederlanders van het pensioen? (2016)  
Arthur van Soest
- 52 Do life expectancy projections need to account for the impact of smoking? (2016)  
Frederik Peters, Johan Mackenbach en Wilma Nusselder
- 53 Effecten van gelaagdheid in pensioen-documenten: een gebruikersstudie (2016)  
Louise Nell, Leo Lentz en Henk Pander Maat
- 54 Term Structures with Converging Forward Rates (2016)  
Michel Vellekoop and Jan de Kort
- 55 Participation and choice in funded pension plans (2016)  
Manuel García-Huitrón and Eduard Ponds
- 56 Interest rate models for pension and insurance regulation (2016)  
Dirk Broeders, Frank de Jong and Peter Schotman
- 57 An evaluation of the nFTK (2016)  
Lei Shu, Bertrand Melenberg and Hans Schumacher
- 58 Pensioenen en inkomensongelijkheid onder ouderen in Europa (2016)  
Koen Caminada, Kees Goudswaard, Jim Been en Marike Knoef
- 59 Towards a practical and scientifically sound tool for measuring time and risk preferences in pension savings decisions (2016)  
Jan Potters, Arno Riedl and Paul Smeets
- 60 Save more or retire later? Retirement planning heterogeneity and perceptions of savings adequacy and income constraints (2016)  
Ron van Schie, Benedict Dellaert and Bas Donkers
- 61 Uitstroom van oudere werknemers bij overheid en onderwijs. Selectie uit de poort (2016)  
Frank Cörvers en Janneke Wilschut
- 62 Pension risk preferences. A personalized elicitation method and its impact on asset allocation (2016)  
Gosse Alserda, Benedict Dellaert, Laurens Swinkels and Fieke van der Lecq
- 63 Market-consistent valuation of pension liabilities (2016)  
Antoon Pelsser, Ahmad Salahnejhad and Ramon van den Akker
- 64 Will we repay our debts before retirement? Or did we already, but nobody noticed? (2016)  
Mauro Mastrogiacomo
- 65 Effectieve ondersteuning van zelfmanagement voor de consument (2016)  
Peter Lapperre, Alwin Oerlemans en Benedict Dellaert
- 66 Risk sharing rules for longevity risk: impact and wealth transfers (2017)  
Anja De Waegenaere, Bertrand Melenberg and Thijs Markwat
- 67 Heterogeniteit in doorsneeproblematiek. Hoe pakt de transitie naar degressieve opbouw uit voor verschillende pensioenfondsen? (2017)  
Loes Frehen, Wouter van Wel, Casper van Ewijk, Johan Bonekamp, Joost van Valkengoed en Dick Boeijen
- 68 De toereikendheid van pensioenopbouw na de crisis en pensioenhervormingen (2017)  
Marike Knoef, Jim Been, Koen Caminada, Kees Goudswaard en Jason Rhuggenaath

- 69 De combinatie van betaald en onbetaald werk in de jaren voor pensioen (2017)  
Marleen Damman en Hanna van Solinge
- 70 Default life-cycles for retirement savings (2017)  
Anna Grebenchtchikova, Roderick Molenaar, Peter Schotman en Bas Werker
- 71 Welke keuzemogelijkheden zijn wenselijk vanuit het perspectief van de deelnemer? (2017)  
Casper van Ewijk, Roel Mehlkopf, Sara van den Bleeken en Chantal Hoet
- 72 Activating pension plan participants: investment and assurance frames (2017)  
Wiebke Eberhardt, Elisabeth Brüggem, Thomas Post en Chantal Hoet
- 73 Zerotopia – bounded and unbounded pension adventures (2017)  
Samuel Sender
- 74 Keuzemogelijkheden en maatwerk binnen pensioenregelingen (2017)  
Saskia Bakels, Agnes Joseph, Niels Kortleve en Theo Nijman
- 75 Polderen over het pensioenstelsel. Het debat tussen de sociale partners en de overheid over de oudedagvoorzieningen in Nederland, 1945–2000 (2017)  
Paul Brusse
- 76 Van uitkeringsovereenkomst naar PPR (2017)  
Mark Heemskerk, Kees Kamminga, René Maatman en Bas Werker
- 77 Pensioenresultaat bij degressieve opbouw en progressieve premie (2017)  
Marcel Lever en Sander Muns
- 78 Bestedingsbehoeften bij een afnemende gezondheid na pensionering (2017)  
Lieve Kools en Marike Knoef
- 79 Model Risk in the Pricing of Reverse Mortgage Products (2017)  
Anja De Waegenaere, Bertrand Melenberg, Hans Schumacher, Lei Shu and Lieve Werner
- 80 Expected Shortfall voor toezicht op verzekeraars: is het relevant? (2017)  
Tim Boonen
- 81 The Effect of the Assumed Interest Rate and Smoothing on Variable Annuities (2017)  
Anne G. Balter and Bas J.M. Werker
- 82 Consumer acceptance of online pension investment advice (2017)  
Benedict Dellaert, Bas Donkers and Carlos Lourenço
- 83 Individualized life-cycle investing (2017)  
Gréta Oleár, Frank de Jong and Ingmar Minderhoud
- 84 The value and risk of intergenerational risk sharing (2017)  
Bas Werker
- 85 Pensioenwensen voor en na de crisis (2017)  
Jochem de Bresser, Marike Knoef en Lieve Kools
- 86 Welke vaste dalingen en welk beleggings-beleid passen bij gewenste uitkeringsprofielen in verbeterde premiereregelingen? (2017)  
Johan Bonekamp, Lans Bovenberg, Theo Nijman en Bas Werker
- 87 Inkomens- en vermogensafhankelijke eigen bijdragen in de langdurige ouderenzorg: een levensloopperspectief (2017)  
Arjen Hussem, Harry ter Rele en Bram Wouterse
- 88 Creating good choice environments – Insights from research and industry practice (2017)  
Elisabeth Brüggem, Thomas Post and Kimberley van der Heijden
- 89 Two decades of working beyond age 65 in the Netherlands. Health trends and changes in socio-economic and work factors to determine the feasibility of extending working lives beyond age 65 (2017)  
Dorly Deeg, Maaïke van der Noordt and Suzan van der Pas
- 90 Cardiovascular disease in older workers. How can workforce participation be maintained in light of changes over time in determinants of cardiovascular disease? (2017)  
Dorly Deeg, E. Burgers and Maaïke van der Noordt
- 91 Zicht op zzp-pensioen (2017)  
Wim Zwinkels, Marike Knoef, Jim Been, Koen Caminada en Kees Goudswaard

- 92 Return, risk, and the preferred mix of PAYG and funded pensions (2017)  
Marcel Lever, Thomas Michielsen and Sander Muns
- 93 Life events and participant engagement in pension plans (2017)  
Matthew Blakstad, Elisabeth Brügggen and Thomas Post
- 94 Parttime pensioneren en de arbeidsparticipatie (2017)  
Raymond Montizaan
- 95 Keuzevrijheid in pensioen: ons brein wil niet kiezen, maar wel gekozen hebben (2018)  
Walter Limpens en Joyce Vonken
- 96 Employability after age 65? Trends over 23 years in life expectancy in good and in poor physical and cognitive health of 65–74-year-olds in the Netherlands (2018)  
Dorly Deeg, Maaïke van der Noordt, Emiel Hoogendijk, Hannie Comijs and Martijn Huisman
- 97 Loslaten van de verplichte pensioenleeftijd en het organisatieklimaat rondom langer doorwerken (2018)  
Jaap Oude Mulders, Kène Henkens en Harry van Dalen
- 98 Overgangseffecten bij introductie degressieve opbouw (2018)  
Bas Werker
- 99 You're invited – RSVP! The role of tailoring in incentivising people to delve into their pension situation (2018)  
Milena Dinkova, Sanne Elling, Adriaan Kalwij en Leo Lentz
- 100 Geleidelijke uittreding en de rol van deeltijdpensioen (2018)  
Jonneke Bolhaar en Daniël van Vuuren
- 101 Naar een model voor pensioencommunicatie (2018)  
Leo Lentz, Louise Nell en Henk Pander Maat
- 102 Tien jaar UPO. Een terugblik en vooruitblik op inhoud, doelen en effectiviteit (2018)  
Sanne Elling en Leo Lentz
- 103 Health and household expenditures (2018)  
Raun van Ooijen, Jochem de Bresser en Marike Knoef
- 104 Keuzevrijheid in de uitkeringsfase: internationale ervaringen (2018)  
Marcel Lever, Eduard Ponds, Rik Dillingh en Ralph Stevens
- 105 The move towards riskier pension products in the world's best pension systems (2018)  
Anne G. Balter, Malene Kallestrup-Lamb and Jesper Rangvid
- 106 Life Cycle Option Value: The value of consumer flexibility in planning for retirement (2018)  
Sonja Wendel, Benedict Dellaert and Bas Donkers
- 107 Naar een duidelijk eigendomsbegrip (2018)  
Jop Tangelder
- 108 Effect van stijging AOW-leeftijd op arbeidsongeschiktheid (2018)  
Rik Dillingh, Jonneke Bolhaar, Marcel Lever, Harry ter Rele, Lisette Swart en Koen van der Ven
- 109 Is de toekomst gearriveerd? Data science en individuele keuzemogelijkheden in pensioen (2018)  
Wesley Kaufmann, Bastiaan Starink en Bas Werker
- 110 De woontevredenheid van ouderen in Nederland (2018)  
Jan Rouwendal
- 111 Towards better prediction of individual longevity (2018)  
Dorly Deeg, Jan Kardaun, Maaïke van der Noordt, Emiel Hoogendijk en Natasja van Schoor
- 112 Framing in pensioenkeuzes. Het effect van framing in de keuze voor beleggingsprofiel in DC-plannen naar aanleiding van de Wet verbeterde premieregeling (2018)  
Marijke van Putten, Rogier Potter van Loon, Marc Turlings en Eric van Dijk
- 113 Working life expectancy in good and poor self-perceived health among Dutch workers aged 55–65 years with a chronic disease over the period 1992–2016 (2019)  
Astrid de Wind, Maaïke van der Noordt, Dorly Deeg and Cécile Boot
- 114 Working conditions in post-retirement jobs: A European comparison (2019)  
Ellen Dingemans and Kène Henkens

- 115 Is additional indebtedness the way to increase mortgage–default insurance coverage? (2019)  
Yeorim Kim, Mauro Mastrogiacomio, Stefan Hochguertel and Hans Bloemen
- 116 Appreciated but complicated pension Choices? Insights from the Swedish Premium Pension System (2019)  
Monika Böhnke, Elisabeth Brügggen and Thomas Post
- 117 Towards integrated personal financial planning. Information barriers and design propositions (2019)  
Nitesh Bharosa and Marijn Janssen
- 118 The effect of tailoring pension information on navigation behavior (2019)  
Milena Dinkova, Sanne Elling, Adriaan Kalwij and Leo Lentz
- 119 Opleiding, levensverwachting en pensioenleeftijd: een vergelijking van Nederland met andere Europese landen (2019)  
Johan Mackenbach, José Rubio Valverde en Wilma Nusselder
- 120 Giving with a warm hand: Evidence on estate planning and bequests (2019)  
Eduard Suari–Andreu, Raun van Ooijen, Rob J.M. Alessie and Viola Angelini
- 121 Investeren in menselijk kapitaal: een gecombineerd werknemers– en werkgeversperspectief (2019)  
Raymond Montizaan, Merlin Nieste en Davey Poulissen
- 122 The rise in life expectancy – corresponding rise in subjective life expectancy? Changes over the period 1999–2016 (2019)  
Dorly Deeg, Maaïke van der Noordt, Noëlle Sant, Henrike Galenkamp, Fanny Janssen and Martijn Huisman
- 123 Pensioenaanvullingen uit het eigen woningbezit (2019)  
Dirk Brounen, Niels Kortleve en Eduard Ponds
- 124 Personal and work–related predictors of early exit from paid work among older workers with health limitations (2019)  
Nils Plomp, Sascha de Breij and Dorly Deeg
- 125 Het delen van langlevensrisico (2019)  
Anja De Waegenaere, Agnes Joseph, Pascal Janssen en Michel Vellekoop
- 126 Maatwerk in pensioencommunicatie (2019)  
Sanne Elling en Leo Lentz
- 127 Dutch Employers’ Responses to an Aging Workforce: Evidence from Surveys, 2009–2017 (2019)  
Jaap Oude Mulders, Kène Henkens and Hendrik P. van Dalen
- 128 Preferences for solidarity and attitudes towards the Dutch pension system – Evidence from a representative sample (2019)  
Arno Riedl, Hans Schmeets and Peter Werner
- 129 Deeltijdpensioen geen wondermiddel voor langer doorwerken (2019)  
Henk–Wim de Boer, Tunga Kantarcı, Daniel van Vuuren en Ed Westerhout
- 130 Spaarmotieven en consumptiegedrag (2019)  
Johan Bonekamp en Arthur van Soest
- 131 Substitute services: a barrier to controlling long–term care expenditures (2019)  
Mark Kattenberg and Pieter Bakx
- 132 Voorstel keuzearchitectuur pensioensparen voor zelfstandigen (2019)  
Jona Linde
- 133 The impact of the virtual integration of assets on pension risk preferences of individuals (2019)  
Sesil Lim, Bas Donkers en Benedict Dellaert
- 134 Reforming the statutory retirement age: Policy preferences of employers (2019)  
Hendrik P. van Dalen, Kène Henkens and Jaap Oude Mulders
- 135 Compensatie bij afschaffing doorsnee–systematiek (2019)  
Dick Boeijen, Chantal de Groot, Mark Heemskerk, Niels Kortleve en René Maatman
- 136 Debt affordability after retirement, interest rate shocks and voluntary repayments (2019)  
Mauro Mastrogiacomio

- 137 Using social norms to activate pension plan members: insights from practice (2019)  
Joyce Augustus-Vonken, Pieter Verhallen, Lisa Brüggem and Thomas Post
- 138 Alternatieven voor de huidige verplichtstelling van bedrijfstakpensioenfondsen (2020)  
Erik Lutjens en Fieke van der Lecq
- 139 Eigen bijdrage aan ouderenzorg (2020)  
Pieter Bakx, Judith Bom, Marianne Tenand en Bram Wouterse
- 140 Inrichting fiscaal kader bij afschaffing doorsneesystematiek (2020)  
Bastiaan Starink en Michael Visser
- 141 Hervorming langdurige zorg: trends in het gebruik van verpleging en verzorging (2020)  
Pieter Bakx, Pilar Garcia-Gomez, Sara Rellstab, Erik Schut en Eddy van Doorslaer
- 142 Genetic health risks, insurance, and retirement (2020)  
Richard Karlsson Linnér and Philipp D. Koellinger
- 143 Publieke middelen voor particuliere ouderenzorg (2020)  
Arjen Hussem, Marianne Tenand en Pieter Bakx
- 144 Emotions and technology in pension service interactions: Taking stock and moving forward (2020)  
Wiebke Eberhardt, Alexander Henkel en Chantal Hoet
- 145 Opleidingsverschillen in levensverwachting: de bijdrage van acht risicofactoren (2020)  
Wilma J. Nusselder, José Rubio Valverde en Johan P. Mackenbach
- 146 Shades of Labor: Motives of Older Adults to Participate in Productive Activities (2020)  
Sonja Wendel and Benedict Dellaert
- 147 Raising pension awareness through letters and social media: Evidence from a randomized and a quasi-experiment (2020)  
Marieke Knoef, Jim Been and Marijke van Putten
- 148 Infographics and Financial Decisions (2020)  
Ruben Cox and Peter de Goeij
- 149 To what extent can partial retirement ensure retirement income adequacy? (2020)  
Tunga Kantarcı and Jochem Zweerink
- 150 De steun voor een 'zwareberoepenregeling' ontleed (2020)  
Harry van Dalen, Kène Henkens en Jaap Oude Mulders
- 151 Verbeteren van de inzetbaarheid van oudere werknemers tot aan pensioen: literatuuroverzicht, inzichten uit de praktijk en de rol van pensioenuitvoerders (2020)  
Peter Lapperre, Henk Heek, Pascal Corten, Ad van Zonneveld, Robert Boulogne, Marieke Koeman en Benedict Dellaert
- 152 Betere risicospreiding van eigen bijdragen in de verpleeghuiszorg (2020)  
Bram Wouterse, Arjen Hussem en Rob Aalbers
- 153 Doorbeleggen met garanties? (2020)  
Roderick Molenaar, Peter Schotman, Peter Dekkers en Mark Irwin
- 154 Differences in retirement preferences between the self-employed and employees: Do job characteristics play an explanatory role? (2020)  
Marleen Damman, Dieuwke Zwier en Swenne G. van den Heuvel
- 155 Do financial incentives stimulate partially disabled persons to return to work? (2020)  
Tunga Kantarcı and Jan-Maarten van Sonsbeek
- 156 Wijzigen van de bedrijfstakpensioenregeling: tussen pensioenfondsbestuur en sociale partners (2020)  
J.R.C. Tangelder
- 157 Keuzes tijdens de pensioenopbouw: de effecten van nudging met volgorde en standaardopties (2020)  
Wilde Zijlstra, Jochem de Bresser en Marieke Knoef
- 158 Keuzes rondom pensioen: implicaties op uitkeringssnelheid voor een heterogeen deelnemersbestand (2020)  
Servaas van Bilsen, Johan Bonekamp, en Eduard Ponds



- 159 Met big data inspelen op woonwensen en woongedrag van ouderen: praktische inzichten voor ontwerp en beleid (2020)  
Ioulia V. Ossokina en Theo A. Arentze
- 160 Economic consequences of widowhood: Evidence from a survivor's benefits reform in the Netherlands (2020)  
Jeroen van der Vaart, Rob Alessie and Raun van Ooijen
- 161 How will disabled workers respond to a higher retirement age? (2020)  
Tunga Kantarcı, Jim Been and Arthur van Soest
- 162 Deeltijdpensioenen: belangstelling en belemmeringen op de werkvloer (2020)  
Hanna van Solinge, Harry van Dalen en Kène Henkens
- 163 Investing for Retirement with an Explicit Benchmark (2020)  
Anne Balter, Lennard Beijering, Pascal Janssen, Frank de Jong, Agnes Joseph, Thijs Kamma and Antoon Pelsser
- 164 Vergrijzing en verzuim: impact op de verzekeringsvoorkeuren van werkgevers (2020)  
Remco Mallee en Raymond Montizaan
- 165 Arbeidsmarkteffecten van de pensioenpremiestystematiek (2020)  
Marieke Knoef, Sander Muns en Arthur van Soest
- 166 Risk Sharing within Pension Schemes (2020)  
Anne Balter, Frank de Jong en Antoon Pelsser
- 167 Supporting pension participants: Three lessons learned from the medical domain for better pension decisions (2021)  
Jelle Strikwerda, Bregje Holleman and Hans Hoeken
- 168 Variable annuities with financial risk and longevity risk in the decumulation phase of Dutch DC products (2021)  
Bart Dees, Frank de Jong and Theo Nijman
- 169 Verloren levensjaren als gevolg van sterfte aan Covid-19 (2021)  
Bram Wouterse, Frederique Ram en Pieter van Baal
- 170 Which work conditions can encourage older workers to work overtime? (2021)  
Raymond Montizaan and Annemarie Kuenn-Nelen
- 171 Herverdeling van individueel pensioenvermogen naar partnerpensioen: een stated preference-analyse (2021)  
Raymond Montizaan
- 172 Risicogedrag na een ramp; implicaties voor pensioenen (2021)  
Martijn de Vries
- 173 The Impact of Climate Change on Optimal Asset Allocation for Long-Term Investors (2021)  
Mathijs Cosemans, Xander Hut and Mathijs van Dijk
- 174 Beleggingsbeleid bij onzekerheid over risicobereidheid en budget (2021)  
Agnes Joseph, Antoon Pelsser en Lieke Werner
- 175 On the Resilience of ESG Stocks during COVID-19: Global Evidence (2021)  
Gianfranco Gianfrate, Tim Kievid & Mathijs van Dijk
- 176 De solidariteitsreserve juridisch ontrafeld (2021)  
Erik Lutjens en Herman Kappelle
- 177 Hoe vertrouwen in politiek en maatschappij doorwerkt in vertrouwen in pensioeninstellingen (2021)  
Harry van Dalen en Kène Henkens
- 178 Gelijke rechten, maar geen gelijke pensioenen: de gender gap in Nederlandse tweedepijlerpensioenen  
Suzanne Kali, Jim Been, Marieke Knoef en Albert van Marwijk Kooy
- 179 Completing Dutch pension reform (2021)  
Ed Westerhout, Eduard Ponds and Peter Zwaneveld
- 180 When and why do employers hire and rehire employees beyond normal retirement age? (2021)  
Orlaith C. Tunney and Jaap Oude Mulders
- 181 Family and government insurance: Wage, earnings, and income risks in the Netherlands and the U.S. (2021)  
Mariacristina De Nardi, Giulio Fella, Marieke Knoef, Gonzalo Paz-Pardo and Raun van Ooijen

- 182 Het gebruik van data in de pensioenmarkt (2021)  
Willem van der Deijl, Marije Kloek, Koen Vaassen en Bas Werker
- 183 Applied Data Science in the Pension Industry: A Survey and Outlook (2021)  
Onaopepo Adekunle, Michel Dumontier and Arno Riedl
- 184 Individual differences in accessing personalized online pension information: Inertia and a digital hurdle (2021)  
Milena Dinkova, Adriaan Kalwij & Leo Lentz
- 185 Transitie: gevoeligheid voor veronderstellingen en omstandigheden (2021)  
Anne Balter, Jan Bonenkamp en Bas Werker
- 186 De voordelen van de solidariteitsreserve ontrafeld (2021)  
Servaas van Bilsen, Roel Mehlkopf en Antoon Pelsser
- 187 Consumption and time use responses to unemployment (2021)  
Jim Been, Eduard Suari-Andreu, Marike Knoef en Rob Alessie
- 188 Wat is inertie? (2021)  
Marijke van Putten en Robert-Jan Bastiaan de Rooij
- 189 The effect of the Dutch financial assessment framework on the mortgage investments of pension funds (2021)  
Yeorim Kim and Mauro Mastrogiacomo
- 190 The Recovery Potential for Underfunded Pension Plans (2021)  
Li Yang, Antoon Pelsser and Michel Vellekoop
- 191 Trends in verschillende gezondheidsindicatoren: de rol van opleidingsniveau (2021)  
Wilma J. Nusselder, José Rubio Valverde en Dorly Deeg
- 192 Toedeling van rendementen met spreiding (2021)  
Anne Balter en Bas Werker
- 193 Occupational pensions, macroprudential limits, and the financial position of the self-employed (2021)  
Francesco G. Caloia, Stefan Hochguertel and Mauro Mastrogiacomo
- 194 How do spouses respond when disability benefits are lost? (2021)  
Mario Bernasconi, Tunga Kantarcı, Arthur van Soest, and Jan-Maarten van Sonsbeek
- 195 Pension Payout Preferences (2021)  
Rik Dillingh and Maria Zumbuehl
- 196 Naar de kern van pensioenkeuzes (2021)  
Jelle Strikwerda, Bregje Holleman en Hans Hoeken
- 197 The Demand for Retirement Products: The Role of Withdrawal Flexibility and Administrative Burden (2021)  
Pim Koopmans, Marike Knoef and Max van Lent
- 198 Stapelen van keuzes; interacties in keuze-architectuur en tussen tijd en risico (2021)  
Jona Linde en Ingrid Rohde
- 199 Arbeidsmarktstatus tussen de 65ste verjaardag en de AOW-leeftijd: verschillen tussen opleidingsgroepen (2021)  
Wilma J. Nusselder, Marti K. Rado en Dorly J.H. Deeg
- 200 Geheugenloos spreiden met gelijke aanpassingen (2021)  
Sander Muns
- 201 Bevoegdheidsverdeling sociale partners en pensioenfondsen bij stelseltransitie (2022)  
René Maatman en Mark Heemskerk
- 202 Matchmaking in pensioenland: welk pensioen past bij welke deelnemer? (2022)  
Marike Knoef, Rogier Potter van Loon, Marc Turlings, Marco van Toorn, Floske Weehuizen, Bart Dees en Jorgo Goossens
- 203 Inkomenseffecten bij en na invaren in het nieuwe pensioencontract (2022)  
Sander Muns, Theo Nijman en Bas Werker
- 204 Pensioenvoorbereiding van zzp'ers tijdens de coronacrisis (2022)  
Marleen Damman en Gerbert Kraaykamp
- 205 Een reële oriëntatie van het nieuwe pensioencontract (2022)  
Rens van Gastel, Niels Kortleve, Theo Nijman en Peter Schotman
- 206 Infographics and financial decisions: an eye-tracking experiment (2022)  
Hong Phuoc (Michael) Vo, Reinier Cozijn and Peter de Goeij

- 207 Eliciting Pension Beneficiaries' Sustainability Preferences (2022)  
Rob Bauer, Tobias Ruof and Paul Smeets
- 208 No pension and no house? The effect of LTV limits on the housing wealth accumulation of the self-employed (2022)  
Mauro Mastrogiacomo and Cindy Biesenbeek
- 209 Drawing Up the Bill: Does Sustainable Investing Affect Stock Returns Around the World? (2022)  
Rómulo Alves, Philipp Krueger and Mathijs van Dijk
- 210 Personal life events and individual risk preferences (2022)  
Paul Bokern, Jona Linde, Arno Riedl, Hans Schmeets and Peter Werner
- 211 Trust and Distrust in Pension Providers in Times of Decline and Reform. Analysis of Survey Data 2004–2021 (2022)  
Hendrik P. van Dalen and Kène Henkens
- 212 Diversiteit en inclusie in pensioenfondsbesturen (2022)  
Tanachia Ashikali and Floortje Fontein
- 213 NDC-pensioen: bruikbaar alternatief voor Nederland? Verkenning van routes voor versterking pensioen voor allen (2022)  
Casper van Ewijk, Lex Meijdam en Eduard Ponds
- 214 Visuele communicatie van onzekere pensioenuitkeringen (2022)  
Lisanne van Weelden, Maaïke Jongenelen, Marloes van Moort en Hans Hoeken
- 215 Uitkeringseffecten en kostendekkende premies in het nieuwe nabestaandenpensioen (2022)  
Sander Muns, Theo Nijman en Bas Werker
- 216 A comparison of pension-relevant preferences, traits, skills, and attitudes between the self-employed and employees in the Netherlands (2022)  
Paul Bokern, Jona Linde, Arno Riedl, Hans Schmeets and Peter Werner
- 217 Het pensioenperspectief van basisbanen (2022)  
Ton Wilthagen, Zeger Kluit en Michael Visser
- 218 Carbon Bias in Index Investing (2022)  
Mathijs Cosemans and Dirk Schoenmaker
- 219 Measuring Risk Capacity (2022)  
Rob Alessie, Viola Angelini and Lars Kleinhuis
- 220 Participatiehypotheken als impuls voor mobiliseren woningkapitaal: een interessante optie voor pensioenfondsen (2023)  
Casper van Ewijk, Arjen Gielen, Marike Knoef, Mauro Mastrogiacomo en Alfred Slager



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

**Netspar**

Dit is een uitgave van:

Netspar

Telefoon 013 466 2109

E-mail [info@netspar.nl](mailto:info@netspar.nl)

[www.netspar.nl](http://www.netspar.nl)

Februari 2023