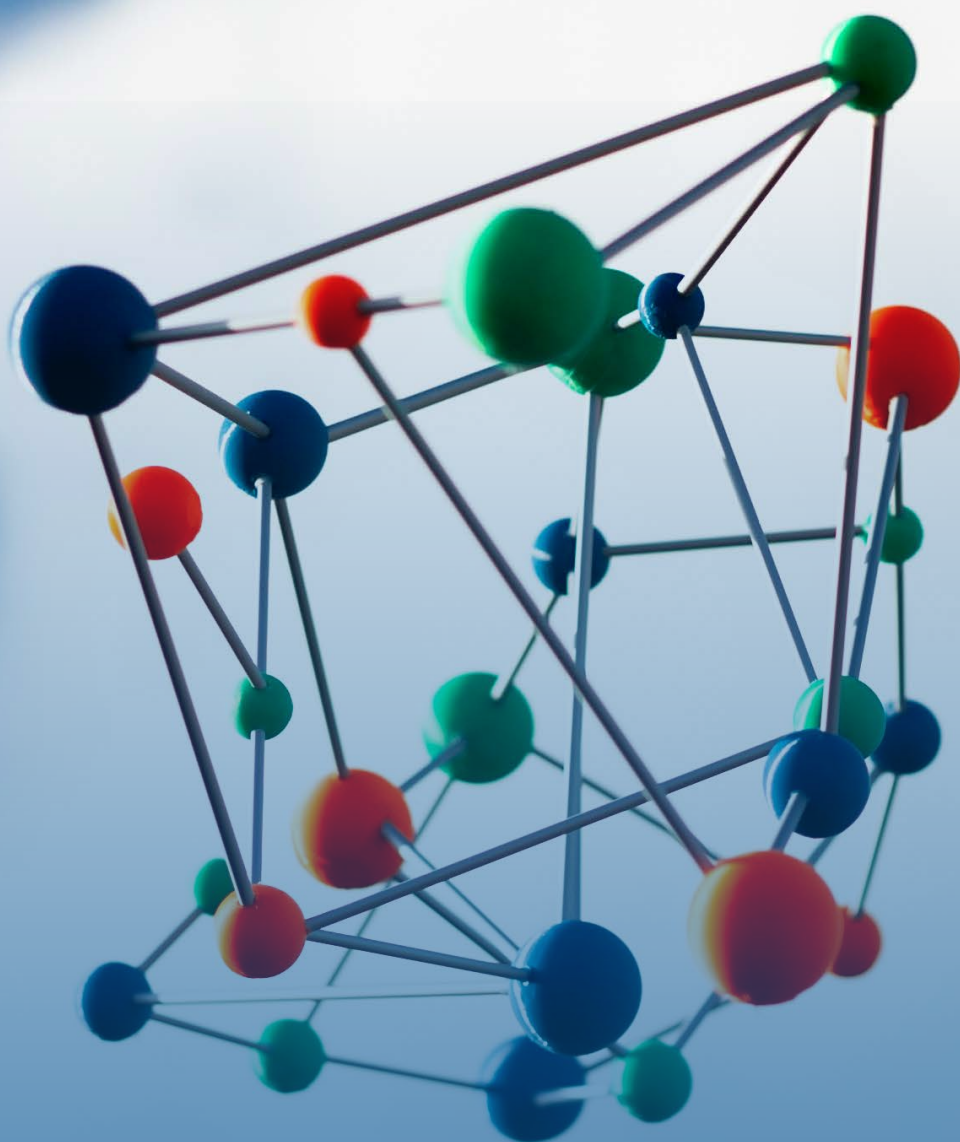




# Opheffen leenrestrictie binnen het Nieuwe Pensioencontract lijkt free lunch

Augustus 2021

Sacha van Hoogdalem en Pieter van Nes





# Opheffen leenrestrictie binnen het Nieuwe Pensioencontract lijkt free lunch

**Een van de punten waarop het Nieuwe Pensioencontract (NPC) zich onderscheidt van de Wet verbeterde premieregeling (WVP), is de mogelijkheid tot het opheffen van de leenrestrictie. Het wordt daardoor mogelijk om voor meer dan 100% in zakelijke waarden te beleggen. In dit artikel gaan we in op de toegevoegde waarde van het opheffen van de leenrestrictie en gaan we ook in op de risico's.**

In de literatuur wordt onderbouwd dat jongeren relatief meer in zakelijke waarden zouden moeten beleggen dan ouderen. Onder de aanname dat toekomstig inkomen als zeker beschouwd mag worden, leidt dit ertoe dat op jonge leeftijd meer dan 100% van het gespaarde pensioenvermogen in risicovolle beleggingen kan worden aangehouden. De achtergrond hiervan ligt in de definitie dat iemands totale kapitaal gelijk is aan de som van het arbeidskapitaal en het gespaarde kapitaal, waarbij het arbeidskapitaal gelijk is aan de netto contante waarde van toekomstig inkomen en het spaarkapitaal gelijk aan ingelegde spaarpremies en behaalde rendementen. Onder de aanname dat het arbeidskapitaal zeker is, wordt dit arbeidskapitaal gezien als een belegging in vastrentende waarden.

Omdat voor jonge leeftijden het grootste gedeelte van het kapitaal bestaat uit arbeidskapitaal lijkt het dan optimaal om voor meer dan 100% van het gespaarde kapitaal in zakelijke waarden te beleggen, zodat er voldoende exposure resulteert naar zakelijke waarden als percentage van het totale kapitaal. Zie over dit onderwerp bijvoorbeeld ook de Netspar nieuwsbrief "Renterisico, lifecycle en pensioencontract"<sup>1</sup> en het Netspar-paper "The impact of Human Capital on Life Cycling portfolio choice"<sup>2</sup>

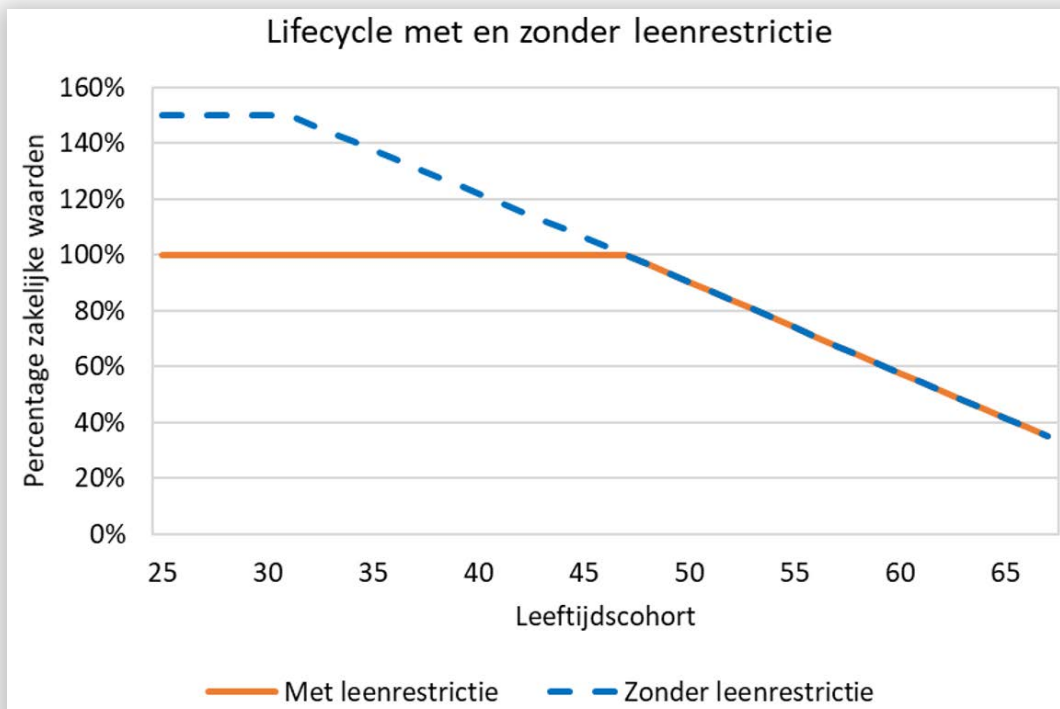
---

<sup>1</sup> Rente risico, lifecycle en pensioencontract- 19e editie- juni 2020- Mehlkopf en Bilsen

<sup>2</sup> The impact of Human Capital on Life Cycling portfolio choice, *Minderhoud, Molenaar en Pons*.

## Een voorbeeld

In het volgende voorbeeld veronderstellen we twee lifecycles. De eerste is met leenrestrictie die tot 20 jaar voor pensioendatum een allocatie heeft naar zakelijke waarden van 100% en dan afbouwt naar 35% zakelijke waarden op pensioenleeftijd. De tweede is zonder leenrestrictie die start op een allocatie naar zakelijke waarden van 150% en vanaf leeftijd 31 lineair afbouwt naar 35% zakelijke waarden op pensioenleeftijd. De lifecycles staan weergegeven in onderstaande figuur.



Beide lifecycles hebben een gelijke allocatie naar de matching portefeuille: 0% tot aan leeftijd 47 en dan in 20 jaar opbouwen naar 65% op leeftijd 67 jaar. Om voor jongeren meer dan 100% in de return portefeuille te beleggen, wordt er een short positie aangehouden in cash, of zoals in het nieuwe pensioencontract: geleend van de oudere generaties. Hierdoor wordt zuiver gekeken naar de impact van het opheffen van de leenrestrictie.

Onderstaande tabel toont, voor een deelnemer van 25 jaar die zijn hele werkzame leven actief blijft, de (relatieve) vervangingsratio op pensioendatum. De mediaan van de vervangingsratio van de life cycle met leenrestrictie is gelijkgesteld aan 100%. De overige uitkomsten zijn genormaliseerd op deze uitkomst. Ofwel we kijken naar de relatieve pensioenveranderingen ten opzichte van de mediane uitkomst in het contract zonder de leenrestrictie.

|                | Met leenrestrictie | Zonder leenrestrictie |
|----------------|--------------------|-----------------------|
| Mediaan        | 100%               | 107%                  |
| 5% percentiel  | 38%                | 39%                   |
| 95% percentiel | 325%               | 430%                  |



## Eerst indruk lijkt een hoger verwacht pensioen

Door het opheffen van de leenrestrictie wordt in dit voorbeeld een 7% hoger pensioen gerealiseerd. Tegelijkertijd wordt in een slecht-weer uitkomst (5% percentiel) een vergelijkbare uitkomst gerealiseerd in de beide contractinvullingen. In de zeer goede scenario's leidt het opheffen van de leenrestrictie tot een fors hoger pensioen. Dit lijkt erop te duiden dat je zonder het lopen van extra risico een hoger verwacht pensioen kunt realiseren. Dit komt met name door het dempende effect van het inleggen van nieuwe premies.

## Risico's onderweg

Onderweg zijn er echter wel degelijk risico's zichtbaar. Onderstaande tabel laat dit zien voor een aantal risicomatstaven voor dezelfde deelnemer van 25 jaar.

|   | Met leenrestrictie | Zonder leenrestrictie |
|---|--------------------|-----------------------|
| 5% percentiel 5-jaars rendement                             | -42%               | -63%                  |
| Kans dat na 5 jaar kapitaal lager is dan ingelegde premies  | 26%                | 28%                   |
| 5% percentiel kapitaal als percentage van ingelegde premies | 72%                | 58%                   |

Uit de eerste maatstaf blijkt dat met 5% kans het totaal behaalde rendement over een periode van 5 jaar door het opheffen van de leenrestrictie van -42% naar -63% gaat. Dit risico neemt toe met dezelfde factor als de exposure naar zakelijke waarden omdat in het voorbeeld er gedurende deze 5 jaar een 1,5 keer zo hoge exposure naar zakelijke waarden wordt aangehouden.

De kans dat na vijf jaar het gespaarde kapitaal lager is dan de som van de ingelegde premies is slechts beperkt hoger. Maar wanneer gekeken wordt naar het gespaarde kapitaal als percentage van de ingelegde premies in een slecht-weer scenario komt dit duidelijk lager uit in het geval van het opheffen van de leenrestrictie. Met 5% kans is er na 5 jaar nog maar 58% van de ingelegde premies aanwezig bij de variant waarbij de leenrestrictie wordt opgeheven, terwijl dit bij de andere variant nog 72% is.





## Risico-rendement afweging

De vraag is of deelnemers dit tussentijdse risico willen lopen. Op dit moment wordt dit onderdeel in risicobereidheidsonderzoeken minder of niet meegenomen, terwijl zij hier wel mee geconfronteerd kunnen worden. Wij denken dat het belangrijk is om aandacht hiervoor te hebben en te zorgen dat deelnemers begrijpen dat hun pensioenkapitaal grote fluctuaties kan ondergaan.

Bij deze analyses is het belangrijk om te realiseren dat het hebben van toekomstig inkomen en daarmee toekomstige premie inleg geen zekerheid is. Als, om welke reden dan ook, de pensioenopbouw stopt, en er niet elders pensioen wordt opgebouwd, is er geen demping meer door nieuwe premie inleg. In dat geval komt het pensioen in een slecht-weer scenario wel lager uit in de variant zonder de leenrestrictie in vergelijking met de variant met deze restrictie. Ook kan de deelnemer wel elders pensioen opbouwen, maar kan het zijn dat deze nieuwe regeling een defensievere life cycle heeft. In een slecht-weer scenario kan de deelnemer dan wel het nadeel van de extra exposure naar zakelijke waarden ondervinden, maar profiteert dan niet meer van het mogelijk herstel.

## Noodzaak voor opheffen leenrestrictie?

Voordat het pensioenfonds gebruik maakt van het opheffen van de leenrestrictie, moet een fonds onderzoeken of het opheffen van de leenrestrictie nodig is om tot een bepaalde vervangingsratio te komen. Het kan zijn dat er gedurende de opbouwfase onvoldoende exposure naar zakelijke waarden wordt gerealiseerd in geval van de leenrestrictie om tot een bepaalde vervangingsratio te komen. Dit kan een overweging zijn om voor het NPC te kiezen om zo gebruik te kunnen maken van het opheffen van de leenrestrictie.

## Conclusie en aanbeveling

In dit artikel hebben we laten zien dat het opheffen van de leenrestrictie in de verwachting tot een hoger pensioen leidt en daarmee dus waarde toevoegt. Wel wordt er onderweg een groter risico gelopen en de vraag is of de deelnemer bereid is om dit risico te lopen. Daarom vragen wij aandacht voor duidelijke communicatie over deze tussentijdse risico's zodat dit voor deelnemers duidelijk is. Dit laatste achten wij in het belang van het herstellen en behouden van het vertrouwen in het pensioenstelsel.

# Contact



## **Sacha van Hoogdalem**

Managing Director

+31 (0)10 700 5631

[Sacha.vanHoogdalem@ortec-finance.com](mailto:Sacha.vanHoogdalem@ortec-finance.com)

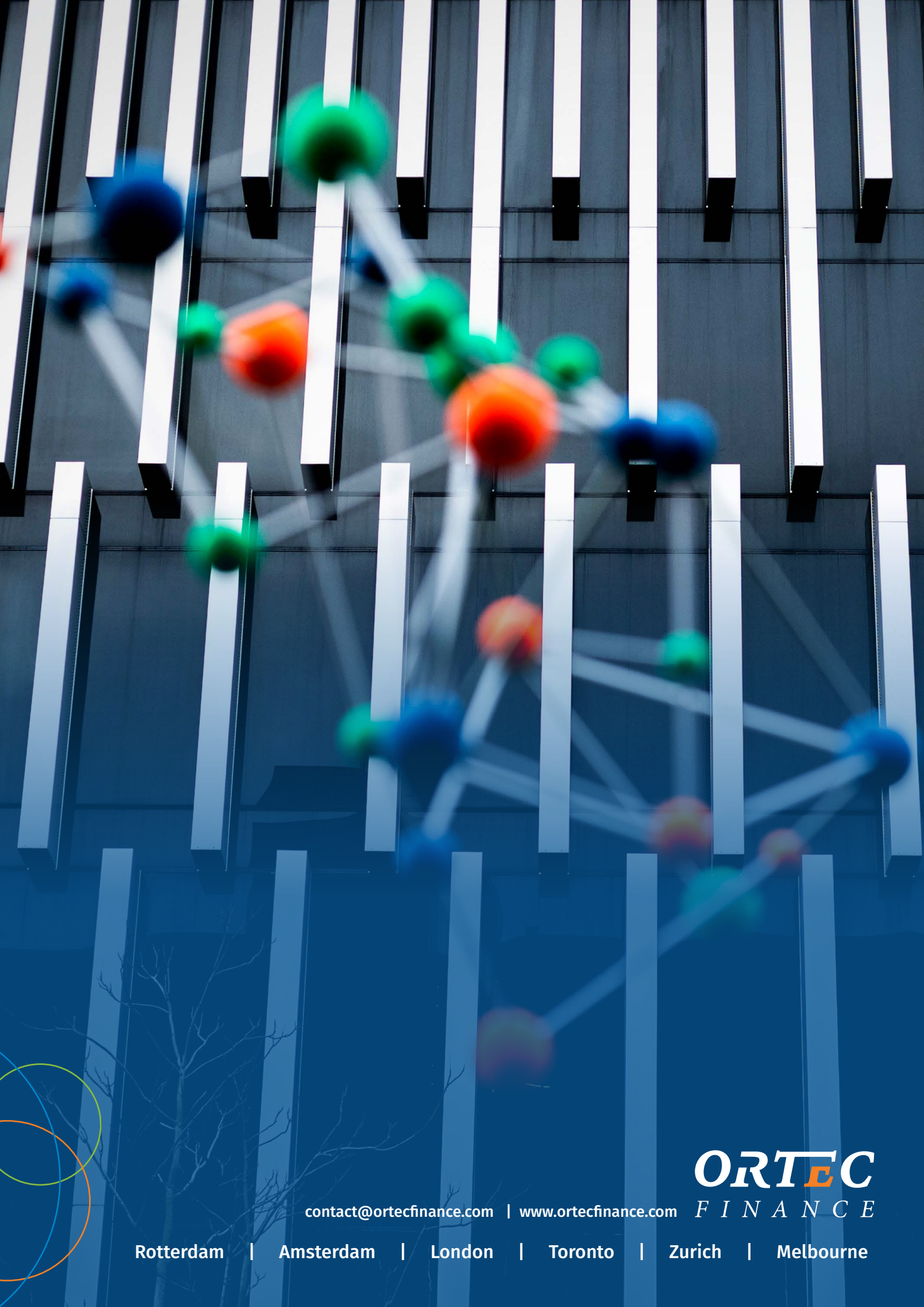


## **Pieter van Nes**

Senior Consultant

+31 (0)10 700 5606

[Pieter.vanNes@ortec-finance.com](mailto:Pieter.vanNes@ortec-finance.com)



**ORTEC**  
FINANCE

[contact@ortecfinance.com](mailto:contact@ortecfinance.com) | [www.ortecfinance.com](http://www.ortecfinance.com)

Rotterdam | Amsterdam | London | Toronto | Zurich | Melbourne