

Prudentieel toezicht: actuele ontwikkelingen in de financiële sector

- *De financiële positie van het Nederlandse bankwezen en de pensioenfondsen is in het tweede kwartaal van 2006 verder verbeterd. De financiële positie van verzekeraars heeft zich in 2005 gunstig ontwikkeld.*
- *Voor banken is de afgelopen kwartalen een groot deel van de inkomensgroei toe te schrijven aan volatiele incidentele baten, zoals de verkoop van deelnemingen. Daarnaast maken banken voor het financieren van hun activiteiten de afgelopen jaren steeds minder gebruik van deposito's en spaargeld.*
- *De winstgevendheid van levensverzekeraars is het afgelopen jaar toegenomen door de opwaartse ontwikkeling van de beleggingsopbrengsten. Ook de financiële positie van de schadesector is het afgelopen jaar verbeterd. Deze verbetering is toe te schrijven aan goede beleggingsopbrengsten en een gunstige schadeontwikkeling. In vergelijking met buitenlandse schadesectoren kent de Nederlandse sector gemiddeld echter een lage winstmarge. In de zorgverzekeringsector vindt een snelle consolidatieslag plaats, de concentratiegraad is in een jaar tijd fors toegenomen. Dit verliep parallel aan de recente concentratie op de verzekerdenmarkt door de opkomst van collectiviteiten.*
- *Berekend op basis van inflatie ligt de reële dekkingsgraad van de pensioensector op ongeveer 100%. Als de*

reële dekkingsgraad echter berekend wordt op basis van loonontwikkelingen bedraagt deze 90%, waarmee de middelen van pensioenfondsen nog tekort schieten om een welvaartsvaste indexatieambitie volledig na te komen. De financiële positie van pensioenfondsen is ondanks de tegenvallende beleggingsresultaten in het tweede kwartaal verbeterd door het verder oplopen van de kapitaalmarkt-rente.

Actuele ontwikkelingen in de bancaire sector

Winstgevendheid van het bankwezen

Het Nederlandse bankwezen laat in het tweede kwartaal van 2006 een stijging van het bedrijfsresultaat zien van 25% ten opzichte van het tweede kwartaal een jaar eerder (zie tabel 1). Deze toename wordt gedragen door een forse stijging van incidentele opbrengsten (+47%), zoals de verkoop van deelnemingen, terwijl de rente-inkomsten vrijwel constant bleven (+1%). Dit is opmerkelijk omdat de rentebaten het vorige kwartaal nog fors stegen, en hangt samen met een vervlakking van de rentetermijnstructuur in de afgelopen periode, waardoor de rentemarges afnamen. De lasten stegen dit

Tabel 1 Resultaten Nederlands bankwezen¹

EUR miljard

	2005				2006	
	I	II	III	IV	I	II
Totaal baten	13,6	13,7	14,3	13,8	15,6	15,7
- Rente	7,2	7,5	8,0	7,3	8,0	7,6
- Niet-rentebaten	6,4	6,1	6,3	6,5	7,6	8,2
waarvan provisiebaten	2,7	2,8	3,0	3,0	3,4	3,2
waarvan overige baten	3,7	3,4	3,4	3,6	4,3	5,0
Totaal lasten	9,1	9,6	9,8	9,8	10,6	11,1
- Bedrijfslasten	8,8	9,3	9,3	9,4	10,1	10,6
- Voorzieningen ²	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,6
Bedrijfsresultaat na belasting	3,4	3,0	3,4	3,7	3,8	3,8
Efficiency-ratio (%)	67,1	70,6	68,4	71,3	67,7	70,7

1 Door afronding op één decimaal tellen de cijfers in sommige gevallen niet op.

2 Som van de waardeveranderingen van vorderingen en waardeveranderingen van financiële vaste activa.

kwartaal opnieuw (+15%), wat een aanzienlijke toename van de voorzieningen weerspiegelt. De solvabiliteit van het bankwezen bleef met 11,6% op hetzelfde niveau als een kwartaal eerder.

Banken leunden in de afgelopen kwartalen sterk op incidentele factoren voor hun inkomensgroei, onder meer als gevolg van herstructureringsactiviteiten. Tegelijkertijd zijn deze incidentele factoren door de tijd erg volatiel. Hieruit volgt dat het Nederlandse bankwezen, ondanks de gestegen winstgevendheid, aandacht moet blijven besteden aan haar opbrengsten.

Financiering van het bankwezen

Om hun activiteiten te financieren maken banken gebruik van verschillende bronnen. Voorbeelden hiervan zijn leningen op de interbancaire markt en schuldbewijzen. De belangrijkste financieringsbron wordt traditioneel gevormd door het aantrekken van middelen van het publiek, zoals deposito's en spaargeld. Vanaf eind jaren '90 heeft echter een verschuiving plaatsgevonden in de financieringsstructuur van het binnenlands bedrijf van de Nederlandse banken. Het aandeel binnenlandse deposito's en spaargeld nam sinds begin 1998 af van circa 45% van de totale activa tot ongeveer 36% eind 2005 (zie tabel 2). Overigens is de financieringsrol van spaargeld en deposito's voor het geconsolideerde bedrijf van de Nederlandse banken minder sterk afgenomen (van circa 45% begin 1998 tot ongeveer 41% eind 2005).

De voornaamste reden voor deze verschuiving is dat

de groei van spaargeld en deposito's (8%) in de periode 1998-2005 achter bleef bij de forse stijging van de binnenlandse kredietverstrekking (11%). De afgelopen jaren is het voor banken lastig gebleken om spaargeld aan te trekken. Eind jaren '90 zette de beurs hausse huishoudens ertoe aan om een groter deel van hun bezit in aandelen te beleggen en minder te sparen. De afname van de economische groei begin jaren 2000 is een tweede factor die de groei in spaargeld en deposito's remde. Als gevolg hiervan is de traditionele financieringsrol van spaargeld en deposito's in Nederland afgenomen (zie grafiek 1). Hierdoor zijn banken afhankelijker geworden van veelal duurder financieringsvormen op de financiële markten zoals obligaties en *certificates of deposit*. De omvang van schuldbewijzen en financiële verplichtingen als financieringsbron is in deze periode met 12 procentpunt toegenomen en vormt circa 24% van de in Nederland aanwezige bancaire activa per ultimo 2005.

Invloed van de toegenomen marktvolatiliteit op het bankwezen

Na een relatief lange periode van beperkte schommelingen nam begin mei de volatiliteit in verschillende markten abrupt toe (zie ook de hoofdstukken *Economische ontwikkelingen en Financiële Stabiliteit*), wat veelal wordt toegeschreven aan een wereldwijde omslag in risicoaversie. Deze toegenomen volatiliteit beïnvloedt ook banken. Zo vertaalde de gestegen volatiliteit zich onder andere in een hogere prijs van opties, en in toegenomen

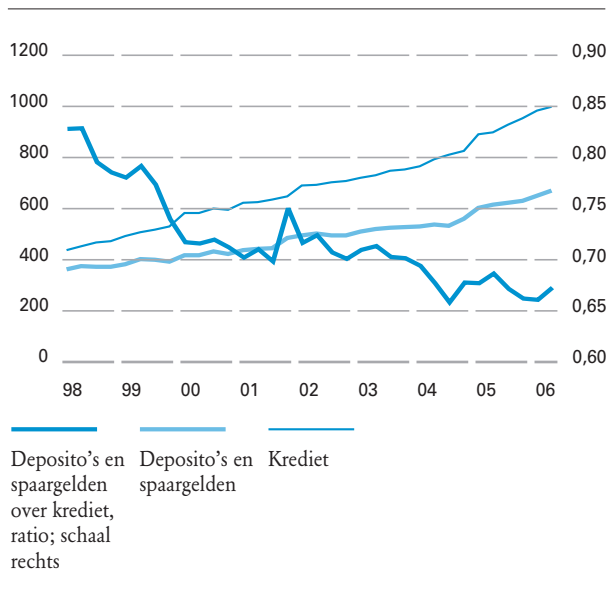
Tabel 2 Samenstelling financiering van het binnenlands bedrijf van Nederlandse banken

Procenten van totale activa in Nederland

	Interbancaire leningen ¹	Deposito's en spaargeld	Schuldbewijzen			Financiële verplichtingen voor handelsdoeleinden
			Obligaties	Certificates of deposit	Overig	
1998	28,3	44,5	8,4	0,7	3,4	-
1999	26,8	43,5	10,2	1,5	3,9	-
2000	27,6	41,9	11,1	1,1	3,3	-
2001	28,5	42,4	12,6	1,8	1,9	-
2002	29,6	41,1	14,1	2,2	1,6	-
2003	27,7	41,1	15,4	2,0	1,4	-
2004	27,3	39,0	16,3	2,0	1,4	-
2005	25,8	35,8	15,2	3,4	0,6	4,2
2006 II	25,1	36,2	15,0	3,1	0,7	6,8

1 Het betreft de bruto leningen, niet gecorrigeerd voor onderlinge uitzettingen.

Grafiek 1 Ontwikkeling deposito's en spaargeld, en krediet in EUR miljard



spreads voor het kredietrisico in opkomende landen. De Nederlandse banken hebben met adequaat risicobeheer en gerichte strategieën op de genoemde marktomstandigheden gereageerd. Zo beperkten de banken het risico door limieten terug te brengen in sommige (verliesgevende) markten, terwijl zij in andere gevallen winstgevende arbitrage ondernamen of bewust richtinggevoelige posities innamen. Daarnaast zal de geconstateerde toename van de volatiliteit, indien deze langdurig is, zich in hogere kapitaalseisen vertalen.

Voortgang implementatie Bazel II

In juni 2006 is de Europese richtlijn voor kapitaaltoereikendheid van banken en beleggingsondernemingen – de *Capital Requirements Directive* (CRD) – formeel aangenomen door het Europese Parlement en de Europese Raad. De CRD is de Europese uitwerking van het herziene raamwerk Bazel II. In Nederland krijgt de CRD zijn beslag in de Wet financieel toezicht (Wft). De ontwikkeling daarvan door het ministerie van Financiën bevindt zich thans in een afrondende fase; de wet zal op 1 januari 2007 van kracht worden. Parallel aan de ontwikkeling van de wet heeft DNB nadere technische regels uitgewerkt en geconsulteerd met de sector.

Om de implementatie van de CRD in de nationale wet- en regelgeving van de lidstaten zoveel mogelijk te harmoniseren heeft de Europese Commissie begin dit jaar een werkgroep opgezet om interpretatievragen te beantwoorden. Deze *CRD Transposition Group* (CRD-TG),

waarin naast de Europese Commissie ook ministeries en toezichthouders zitting hebben, begeleidt praktische aspecten van de vertaling in nationale wet- en regelgeving en de implementatie van de CRD. Een volledig overzicht van vragen en antwoorden is te vinden op de website van de Europese Commissie (www.eu.int).

Het nieuwe regime voorziet in een gefaseerde invoering. Instellingen die onder Bazel II een eenvoudige benadering voor kredietrisico (de standaard- of basis IRB-benadering) en operationeel risico (de *Basic Indicator Approach* of de standaardbenadering) willen gebruiken mogen op 1 januari 2007 op het nieuwe systeem overgaan. De CRD biedt instellingen ook de mogelijkheid om gedurende 2007 nog Bazel I te hantieren. Vanaf 1 januari 2008 mogen instellingen de geavanceerde IRB-benadering voor kredietrisico en de geavanceerde benadering voor operationeel risico toepassen.

Actuele ontwikkelingen in de verzekeringssector

Ontwikkelingen in de levensverzekeringssector

Uit de jaarlijkse rapportagecijfers van de Nederlandse levensverzekeraars blijkt dat het bruto premievolume in 2005 is gedaald met ruim 1% ten opzichte van 2004 (zie tabel 3).¹ Deze achteruitgang is terug te voeren op een daling in de premie-omzet van individuele levensverzekeringen. Aanbieders van individuele levensverzekeringen hebben te kampen gehad met een lage lange rente, waardoor het voor consumenten minder aantrekkelijk was om langlopende producten met rentegaranties af te sluiten. Daarnaast is de markt voor individuele producten verzadigd. De premie-omzet van collectieve levensverzekeringen is het afgelopen jaar echter gestegen. Dit is hoofdzakelijk het gevolg van de ontwikkeling dat steeds meer kleine pensioenfondsen worden herverzekerd of ondergebracht bij levensverzekeraars.

Ondanks deze premie-ontwikkeling is de winstgevendheid van de Nederlandse levensverzekeringsmaatschappijen in 2005 gemiddeld goed geweest. Het technisch resultaat over het afgelopen jaar bedroeg 11% van de netto verdiende premie, waarmee de positieve trend van de afgelopen jaren is doorgezet. Drijvende kracht achter deze opwaartse ontwikkeling is de beleggingsopbrengst die sterk is gestegen, van EUR 2 miljard in 2002 naar EUR 21 miljard in 2005. Het belang van beleggingsopbrengsten, die zeer volatiel kunnen zijn, voor de winstgevendheid onderstreept de noodzaak van voldoende aandacht voor het verzekeringstechnisch resultaat.

Tabel 3 Financiële gegevens Nederlandse verzekeringsmarkt

	Bruto premieomzet 2005		Net combined ratio ¹		Technisch resultaat in % netto verdiende premie	
	EUR miljard	% groei t.o.v. 2004	2005	2004	2005	2004
Levensverzekeraars	24,8	-1,2	n.v.t.	n.v.t.	11	8
Schadeverzekeraars ²	23,7	0,6	93	95	12	9
Ongevallen en ziekte	11,5	-1,4	92	94	11	10
Motorrijtuigen	4,6	-0,3	97	99	10	7
Zee, transport en luchtvaart	0,7	3,7	90	94	17	11
Brand en andere zaakschade	3,5	-0,3	87	88	17	16
Overige branches	3,5	9,6	96	106	12	1

1 De *net combined ratio* geeft aan hoe de bedrijfskosten (exclusief herverzekering) plus de geleden schadelast voor eigen risico zich verhouden tot de verdiende premie.

2 Door afronding op één decimaal tellen de cijfers niet op.

Ontwikkelingen in de schadeverzekeringssector

In de Nederlandse schadesector (inclusief zorgverzekeraars) is de bruto premie-omzet het afgelopen jaar stabiel gebleven. De jaarlijkse omzetgroei is gedaald van ruim 9% in 2004 naar 0,6% in 2005. Deze stagnatie is deels te verklaren door de stevige (prijs)concurrentie die in enkele schadebranches woedt, waardoor de premiestelling onder druk staat. Voornamelijk in branches waar een relatief homogeen verzekeringsproduct wordt aangeboden en de transparantie mede dankzij het internet hoog is, is het moeizaam om premiestijgingen door te voeren. De motorrijtuigenbranche is hiervan een goed voorbeeld: het premie-inkomen van motorrijtuigenverzekeraars is met 0,3% gedaald, terwijl het aantal motorvoertuigen met 1,4% is gestegen.² De premiegroei is daarenboven getemperd door de aanscherping van het acceptatiebeleid door schademaatschappijen.

De rentabiliteit van het schadeverzekeringsbedrijf is in 2005 wel verbeterd: het technisch resultaat is ten opzichte van 2004 gestegen van 9% naar 12% van de netto verdiende premie (zie tabel 3). Uit de ontwikkeling van de *net combined ratio* blijkt dat met name het kernbedrijf winstgeverder is geworden. Aangezien de acquisitie-, beheers- en personeelskosten gelijke tred hebben gehouden met de premie-inkomsten, is dit het resultaat van een gunstige schadeontwikkeling. Doordat schadeverzekeraars minder risico's hebben herverzekerd en meer in eigen behoud hebben genomen, is bijzonder

geprofiteerd van de lage schadelast. Hierdoor is echter ook het risicoprofiel van schadeverzekeraars vergroot, waardoor hogere eisen aan het risicobeheer en de aangehouden solvabiliteit worden gesteld.

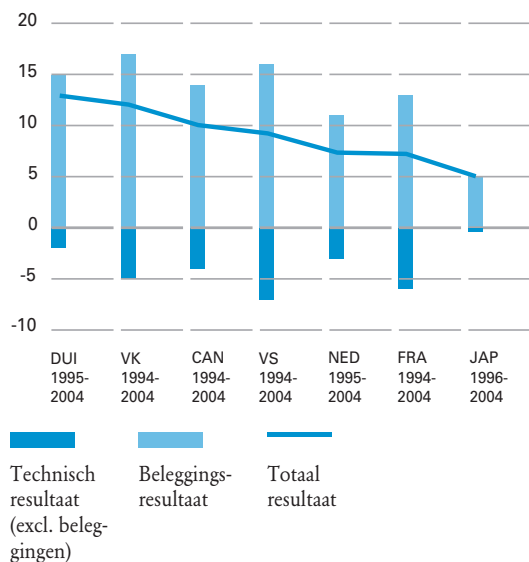
Winstmarge Nederlandse schadeverzekeraars in internationaal perspectief

Schadeverzekeraars kennen een omgekeerde productcyclus: premies worden betaald voordat de dienst is geleverd. Hierdoor hebben schadeverzekeraars vermogen in beheer waarop beleggingsrendement wordt geboekt. Voor schadeverzekeraars blijkt het beleggingsresultaat essentieel te zijn voor een positief totaalresultaat. Zowel op de Nederlandse schademarkt als die in de G7-landen (exclusief Italië) is het technisch resultaat (exclusief toegerekende beleggingsopbrengsten) de laatste jaren gemiddeld negatief geweest (zie grafiek 2). Deze verzekeringstechnische verliezen zijn het gevolg van stevige prijsconcurrentie op de internationale schademarkten, die gefinancierd wordt door middel van beleggingsopbrengsten. Deze concurrentiestrategie staat bekend als *cash-flow underwriting*.

De gemiddelde winstmarge (totaalresultaat als percentage van de netto premie-inkomsten) is de afgelopen tien jaar betrekkelijk laag geweest in Nederland (7%), zeker in vergelijking tot de Duitse (13%) en Britse (12%) schademarkt. Dit is een gevolg van de relatief lage beleggingsopbrengsten van de Nederlandse schadeverzeke-

Grafiek 2 Gemiddelde winstmarge (voor belastingen) internationale schadesectoren

% netto verdiende premie



Toelichting: Het totaalresultaat is de som van het technisch resultaat (exclusief toegerekende beleggingsopbrengsten) en het beleggingsresultaat, waarbij het technisch resultaat is gedefinieerd als de netto verdiende premie verminderd met de netto geleden schadelast en de bedrijfskosten. Het beleggingsresultaat is daarbij gedefinieerd als de bruto beleggingsopbrengst verminderd met de beheerskosten.

Bron: DNB, Swiss Re.

raars. Een eerste verklaring voor dit resultaat is dat de Nederlandse schadeverzekeraars in verhouding een relatief kleine beleggingsportefeuille hebben, doordat in de Nederlandse schademarkt naar verhouding veel 'doorsnee'-risico's³ worden verzekerd. Als gevolg hiervan is het technisch resultaat overigens ook minder volatiel. Dit blijkt onder meer uit het feit dat 2005, interna-

tionaal bezien, een uiterst slecht schadejaar was door orkanen (Katrina en Wilma), terwijl de gevolgen voor de Nederlandse markt minimaal waren. Een belangrijke tweede verklaring is voorts dat Nederlandse schade-maatschappijen bewust conservatief beleggen, wat eveneens tot uiting komt in een minder volatiel en gemiddeld beperkt beleggingsresultaat.

Structuur van de zorgverzekeringsmarkt

Sinds de invoering van het nieuwe zorgstelsel is op de zorgverzekeringsmarkt een duidelijke concentratietendens waarneembaar. In mei maakte VGZ-IZA-Trias bekend te fuseren met Univé, waarmee de grootste zorgverzekeraar op de Nederlandse markt is gecreëerd (4,2 miljoen verzekerden). Een maand later volgde de aankondiging van de fusie tussen Menzis, Agis en Delta Lloyd (3,9 miljoen verzekerden). In de nieuwe marktstructuur nemen de vier grootste partijen gezamenlijk 88% van de markt voor hun rekening. Daarmee is een concentratiegraad bereikt die vergelijkbaar is met die op de bancaire markt, maar aanzienlijk hoger is dan die op de levensverzekeringsmarkt, de schadeverzekeringsmarkt als geheel en in de pensioensector (zie tabel 4). Dit lijkt verband te houden met de toetredingsdrempels in de zorgverzekeringssector, die traditioneel hoger zijn dan in andere schadebranches.

De consolidatie op de zorgverzekeringsmarkt verliep parallel aan de concentratie die zich heeft voorgedaan onder verzekerden door het ontstaan van collectiviteiten. Dit heeft geleid tot meer consumentenmacht en een neerwaartse druk op de premies. Bovendien zetten de scherpe concurrentie en de benodigde schaal-grootte voor efficiënte zorginkoop verzekeraars aan tot consolidatie. Tegelijkertijd is toetreding van nieuwe partijen onwaarschijnlijk, vanwege de grote investeringen die dit vergt (vanwege de complexiteit van de

Tabel 4 Marktconcentratie financiële sector

In procenten

	Concentratie ratio (CR 4) ¹
Zorgverzekeringsmarkt (na fusies)	88
Bancaire markt	82
Pensioensector	50
Levensverzekeringsmarkt	59
Schadeverzekeringsmarkt	44

¹ CR 4 is het gezamenlijk marktaandeel van de vier grootste partijen. Cijfers betreffen het jaar 2005, met uitzondering van de zorgverzekeringsmarkt (situatie na fusies).

bedrijfsvoering en van het zorgproduct), maar vooral ook vanwege de huidige lage marges in de zorgverzekeringsmarkt. In reactie op de krachtenbundeling bij verzekeraars is het belang van concentratie bij de zorgaanbieders ook toegenomen.

Een hogere concentratie bij zorgverzekeraars en -aanbieders kan mogelijk bijdragen aan een meer beheerste ontwikkeling van de zorguitgaven. Deze zijn gestegen van EUR 42 miljard in 2000 (10% bbp) tot EUR 62 miljard in 2005 (12% bbp, zie grafiek 3). Een belangrijk deel hiervan is veroorzaakt door de vergrijzing, ontwikkelingen in de medische technologie en het wegwerken van wachtlijsten (volume-effecten). Daarnaast zijn de prijzen in de zorg harder gegroeid dan de inflatie, onder andere door de achterblijvende groei van de arbeidsproductiviteit in deze sector, en door prijsstijgingen van nieuwe geneesmiddelen (prijs effecten). De ontwikkeling van de zorguitgaven in het nieuwe stelsel is onder meer afhankelijk van de onderhandelingsmacht van de zorgverzekeraars en de zorgaanbieders.

Modernisering rapportagekader en toereikendheidstoets voor verzekeraars

Per 1 januari 2007 gaan in beginsel nieuwe regels voor het prudentiële rapportagekader voor verzekeraars in. Op basis van deze reguliere rapportages beoordeelt DNB de financiële positie van de onder toezicht staande verzekeraars. De nieuwe rapportages vervangen de huidige verzekeringsstaten uit 1994 en gelden voor alle verzekeraars (levens-, schade-, zorg- en natura-uitvaartverzekeraars). Aanleiding hiertoe is dat de informatieverstrekking via de huidige verzekeringsstaten zowel voor

verzekeraars als voor DNB minder effectief was geworden, mede ingegeven door de introductie van internationale jaarverslaggevingregels (IAS/IFRS, zie ook het artikel *Eén jaar IFRS*). Zo heeft DNB een nieuwe toereikendheidstoets voor de technische voorzieningen ontwikkeld, waarvoor de activa en passiva van verzekeraars in grotere mate op actuele waarde worden gewaardeerd. Deze ontwikkeling valt in toenemende mate ook in IFRS te bespeuren. Daar waar de nieuwe jaarverslaggevingsregels voor het toezicht een onvoldoende bevredigende uitkomst opleveren, heeft DNB besloten om in overleg met de wetgever en de sector zogenoemde prudentiële filters toe te passen. Daarbij worden voor de berekening van de technische voorzieningen specifieke correcties aangebracht. Met de aanpassingen beoogt DNB invulling te geven aan risicogebaseerd toezicht, rekening houdend met de jaarverslaggeving- en interne rapportageprocessen van verzekeraars. Ondanks dat de aanpassingen (tijdelijk) lasten met zich mee brengen, wil DNB de administratieve lastendruk daar waar mogelijk terugdringen. Het concept-rapportagekader is de afgelopen maanden ter consultatie voorgelegd aan de sector (zie www.dnb.nl). Eind juni is in dat kader samen met het Verbond van Verzekeraars een voorlichtingsbijeenkomst voor verzekeraars gehouden. Het streven is het rapportagekader begin oktober 2006 te finaliseren.

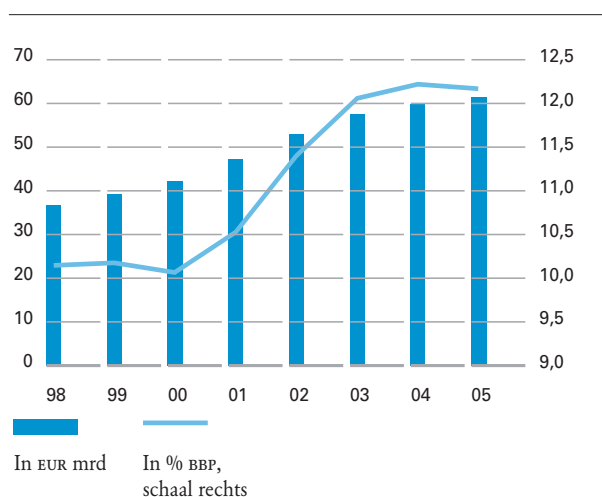
Actuele ontwikkelingen in de pensioensector

Analyse reële dekkingsgraad

Na pensionering wil iedereen graag de levensstandaard waaraan men gewend is handhaven. Belangrijk daarbij is dat de koopkracht van het pensioen op peil blijft. In Nederland hebben de meeste pensioenfondsen de ambitie om pensioenen te indexeren. De zogenoemde reële dekkingsgraad geeft zicht op de mate waarin kan worden geïndexeerd. Er bestaat echter geen eenduidige definitie van deze reële dekkingsgraad, omdat deze samenhangt met de uiteenlopende indexatieambities van de pensioenfondsen. Zo is voor ongeveer driekwart van de actieven in een middelloonregeling de voorwaardelijke indexatieambitie gekoppeld aan de algemene of bedrijfstakspecifieke loonontwikkeling, en voor circa één op de tien actieven is het indexatiebeleid gereleerd aan de inflatie (zie tabel 5).

Voor het bepalen van een reële dekkingsgraad worden de onvoorwaardelijke nominale pensioenverplichtingen verdisconteerd tegen een reële, in plaats van de nominale rentetermijnstructuur. Hiervoor wordt, over-

Grafiek 3 Ontwikkeling zorguitgaven



Tabel 5 Indexatiebeleid pensioenfondsen, primo 2005

In procenten

Basis	Actieven	Gepen- sioneer- den
Loonontwikkeling bedrijfstak	64	49
Algemene loonontwikkeling	10	6
Algemene prijsontwikkeling	9	28
Periodiek bestuursbesluit	12	9
Overig	5	8
Totaal	100	100

eenkomstig het uitgangspunt van marktwaardering, bij voorkeur zoveel mogelijk gebruik gemaakt van toekomstverwachtingen zoals die uit de prijzen van bepaalde financiële instrumenten (bijvoorbeeld indexleningen) worden afgeleid. Dergelijke instrumenten zijn in Nederland echter niet beschikbaar. Het is daarom noodzakelijk om naar alternatieven te zoeken.

Een mogelijkheid is om de nominale rente te verminderen met een bepaald (vast) percentage dat de streefindexatie op lange termijn weergeeft. Daarbij kan bijvoorbeeld worden aangesloten bij de ECB-inflatiedoelstelling. Op basis van een inflatie van 2% (en reële rente van 2,5%) resulteert momenteel een reële dekingsgraad van ongeveer 100%. Zoals aangegeven streeft een groot aantal pensioenfondsen echter loonindexatie na, waarvoor gebruik van een loonindex relevant is voor de berekening van de reële dekingsgraad. Indien de verplichtingen worden verdisconteerd met 2,9% loongroei (de gemiddelde loongroei in de periode 1980-2005) bedraagt de reële dekingsgraad op dit moment 90%. Dit betekent dat de middelen van pensioenfondsen op dit moment onvoldoende zijn om een toekomstig welvaartsvast pensioen zeker te stellen. Een andere benadering is om gebruik te maken van de koersinformatie van indexleningen die de Europese inflatie als uitgangspunt nemen. De Franse overheid gebruikt deze instrumenten als financieringsbron. Uitgaande van een reële rente van 1,98% ultimo juni op deze obligaties (met een looptijd tot 2032) is de reële dekingsgraad ongeveer 95%. Hieruit blijkt dat de middelen van pensioenfondsen ontoereikend zijn voor een waardevast pensioen, indien de ambitie zou zijn om pensioenen te koppelen aan de Europese inflatie.

Een belangrijke kanttekening is dat de reële dekingsgraad enkel inzicht biedt in de mate waarin pensioenfondsen in staat zijn pensioenen te indexeren. In Nederland geldt voor de meeste pensioenregelingen dat de indexatietoezegging voorwaardelijk is. De eis dat te allen tijde vermogen voor alle toekomstige indexeringen beschikbaar moet zijn is niet van toepassing; pensioenfondsen kunnen in tijden van negatieve vermogensschokken korten op de indexatie.

Financiële positie pensioenfondsen

De op marktwaarde berekende dekingsgraad van de 75 grootste pensioenfondsen steeg in het tweede kwartaal van 2006 van 138% naar 140%. Aan deze verbetering liggen twee tegengestelde ontwikkelingen ten grondslag. Enerzijds overheersten de negatieve rendementen op de aandelenmarkten (-4,1%) en de vastrentende waarden (-0,7%) de positieve rendementen op onder meer grondstoffen (+5,3%) en vastgoed (+1,1%)⁴, waardoor de marktwaarde van de bezittingen daalde. Anderzijds steeg de 15-jaars rente met 30 basispunten tot 4,5%, waardoor de marktwaarde van de verplichtingen daalde.

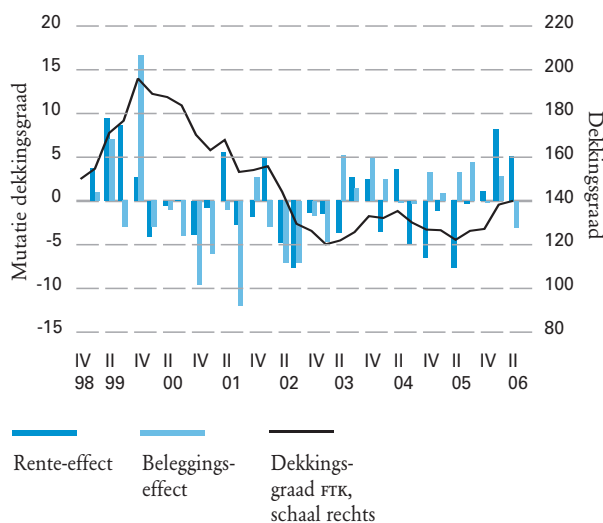
Het effect van de rente op de dekingsgraad is daarmee de afgelopen drie kwartalen positief geweest. In de kwartalen daarvoor was dit rente-effect overwegend negatief (zie grafiek 4). De beleggingen hebben, met uitzondering van het laatste kwartaal, vanaf het tweede kwartaal in 2003 een positief effect op de dekingsgraad gehad. In de periode daarvoor was dit beleggingseffect overwegend negatief als gevolg van de turbulente beursperiode in 2000-2002. Al met al kunnen de afgelopen kwartalen worden gekenmerkt door gunstige marktontwikkelingen, terwijl deze in de eerste jaren van deze eeuw overwegend negatief waren. Pensioenfondsen zullen bij hun beleidsbepaling rekening moeten houden met deze marktvolatiliteit.

Het verkleinen van het mismatch-risico

Om de invloed van deze marktfluctuaties op de financiële positie te beperken, overwegen veel pensioenfondsen een herziening van hun beleggingsbeleid. De meeste aandacht gaat daarbij uit naar het verkleinen van het looptijdverschil tussen de activa en de passiva: het zogenaamde *duration*-gat. Dit *duration*-gat wordt veroorzaakt doordat de verplichtingen meestal een gemiddelde looptijd hebben van rond de vijftien jaar, terwijl de looptijd van de gemiddelde obligatieportefeuille ongeveer vijf jaar bedraagt. Fondsen lopen daardoor mismatchrisico, dit betekent dat de marktwaarde van de verplichtingen sterker reageert op rentewijzigingen dan

Grafiek 4 Effect rente en beleggingsresultaat op de dekkingsgraad

Rentemutatie 1%punt = 16 punten dekkingsgraad



de vastrentende activa. Dit risico kan op verschillende manieren worden verkleind.

Een eerste manier is om een verschuiving aan te brengen in de beleggingsportefeuille en meer langlopende obligaties te kopen in plaats van bijvoorbeeld aandelen. Er zijn echter geen aanwijzingen dat pensioenfondsen dit doen. Een tweede mogelijkheid is om binnen de bestaande obligatieportefeuille kortlopende obligaties te vervangen door langlopende. Een derde wijze waarop pensioenfondsen hun *duration*-gat kunnen verminderen is met renteswaps of *swaptions*. Bij een renteswap wordt een vaste lange rente geruild tegen een variabele korte rente. Het pensioenfonds ontvangt in dit geval een lange rente, vergelijkbaar met de kasstroom van een langlopende obligatie en betaalt daarvoor een variabele korte rente (meestal de geldmarkt-rente, bijvoorbeeld Euribor). Alhoewel de *duration* mismatch hiermee wordt verkleind, impliceert dit wel dat het pensioenfonds afhankelijk wordt van de ontwikkeling van de korte rente die het pensioenfonds aan de tegenpartij betaalt. Met een *swaption* kan het pensioenfonds tijdelijk het risico van een verdere rentedaling afdekken. Hiervoor betaalt het fonds een bepaalde premie.⁵ Bij het afsluiten van een swap of een *swaption* is het van belang dat *pensioenfondsen* zich bewust zijn van de (mismatch) risico's die worden afgedekt door én de risico's die gepaard gaan met dit instrument (zoals liquiditeit-, tegenpartij- en juridisch risico). Dat vraagt een integrale balansbenadering.

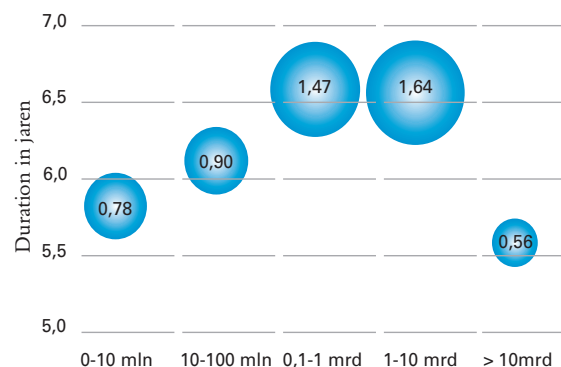
In de praktijk blijkt dat de pensioensector in het afgelopen jaar de gemiddelde *duration* heeft verlengd (zie grafiek 5). Voor de kleinste en grootste pensioenfondsen geldt dit in iets mindere mate dan voor de middelgrote. Voor deze laatste categorie met een belegd vermogen tussen de EUR 100 miljoen en EUR 10 miljard is de gemiddelde *duration* met zo'n anderhalf jaar toegenomen.

Compliance en corporate governance

Een thema dat cross-sectoraal speelt en waar alle onder toezicht staande instellingen mee te maken hebben is de naleving van regelgeving en gedragsregels, ofwel *compliance*. In de praktijk heeft *compliance* veelal betrekking op de aspecten die samenhangen met een integrale en betrouwbare bedrijfsvoering. Dit onderwerp is zowel bij de onder toezicht staande instellingen als bij DNB een speerpunt. De noodzaak van deze aandacht blijkt uit recente voorbeelden van financiële instellingen die zowel in binnen- als buitenland door toezichthouders vanwege *compliance*-gerelateerde problemen zijn berispt.

Veel van de problemen samenhangend met *compliance* komen voort uit het steeds complexere speelveld van financiële instellingen. Enerzijds worden de eisen die de samenleving aan instellingen stelt steeds strikter. De maatschappij houdt financiële instellingen steeds meer verantwoordelijk voor het integer handelen in hun bedrijfsvoering. Anderzijds komt dit door ont-

Grafiek 5 Toename *duration* voor pensioenfondsen naar grootteklasse (op basis van belegd vermogen)



Toelichting: Het betreft de gemiddelde gewogen *modified duration* van vastrentende waarden genomineerd in USD en EUR voor de periode 2005K1-2006K1. In de bellen is de absolute mutatie (in jaren) gegeven ten opzichte van de gemiddelde *duration* over de periode 1999K1-2004K1.

wikkelingen bij instellingen zelf. Zo is de interne organisatie van financiële instellingen de afgelopen jaren door fusies en overnames groter geworden, waardoor het lastiger is om op centraal niveau decentrale organisatieonderdelen te beheersen. Een andere factor betreft het feit dat internationaal opererende instellingen te maken hebben met wetgeving die vanwege culturele achtergronden per land kan verschillen. Daarnaast bemoeilijkt wetgeving met grensoverschrijdende werking het ‘compliant zijn’. Tevens worden de producten complexer, wat impliceert dat de inherente risico’s van deze producten toenemen. Ook is de levensduur van deze producten steeds korter, waardoor instellingen hun inschatting van het risicoprofiel frequenter moeten bijstellen.

Het toezicht op dit terrein is *principle-based*. Toezichthouders verwachten dat financiële instellingen een gestructureerde en organisatiebrede aanpak van *compliance*-risico’s in hun risicomanagement-systemen hebben geïntegreerd.⁶ Dit sluit aan bij recente ontwikkelingen op het gebied van corporate governance en interne beheersing, zoals de Code Tabaksblad en vergelijkbare internationale codes. Naleving van wet- en regelgeving is allereerst de eigen verantwoording van de instelling. DNB beoordeelt de aanpak van *compliance* risico’s wel in haar risicoanalyse methode FIRM, en zal, indien nodig, maatregelen treffen. Nederlandse instellingen leveren een grote inspanning op het gebied van *compliance*. De ontwikkelingen op dit terrein gaan echter dusdanig snel dat continue aandacht bij zowel de financiële instellingen als de toezichthouder noodzakelijk is. Niet alleen omdat het moet, maar vooral omdat de maatschappij dit van integere instellingen verwacht.

1 De ontwikkelingen in de levensverzekeringssector lijken in 2006 voorzichtig te verbeteren.

2 Op 1 januari 2005 waren er 9,5 miljoen motorvoertuigen in Nederland; op 1 januari 2006 was dit aantal opgelopen tot 9,7 miljoen (CBS).

3 Bij doorsnee risico’s vindt schade hoogfrequent plaats, maar zijn de schadebedragen laag.

4 Gewogen gemiddelde rendementen berekend voor de vijf grootste pensioenfondsen.

5 Een *swaption* is een calloptie met als onderliggende waarde een interest rate swap. Als koper geeft dit instrument het pensioenfonds het recht om bij expiratie van de optie de betreffende swap (of de contante waarde daarvan) te ontvangen als deze een positieve waarde heeft.

6 Nadere invulling van een dergelijke aanpak is onder meer te vinden in de Regeling organisatie en beheersing en de Regeling tegengaan van belangenverstremming en beheersing van integriteitsrisico’s verzekeraars, alsmede in het paper *Compliance and the compliance function in banks* van het Bazels Comité.